

## Formação de capital e transferência de recursos ao exterior

### *Capital formation and transfer of funds abroad*

PAULO NOGUEIRA BATISTA JR.\*

---

RESUMO: Este artigo analisa a implicação da crescente transferência de recursos para o setor externo na capacidade de investimento da economia brasileira. Após 1983 a economia brasileira está transferindo um volume crescente de recursos que atingiu mais de 5% do PIB nos últimos dois anos, contrastando com a década de 70 quando a absorção da poupança externa atingiu cerca de 2% do PIB. Como consequência desta restrição externa, a taxa de investimento caiu de 26% do PIB na década de 70 para um nível estimado de 16% nos últimos anos. O trabalho, utilizando um modelo macroeconômico padrão, estabelece a relação entre taxas alternativas de transferência de recursos, taxa de poupança interna, razão capital-produto com a meta de taxa de crescimento da economia brasileira.

PALAVRAS-CHAVE: Fluxos de capitais; crise da dívida; balanço de pagamentos.

ABSTRACT: This paper analyses the implication of the increasing transfer of resources to external sector on the capacity of investment of the Brazilian economy. After 1983 Brazilian economy is transferring an increasing volume of resources which attained more than 5% of the GDP in the last two years, contrasting with the decade of 70 when the absorption of external saving attained about 2% of the GCP. As a consequence of this external constraint, the rate of investment has dropped from 26% of GDP in the 70's to an estimated level of 16% in the last years. The paper, using a standard macroeconomic model, establishes the relationship between alternatives rates of transfer of resources, rate of domestic savings, and capital-output ratio with the target rate of growth of the Brazilian economy.

KEYWORDS: Capital flows; debt crisis; balance of payments.

JEL Classification: F32; F37; F38.

---

Na história econômica do Brasil e da maior parte dos países da América Latina, os anos 80 poderão ficar conhecidos como uma década perdida do ponto de vista do desenvolvimento econômico. Recessão prolongada, níveis elevados de desemprego, taxas sem precedentes de inflação, salários reais cadentes configuram,

---

\* Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro/RJ, Brasil. Texto baseado em informações disponíveis em princípio de outubro de 1986.

na verdade, um quadro de retrocesso econômico e social que prevalece na quase totalidade dos países da região. A deterioração do desempenho econômico desses países foi provocada, em grande medida, pela evolução adversa das condições internacionais, que se traduziu em violenta reversão dos fluxos reais de recursos externos. Em consequência, as economias latino-americanas foram transformadas prematuramente em exportadoras líquidas de recursos reais e compelidas a remeter ao exterior parte expressiva das suas exportações e do seu produto interno bruto.

Ao contrário da maioria dos países latino-americanos, o Brasil vem se mostrando, entretanto, capaz de produzir saldos comerciais suficientes para pagar os juros da dívida externa. Esta peculiaridade da situação brasileira tem dificultado a plena compreensão das implicações macroeconômicas do problema de transferência de recursos ao exterior e criado a falsa impressão de que a dívida externa já não representaria uma restrição central para a economia brasileira.

Uma economia no estágio de desenvolvimento em que se encontra a brasileira dificilmente poderia efetuar transferências maciças de recursos externos sem incorrer em custos expressivos. Desde 1983 a economia brasileira produz mais do que gasta em consumo e investimento, transferindo a diferença ao exterior para pagamento dos juros da dívida e demais rendimentos do capital estrangeiro. Nos últimos dois anos, esta remessa de recursos absorveu o equivalente a mais de 5% do PIB e a cerca de 40% das exportações de bens e serviços não-fatores.

Não deveria haver dúvida quanto ao fato de que uma transferência dessa magnitude representa restrição severa para um país subdesenvolvido como o Brasil. Isto por vários motivos. Primeiro, porque restringe a capacidade de importar de uma economia que precisa crescer a taxas elevadas e modernizar seu parque produtivo. Segundo, porque compromete a capacidade de abastecer o mercado interno, reduzindo a possibilidade de reconciliar crescimento econômico e controle da inflação. Terceiro, porque agrava a situação financeira do setor público, que detém aproximadamente 80% da dívida externa brasileira e se vê frequentemente obrigado a aumentar a dívida interna para financiar a aquisição do superávit comercial produzido pelo setor privado. Quarto, porque reduz a disponibilidade de recursos para investimento, diminuindo o potencial de crescimento da economia nos médio e longo prazos.

A transferência prematura de recursos ao exterior constitui, portanto, um processo multidimensional, que afeta simultaneamente as contas externas, a taxa de inflação, as finanças públicas e os agregados macroeconômicos. A finalidade básica deste trabalho, que não pretende abordar o problema da transferência em todas as suas dimensões, é contribuir para a análise dos seus efeitos sobre a capacidade de investimento do país. Procura-se mostrar que a crise da dívida externa, que constitui a principal causa da deterioração do desempenho da economia brasileira na primeira metade da década de 80, pode deixar marcas mais duradouras e resultar em apreciável redução da taxa de crescimento econômico nos médio e longo prazos.

## A TRANSFERÊNCIA DE RECURSOS AO EXTERIOR

A expressão “transferência de recursos ao exterior” é utilizada em pelo menos duas acepções. Do ponto de vista das contas externas, o conceito refere-se, antes de mais nada, à remessa de divisas associadas à diferença entre a renda líquida enviada ao exterior (sob a forma de juros, lucros, etc.) e a entrada líquida de capitais (“dinheiro novo”). Do ponto de vista macroeconômico, o conceito aplica-se à diferença entre o produto interno bruto e a absorção doméstica agregada, ou seja, à diferença entre as exportações e as importações de bens e serviços não-fatores. Pode-se denominar o primeiro conceito de transferência de recursos financeiros, e o segundo de transferência de recursos reais.

O primeiro conceito se diferencia do segundo pela variação das reservas internacionais. De fato, da identidade básica do balanço de pagamento obtém-se a seguinte expressão:

$$J - K = X - M - \Delta R \quad (1)$$

onde:

J = renda líquida enviada ao exterior sob a forma de pagamentos líquido de juros, lucros, dividendos e outros serviços fatores;

K = ingresso líquido de capitais estrangeiros sob a forma de empréstimos e investimentos diretos;

X = exportações de bens e serviços não-fatores;

M = importações de bens e serviços não-fatores;

R = reservas internacionais.

A transferência de recursos financeiros é, portanto, igual à diferença entre a transferência de recursos reais e a variação das reservas.<sup>1</sup> Quando ocorre acumulação de reservas, a transferência de recursos reais é superior à transferência de recursos financeiros; quando há perda de reservas, a transferência financeira supera a real.

A transferência de recursos reais corresponde, por sua vez, à diferença entre o PIB e a absorção interna:

$$X - M = Y - (C + F) \quad (2)$$

onde:

Y = produto interno bruto;

C = consumo (inclusive variação de estoques);

F = formação bruta de capital fixo.

Definindo-se poupança interna bruta, S, como a diferença entre PIB e consumo

---

<sup>1</sup> A título de simplificação, a expressão (1) despreza transferências unilaterais e flutuações nas reservas internacionais causadas por variações nas taxas cambiais e no preço do ouro ou por incorporação de produção doméstica de ouro às reservas.

agregado, obtém-se uma identidade que desdobra a poupança interna em dois componentes:

$$S = F + X - M \quad (3)$$

Na medida em que represente uma subtração à poupança interna, a transferência de recursos reais para o exterior coloca um limite à capacidade de financiar o investimento agregado. Uma economia forçada a transferir determinada percentagem do seu produto para o exterior não pode, por definição, aumentar a sua taxa de investimento (F/PIB) sem reduzir a sua taxa de consumo (C/PIB). Em certas condições pode, portanto, surgir um conflito entre os gastos internos em investimento e consumo (observados ou desejados) e o volume de recursos remetido para fora do país.<sup>2</sup>

### A reversão do fluxo de recursos externos na década de 80

Para o Brasil, como de resto para a maior parte da América Latina, a década de 70 caracterizou-se como período de acesso geralmente fácil ao mercado financeiro externo e de taxas de juros internacionais relativamente baixas em termos reais. A partir de 1980, entretanto, as condições financeiras internacionais transformaram-se radicalmente. As taxas de juros internacionais tornaram-se fortemente positivas e começaram a surgir sérias dificuldades na captação de créditos no mercado bancário internacional.

Essa retração na oferta de crédito externo culminou, no segundo semestre de 1982, em interrupção do influxo de empréstimo voluntário de médio e longo prazos e em acentuada diminuição das linhas de curto prazo. Criou-se assim para o Brasil (e para quase todos os países da América Latina) uma situação em que os pagamentos de juros passaram a exceder por larga margem o ingresso líquido de empréstimos estrangeiros. Considerada por alguns um fenômeno de caráter passageiro, esta transferência acabou se revelando tendência duradoura, que se reproduz ano após ano, em proporções significativas, sem apresentar perspectiva de reversão. Entre 1982 e 1985, a transferência de recursos financeiros para o exterior alcançou US\$ 24,7 bilhões, o que corresponde a nada menos que 25% das exportações de bens e serviços não-fatores realizadas pelo Brasil nesse período (Tabela 1).

A maciça transferência de recursos ao exterior resultou de uma conjunção de

---

<sup>2</sup> Como toda identidade contábil, a expressão (3) e as anteriores não permitem inferir relações de causalidade. Dado que variações na poupança interna podem refletir variações no investimento agregado ou no saldo de transações externas, seria evidentemente incorreto estabelecer, por exemplo, uma relação de causalidade de S e (X - M) para F, ou seja, supor que este último é determinado pela diferença entre a poupança interna e o saldo externo. No entanto, o nível de investimento depende *inter alia* da disponibilidade de fontes de financiamento (internas ou externas) e pode, portanto, ser prejudicado pela drenagem de recursos para o exterior. Quando a economia opera a plena capacidade, um aumento do investimento agregado conflita com o nível de consumo e/ou com o montante de recursos remetido ao exterior. Nessas condições, uma elevação do investimento tende a traduzir-se em aumento das taxas de juros e do nível geral dos preços internos e/ou em redução do saldo externo.

fatores. Além do elevado custo real médio da dívida externa e do fechamento do mercado bancário internacional desde 1982, a economia brasileira defrontou-se nos últimos anos com a relativa inelasticidade da oferta de empréstimos de fontes não bancárias (multilaterais, governamentais, fornecedores etc.), com disponibilidades limitadas de “dinheiro novo” involuntário dos bancos comerciais estrangeiros em 1983-1984 e com a interrupção destes fluxos involuntários em 1985-1986. Ocorreu também redução dos investimentos diretos e aumento da remessa de lucros e dividendos. Descontadas as conversões de empréstimos em investimentos, que não representam ingresso efetivo de divisas, a entrada de investimento direto foi de apenas US\$ 758 milhões em 1983-1985, contra remessas de lucros de US\$ 2 613 milhões no mesmo período (Tabela 2). Em suma, nos termos da equação (1), verificou-se simultaneamente uma forte elevação de  $J$  e uma forte redução de  $K$ .

Em 1982 e 1983, a transferência de recursos financeiros refletiu-se em perdas substanciais de reservas. Esta reação inicial, necessariamente transitória, logo teve que ser substituída por políticas voltadas para a geração de substanciais superávits na balança comercial. Em 1981 e 1982, superávits comerciais ainda relativamente modestos mostravam-se insuficientes para cobrir o déficit na conta de serviços não fatores, o que resultava em absorção líquida de recursos reais, medida a preços correntes, equivalente a aproximadamente 0,5% do PIB. De 1983 em diante, com a rápida ampliação do superávit comercial, a economia brasileira passou a exportar recursos reais em proporção significativa. Nos últimos dois anos, essa transferência ficou entre US\$ 11 bilhões de US\$ 12 bilhões por ano, representando cerca de 40% das exportações e mais do que 5% do PIB (Tabela 3). Essa violenta reversão nas contas comerciais, combinada com um aumento no ingresso líquido de empréstimos em 1984, permitiu não apenas aumentar a transferência de recursos reais para o exterior, como também financiar a recuperação do nível das reservas internacionais do país.

Mas para avaliar a dimensão do processo de transferência de recursos iniciado nos últimos anos, convém examinar um período mais longo. Na década de 1970, a absorção de recursos reais do exterior, medida a preços correntes, correspondia a pouco mais de 2% do PIB e não chegava a representar 10% da formação bruta de capital fixo. A relação transferência/PIB observada em 1984 e 1985 corresponde, portanto, a nada menos que duas vezes e meia o valor médio da absorção de recursos externos ocorrida durante o período de endividamento acelerado dos anos 70. Somente, em dois anos da década – 1974 e 1975 – o Brasil absorveu um montante de recursos externos comparável à transferência observada em 1984-1985 (Tabela 4).

A carga efetiva representada pela reversão do fluxo de recursos externos foi ainda agravada por uma substancial deterioração nas relações de troca (Tabelas 5 e 6). Medida a preços constantes, a transferência de recursos reais ao exterior iniciou-se em 1980 e cresce de forma praticamente contínua até alcançar 7% do PIB em 1984 (Tabela 7).

TABELA 1

**TRANSFERÊNCIA DE RECURSOS FINANCEIROS AO EXTERIOR, 1982-1986  
(EM US\$ MILHÕES)**

Discriminação	1982	1983	1984	1985 <sup>1</sup>	1986 <sup>2</sup>
1) Juros (líq.)	11.353	9.555	10.203	9.589	9.000
2) Lucros e dividendos <sup>3</sup> (líq.)	585	758	796	1.059	1.100
3) Outros serviços-fatores (líq.)	939	839	496	627	500
4) Ingresso líquido de capital estrangeiro <sup>4</sup>	10.213	3.778	8.811	-732	-1.226
5) Transferência de recursos financeiros (5 = 1 + 2 + 3 - 4)	2.664	7.374	2.684	12.007	11.826
6) Exportações de bens e serviços não-fatores	21.432	23.197	28.529	27.346	26.760
7) Transferência / exportações (7 = 5 ÷ 6) (em %)	12,4	31,8	9,4	43,9	44,2

Fonte: Banco Central do Brasil.

<sup>1</sup> Dados preliminares.

<sup>2</sup> Projetado com base em dados divulgados pelo Banco Central.

<sup>3</sup> Exclui lucros reinvestidos.

<sup>4</sup> Inclui capitais autônomos, erros e omissões e capitais compensatórios. Exclui reinvestimentos.

TABELA 2

**INVESTIMENTOS DIRETOS E REMESSAS DE LUCROS E DIVIDENDOS, 1983-1986  
(EM US\$ MILHÕES)**

Discriminação	1983	1984	1985 <sup>1</sup>	1986 <sup>2</sup>
1) Investimento direto <sup>3</sup> (líq.)	664	1.077	710	70
2) Conversão de empréstimos em investimentos	425	731	537	400
3) Investimento direto novo (3 = 1 - 2)	239	346	173	-330
4) Remessa de lucros e dividendos <sup>4</sup> (líq.)	758	796	1.059	1.100
5) Entrada líquida de divisas (5 = 3 - 4)	-519	-450	-886	-1.430

Fonte: Banco Central do Brasil.

<sup>1</sup> Dados preliminares.

<sup>2</sup> Projetado com base em dados divulgados pelo Banco Central do Brasil.

<sup>3</sup> Exclui reinvestimentos.

<sup>4</sup> Exclui lucros reinvestidos.

TABELA 3

TRANSFERÊNCIA DE RECURSOS REAIS AO EXTERIOR, 1980-1986  
(EM US\$ MILHÕES)

Discriminação	1980	1981	1982	1983	1984	1985 <sup>1</sup>	1986 <sup>2</sup>
1) Exportações de bens	20.132	23.293	20.175	21.899	27.005	25.639	25.200
2) Exportações de serviços não-fatores	1.185	1.582	1.257	1.298	1.524	1.707	1.560
3) Exportações — total (1 + 2)	21.317	24.875	21.432	23.197	28.529	27.346	26.760
4) Importações de bens	22.955	22.091	19.395	15.429	13.916	13.168	12.900
5) Importações de serviços não-fatores	3.651	3.785	3.905	2.866	2.771	2.783	2.760
6) Importações — total (4 + 5)	26.606	25.876	23.300	18.295	16.687	15.951	15.660
7) Transferência de recursos reais (3 — 6)	-5.289	-1.001	-1.868	4.902	11.842	11.395	11.100
8) Transferência sobre exportações (7 + 3) (em %)	-24,8	-4,0	-8,7	21,1	41,5	41,7	41,5
9) Produto Interno Bruto <sup>3</sup>	250.239	275.949	283.144	208.306	211.060	220.197	259.400
10) Transferência sobre Produto Interno Bruto (7 + 9) (em %)	-2,1	-0,4	-0,6	2,3	5,6	5,2	4,3

Fontes: Banco Central do Brasil e Fundação Getúlio Vargas.

<sup>1</sup> Dados preliminares.

<sup>2</sup> Projeção.

<sup>3</sup> Valores em cruzeiros convertidos à taxa média anual de compra do Banco Central do Brasil.

TABELA 4

FORMAÇÃO BRUTA DE CAPITAL FIXO, POUPANÇA DOMÉSTICA BRUTA, EXPORTAÇÕES E IMPORTAÇÕES, 1970-1986  
(AGREGADOS A PREÇOS CORRENTES)

Período	Formação bruta de capital fixo (% do PIB) (1)	Poupança doméstica bruta <sup>1</sup> (% do PIB) (2)	Exportações <sup>2</sup> (% do PIB) (3)	Importações <sup>2</sup> (% do PIB) (4)	(5) = (3)-(4) (% do PIB)	(6) = (5)/(2) (em %)
1970	23,8	23,4	7,0	7,4	-0,4	- 1,7
1971	24,7	23,0	6,4	8,1	-1,7	- 7,4
1972	25,2	23,6	7,3	8,9	-1,6	- 6,8
1973	25,8	24,5	8,3	9,5	-1,2	- 4,9
1974	27,9	22,0	8,1	14,0	-5,9	-26,8
1975	29,6	25,6	7,4	11,4	-4,0	-15,6
1976	26,7	24,3	7,1	9,5	-2,4	- 9,9
1977	25,2	24,5	7,3	7,9	-0,6	- 2,4
1978	24,4	23,3	6,4	7,6	-1,2	- 5,2
1979	22,3	20,4	6,8	8,8	-2,0	- 9,8
1980	21,8	19,6	8,5	10,6	-2,1	-10,7
1981	21,2	20,9	9,0	9,4	-0,4	- 1,9
1982	21,2	20,6	7,6	8,2	-0,6	- 2,9
1983	17,0	19,3	11,1	8,8	2,3	11,9
1984p <sup>3</sup>	16,4	22,0	13,5	7,9	5,6	25,5
1985p <sup>3</sup>	16,3	21,5	12,4	7,2	5,2	24,2
1986 <sup>4</sup>	16,8	21,1	10,3	6,0	4,3	20,4
1970-79 <sup>5</sup>	25,6	23,5	7,2	9,3	-2,1	- 9,1
1980-83 <sup>5</sup>	20,3	20,1	9,1	9,3	-0,2	- 0,9
1984-86 <sup>5</sup>	16,5	21,5	12,1	7,0	5,0	23,4

Fontes: 1970-1984: Fundação Getúlio Vargas; 1985-1986: Banco Central do Brasil.

1 Produto Interno Bruto menos consumo e variação de estoques.

2 Mercadorias e serviços, exclusive fatores de produção.

3 Dados preliminares.

4 Projeção.

5 Média.



TABELA 5

ÍNDICES DE PREÇOS DE EXPORTAÇÃO, IMPORTAÇÃO E RELAÇÕES DE TROCA  
(1977 = 100)

Período	Preços de exportação	Preços de importação	Relações de troca
1972	41	47	87
1973	56	59	95
1974	71	91	78
1975	71	94	76
1976	82	96	85
1977	100	100	100
1978	92	107	86
1979	101	128	79
1980	107	164	65
1981	101	182	55
1982	95	176	54
1983	89	167	53
1984	91	158	58
1985*	84	153	55

Fonte: Fundação Getúlio Vargas.

\* Jan./nov.

### Impacto da transferência de recursos ao exterior

O caráter paradoxal dessa reversão no fluxo de recursos externos para economias subdesenvolvidas como a brasileira foi imediatamente reconhecido por diversos observadores, no Brasil e no exterior.<sup>3</sup> Um país no estágio de desenvolvimento em que se encontra o Brasil não poderia escapar ileso de uma reversão dessa magnitude no fluxo de recursos externos. De fato, para produzir superávits absolutamente sem precedentes na balança comercial, o Brasil pagou um preço extremamente elevado, sob a forma de recessão, fortes pressões adicionais sobre a taxa de inflação, aumento do desemprego, redução dos salários e retração dos investimentos.

Mais recentemente, entretanto, a compreensão do problema da transferência vem sendo prejudicada pela constatação correta, porém superficial, de que a economia brasileira se mostra capaz de reconciliar crescimento acelerado com saldos comerciais equivalentes ou até mesmo superiores aos pagamentos líquidos de juros devidos ao exterior. Esta capacidade de gerar saldos comerciais indica, sem dúvida, que a dimensão cambial do problema da transferência vem sendo equacionada.

<sup>3</sup> Ver, por exemplo, Paulo H. Pereira Lira, "A Crise Internacional da Dívida Externa – Um Tratamento Orientado para o Crescimento", mimeo, artigo preparado para a Conferência sobre a Crise Internacional da Dívida Externa, realizada em Londres, sob o patrocínio do Centro de Bancos e Finança Internacional, The City University, no dia 5.10.83; e A. W. Clausen, "Priority Issues for 1984", mimeo, "remark" before the Davos Symposium", Davos, Suíça, 26.1.1984.

Ainda que se possa questionar a durabilidade dos resultados comerciais e alertar para a vulnerabilidade das contas externas brasileiras a uma situação internacional marcada por profunda instabilidade e incerteza, a velocidade com que a economia brasileira se ajustou à escassez de financiamento externo constitui clara demonstração da sua capacidade de reagir a condições adversas.

Mas a atenção exclusiva à dimensão cambial do problema da transferência de recursos conduz necessariamente a uma visão inadequada da situação econômica brasileira. Um país como o Brasil, de nível baixo de renda e ainda abalado por vários anos consecutivos de graves dificuldades econômico-sociais, não transfere continuamente 4 ou 5% do PIB para o exterior sem restringir de maneira significativa as suas possibilidades de garantir uma retomada sustentada do crescimento e do emprego, a elevação dos níveis de investimento, o controle da inflação e a recuperação dos salários reais.

Interessa enfatizar a nem sempre reconhecida vinculação entre a transferência de recursos para o exterior e o desequilíbrio das contas do setor público. Na verdade, é rigorosamente impossível entender a natureza do desequilíbrio financeiro do governo sem levar em conta o dramático processo de ajustamento externo em curso desde o início da década.

**TABELA 6**  
**PRODUTO INTERNO BRUTO, INFLUÊNCIA DAS RELAÇÕES DE**  
**TROCA E RENDA INTERNA BRUTA, 1970-1984**  
**(AGREGADOS E PREÇOS DE 1970)**

(em Cr\$ milhões)

Período	PIB a preços de mercado (1)	Influência das relações de troca (2)	Renda interna bruta (3) = (1) + (2)	(4) = (2)/(1) (em %)
1970	196.110,4	—	196.110,4	—
1971	219.702,5	-1.039,2	218.663,3	-0,5
1972	244.098,6	-318,5	243.780,1	-0,1
1973	277.221,7	1.617,3	278.839,0	0,6
1974	304.147,6	-2.445,9	301.701,7	-0,8
1975	320.620,9	-3.378,0	317.242,9	-1,1
1976	351.802,4	-924,1	350.878,3	-0,3
1977	372.001,8	2.947,1	374.948,9	0,8
1978	390.632,3	-774,7	389.857,6	-0,2
1979	415.597,2	-3.177,3	412.419,9	-0,8
1980	445.523,6	-9.294,0	436.229,6	-2,1
1981	438.581,3	-16.088,0	422.493,3	-3,7
1982	442.660,4	-15.307,3	427.353,1	-3,5
1983	428.658,1	-17.545,0	411.113,1	-4,1
1984 <sup>1</sup>	447.955,4	-18.945,1	429.010,3	-4,2

Fonte: Fundação Getúlio Vargas.

<sup>1</sup> Dados preliminares

TABELA 7

FORMAÇÃO BRUTA DE CAPITAL FIXO, POUPANÇA DOMÉSTICA BRUTA, EXPORTAÇÕES E IMPORTAÇÕES, 1970-1984  
(AGREGADOS A PREÇOS DE 1970)

Período	Formação bruta de capital fixo (% do PIB) (1)	Poupança doméstica bruta <sup>1</sup> (% do PIB) (2)	Exportações <sup>2</sup> (% do PIB) (3)	Importações <sup>2</sup> (% do PIB) (4)	(5) = (3)-(4) (% do PIB)	(6) = (5)/(2) (em %)
1970	23,8	23,4	7,0	7,4	-0,4	- 1,7
1971	24,7	23,1	6,6	8,2	-1,6	- 6,9
1972	24,9	23,3	7,3	8,9	-1,6	- 6,9
1973	25,8	23,8	7,4	9,4	-2,0	- 8,4
1974	27,3	23,2	6,9	11,0	-4,1	-17,7
1975	29,2	26,5	7,3	10,0	-2,7	-10,2
1976	29,0	26,6	6,6	9,0	-2,4	- 9,0
1977	26,9	25,3	6,2	7,8	-1,6	- 6,3
1978	27,0	25,9	6,7	7,8	-1,1	- 4,2
1979	26,4	25,4	6,9	7,9	-1,0	- 3,9
1980	26,3	26,7	7,9	7,5	0,4	1,5
1981	23,5	26,6	9,7	6,6	3,1	11,7
1982	22,3	24,9	8,8	6,2	2,6	10,4
1983	19,0	24,0	10,3	5,3	5,0	20,8
1984 <sup>3</sup>	18,8	26,0	12,1	4,9	7,2	27,7
1970-79 <sup>4</sup>	26,5	24,7	6,9	8,7	-1,9	- 7,5
1980-84 <sup>4</sup>	22,0	25,6	9,8	6,1	3,7	14,4

Fonte: Fundação Getúlio Vargas.

<sup>1</sup> Produto Interno Bruto menos consumo e variação de estoques.

<sup>2</sup> Mercadorias e serviços, exclusive fatores de produção.

<sup>3</sup> Dados preliminares.

<sup>4</sup> Média.

No início dos anos 80, as medidas adotadas com o intuito de gerar superávits comerciais crescentes levaram, como se sabe, a uma combinação perversa de recessão e aceleração inflacionária, que resultou em significativa redução das receitas do setor público em termos reais. Ao mesmo tempo, as despesas financeiras do governo passaram a crescer a uma taxa elevada, por força de níveis crescentes de endividamento governamental, mas também como resultado direto da desvalorização real da taxa de câmbio e da acentuada elevação das taxas de juros externa e interna.

A combinação desse conjunto de fatores desfavoráveis, todos eles relacionados, direta ou indiretamente, à evolução das contas externas, teria que conduzir a uma intensificação dos problemas financeiros do setor público. Observe-se que isso ocorreu em um período de contenção do nível de gastos e em especial dos investimentos realizados pelo governo e por suas empresas. Diante da redução da carga tributária e da pressão crescente dos encargos financeiros, o governo foi levado a reverter a tendência de crescimento dos seus gastos e a promover, a partir de 1982, uma redução acentuada das despesas relacionadas à formação de capital.<sup>4</sup>

Com a ruptura do mercado bancário internacional, que literalmente desapareceu para o Brasil e dezenas de outros países do chamado Terceiro Mundo desde fins de 1982, o desequilíbrio financeiro do setor público agravou-se ainda mais. Em resposta à drástica redução da oferta de financiamento externo, o governo brasileiro transformou em prioridade absoluta o objetivo de gerar superávits comerciais sem precedentes na história econômica brasileira, acelerando o esforço iniciado em 1980-1981. Um dos resultados foi o imediato aprofundamento dos problemas financeiros do governo. Como o setor público responde pela maior parte da dívida externa e como o setor privado passou a responsabilizar-se pela produção das divisas necessárias ao pagamento dos juros devidos pelo setor público, o aumento do superávit comercial traduziu-se em forte pressão sobre as contas do Banco Central. A preocupação em manter algum controle sobre os agregados monetários e a impossibilidade prática de gerar superávits orçamentários comparáveis ao montante de recursos transferidos para o exterior levaram o governo a promover expansão acentuada do seu endividamento interno. Em consequência, produziu-se substancial elevação das taxas de juros, o que reforçou a pressão inflacionária, aumentou o déficit público e deprimiu o investimento privado.

Um dos aspectos mais graves da situação da economia brasileira na década de 80 é justamente o declínio da taxa global de investimento. Na década passada, a formação bruta de capital fixo, medida a preços correntes, foi de 26% do PIB em média (Tabela 4). A julgar pelas informações disponíveis, a taxa bruta de investimento situou-se nos últimos anos em cerca de 16%. Não é possível entender por

---

<sup>4</sup> Entre 1980 e 1984, os gastos totais da União e das empresas estatais sofreram redução real de 3,4%; os gastos exclusive encargos financeiros diminuíram 10,9% em termos reais. No mesmo período, as despesas de investimento das empresas estatais acusaram queda real de 34,2%. *1 Plano Nacional de Desenvolvimento da Nova República, 1986-1989*, pp, 28-29.

que essa queda ocorreu, sem levar em conta a pressão que a maciça transferência de recursos para o exterior exerce sobre a capacidade de investimento do país. A redução do investimento público e privado nos últimos anos está, na verdade, intimamente associada aos problemas internos engendrados pela brutal reversão nos fluxos de recursos externos. De fato, o agravamento das dificuldades financeiras do setor público, que resultou em grande medida da evolução das contas externas, conduziu à decisão de cortar, suprimir ou retardar uma série de programas de investimentos governamentais. A redução do investimento público, a recessão, a aceleração inflacionária e o aumento das taxas de juros conduziram ao declínio do investimento privado.

## FORMAÇÃO DE CAPITAL E TRANSFERÊNCIA DE RECURSOS

Em 1985-1986, a economia brasileira iniciou um processo de recuperação baseado essencialmente na utilização da capacidade ociosa acumulada durante os anos de recessão e crescimento lento. Mas a sustentação de taxas de crescimento da magnitude das que vêm sendo observadas desde 1985 pressupõe significativa elevação do investimento agregado. De fato, as estimativas mais plausíveis indicam que o atual nível de investimento não seria capaz de garantir taxas de crescimento adequadas no longo prazo. A prevalecer esse nível de investimento, a economia brasileira estará provavelmente aceitando reduzir a sua taxa de expansão de longo prazo para níveis incompatíveis com as aspirações nacionais de desenvolvimento econômico social.

A notória insuficiência das Contas Nacionais brasileiras, que dificulta a obtenção de conclusões firmes sobre fatos já ocorridos, constitui base certamente precária para afirmativas sobre o futuro. Não obstante, as informações disponíveis são suficientes para indicar que a sustentação de taxas adequadas de investimento e crescimento não se coaduna com transferências de recursos ao exterior nos montantes observados no passado recente. Em outras palavras, não parece provável que a economia brasileira consiga financiar, simultaneamente, uma transferência de 4 ou 5% do PIB e o investimento requerido para viabilizar taxas anuais de crescimento de 7 a 8% do PIB nos médio e longo prazos. Taxas de crescimento inferiores a estas não permitiriam recuperar o terreno perdido durante a primeira metade da década de 80, reduzir o desemprego e o subemprego estruturais, agravados pela recessão de 1981-1984, e garantir uma elevação expressiva do ainda reduzido nível de renda per capita do país.

Para se ter uma ideia mais precisa do que está por trás deste tipo de afirmativa, torna-se necessário examinar os dados brasileiros à luz de algumas relações macroeconômicas básicas. Como se sabe, a taxa de crescimento do produto interno bruto,  $y$ , pode ser desdobrada em dois componentes:

$$y = \frac{1}{r} \cdot f \quad (4)$$

onde:

$r$  = razão incremental capital-produto;  
 $f$  = taxa de investimento (formação bruta de capital fixo/PIB).

Reordenando os termos da equação (4), pode-se escrever:

$$f^* = r \cdot y^* \quad (5)$$

onde:

$y^*$  = meta mínima de crescimento do PIB ou taxa de crescimento desejada;

$f^*$  = taxa de investimento requerida para sustentar  $y^*$ .

Em outros termos, dada a razão capital-produto, que reflete a intensidade de capital dos investimentos, o seu prazo de maturação, o grau de utilização da capacidade instalada etc., a taxa de investimento requerida depende, por definição, da taxa de crescimento desejada.

Da definição de poupança interna bruta e da identidade que relaciona o produto ao dispêndio doméstico agregado e às exportações líquidas, obtém-se:

$$f = s - t \quad (6)$$

onde:

$s$  = taxa bruta de poupança interna (poupança interna bruta/PIB);  
 $t$  = transferência real de recursos como proporção do produto (exportações líquidas de bens e serviços não-fatores/PIB).

Combinando as equações anteriores pode-se então estabelecer a seguinte expressão básica, que relaciona a transferência máxima de recursos ao exterior,  $t^*$ , à poupança interna e à taxa de investimento requerida para sustentar a taxa mínima de crescimento:

$$t^* = s - (r \cdot y^*) \quad (7)$$

A relação transferência/PIB depende, portanto, de três fatores:

- a) da taxa de crescimento;
- b) da taxa de poupança interna;
- c) da razão incremental capital-produto.

A expressão (7) pode ajudar a compreender alguns dos problemas centrais da situação atual. Como a transferência está na razão direta da poupança interna, a possibilidade de continuar o processo em curso nos últimos anos será tanto maior quanto maiores forem a redução do déficit corrente do setor público e o esforço de poupança do setor privado; o que permite entender, por exemplo, a insistência do Fundo Monetário e dos credores em geral na adoção de políticas de contenção salarial e/ou de restrição fiscal e monetária. Na realidade, o FMI pode ser visto como uma instituição cuja função primordial, no atual quadro internacional, é garantir a implementação de programas de ajustamento compatíveis com a continuidade do processo de transferência de recursos dos países devedores para o sistema bancário dos países industrializados.

Por outro lado, a transferência máxima está na razão inversa da taxa de crescimento econômico e da razão incremental capital-produto. Como esta última depende inter alia do grau de utilização da capacidade instalada, a possibilidade de reconciliar crescimento e transferência de recursos é tanto maior quanto maior for a capacidade ociosa na economia, fato que se evidencia com especial clareza no desempenho recente da economia brasileira. A médio e longo prazos, entretanto, o crescimento depende da ampliação da capacidade de produção, e a contradição entre crescimento e transferência será tanto mais aguda quanto maiores forem a taxa de crescimento desejada, a intensidade de capital e o prazo de maturação dos investimentos efetuados.

Afirma-se, com razão, que a segunda metade da década de 70 não deve ser tomada como referência para estimar as necessidades agregadas de investimento no futuro. De fato, no conjunto de projetos realizados em 1974-1980, sob a égide do II PND, predominavam investimentos pesados, intensivos em capital e de longa maturação. Nesse período, a razão incremental capital-produto, definida como a relação entre a taxa bruta de investimento e a taxa de crescimento real do PIB, alcançou 3,8 em média. Mas mesmo que se admita diminuição expressiva da relação capital-produto em comparação com a experiência de 1974-1980 e também alguma recomposição da taxa de poupança interna, a manutenção de taxas anuais de crescimento de 7 a 8% exige provavelmente redução significativa da transferência de recursos ao exterior.

Tomando como ponto de partida uma taxa de crescimento de longo prazo de 7,5% ao ano, a matriz da Tabela 8 apresenta diversas combinações de  $s$  e  $r$  e os valores correspondentes para  $f^*$  e  $t^*$ . O que se verifica, em primeiro lugar, é a extrema sensibilidade do resultado a alterações nas variáveis independentes. De qualquer modo, para valores plausíveis de  $s$  e  $r$ , a transferência de recursos admissíveis é inferior aos níveis observados no passado recente. Ainda que se considere factível aumentar a taxa de poupança interna para 25% e reduzir a razão capital-produto para 3, a transferência de recursos ao exterior teria que diminuir para 2,5% do PIB.

A suposição de que seria possível financiar todo o investimento adicional requerido com poupança interna não parece realista, pois implica supor taxas marginais de poupança extraordinariamente elevadas ao longo dos próximos anos. Para elevar a taxa de investimento dos 16% observados no passado recente a uma média de 20% nos próximos quatro anos e, ao mesmo tempo, manter a transferência em 4,5% do PIB, a taxa marginal de poupança teria que ficar entre 40% e 45% (Tabela 9), ou seja, muito acima do que pode ser considerado factível ou desejável no caso de um país com os indicadores econômicos e sociais que apresenta o Brasil.

Isto não significa que a taxa interna de poupança não possa e não deva ser aumentada. Como se sabe, o próprio crescimento econômico tende a elevar a capacidade interna de poupar. Ademais, a poupança interna sofreu alguma redução em comparação com os níveis que prevaleceram na década de 70 (Tabela 4). No entanto, quem pode desconhecer os sérios obstáculos políticos e econômicos à compressão da taxa de consumo num país ainda pobre, que acaba de emergir de vários anos seguidos de recessão ou crescimento lento e que se encontra, além disso, em meio a um processo extremamente delicado de transição política e de consolidação do regime democrático?

TABELA 8

**POUPANÇA INTERNA BRUTA, RAZÃO CAPITAL-PRODUTO,  
INVESTIMENTO AGREGADO E TRANSFERÊNCIA DE RECURSOS AO EXTERIOR  
HIPÓTESE BÁSICA: CRESCIMENTO DE 7,5% NO LONGO PRAZO**

$s$ \ $r$	3,40	3,25	3,15	3,00
22,0	f* = 25,50 t* = -3,50	f* = 24,38 t* = -2,38	f* = 23,63 t* = -1,63	f* = 22,50 t* = -0,50
23,0	f* = 25,50 t* = -2,50	f* = 24,38 t* = -1,38	f* = 23,63 t* = -0,63	f* = 22,50 t* = 0,50
24,0	f* = 25,50 t* = -1,50	f* = 24,38 t* = -0,38	f* = 23,63 t* = 0,38	f* = 22,50 t* = 1,50
25,0	f* = 25,50 t* = -0,50	f* = 24,38 t* = 0,63	f* = 23,63 t* = 1,38	f* = 22,50 t* = 2,50

onde: r = razão incremental capital-produto;

s = poupança interna bruta/PIB;

f\* = taxa de investimento requerida para sustentar a taxa de crescimento de 7,5% a.a.; e

t\* = transferência de recursos ao exterior/PIB.

TABELA 9

**INVESTIMENTO AGREGADO, TRANSFERÊNCIA DE RECURSOS AO EXTERIOR  
E TAXA MARGINAL DE POUPANÇA, 1986-1990  
(EM CZ\$ BILHÕES DE 1986)**

Discriminação	1986	1987	1988	1989	1990
— Produto Interno Bruto	3.488,5	3.750,1	4.031,4	4.333,8	4.658,8
— Formação bruta de capital fixo/PIB (em %)	16,8	18,1	19,4	20,7	22,0
— Formação bruta de capital fixo	585,5	678,8	782,1	897,1	1.024,9
— Transferência/PIB (em %)	4,3	4,5	4,5	4,5	4,5
— Transferência de recurso reais	150,0	168,8	181,4	195,0	209,6
— Poupança doméstica bruta	735,5	847,6	963,5	1.092,1	1.234,5
— Taxa marginal de poupança (em %)	—	42,9	41,2	42,5	43,8

Fontes: 1986: Projeção do Banco Central do Brasil; 1987-1990: Projeção baseada nas seguintes hipóteses: 1) crescimento real do PIB de 7,5% a.a.; 2) taxa de investimento crescente (média de 20%); 3) transferência de recursos reais constante em 4,5% do PIB.



Não convém tampouco desconsiderar que, entre os compromissos assumidos pelo novo governo, se destaca o de reduzir o elevado grau de concentração da renda e da riqueza no país. Ora, redistribuir renda significa transferi-la para camadas sociais de menor poder aquisitivo e com maior propensão marginal a consumir. A indispensável redistribuição da renda coloca, portanto, mais uma restrição à elevação da taxa de poupança interna e reforça o argumento de que a sustentação de taxas elevadas de crescimento exige a redução das transferências ao exterior.

### **A redução da transferência de recursos ao exterior**

Como já foi indicado, a drenagem de recursos para o exterior resulta do fato de que a economia brasileira remete anualmente somas expressivas de recursos, a título de pagamento de juros e outros rendimentos do capital estrangeiro, sem que exista em contrapartida ingresso de “dinheiro novo”, seja sob a forma de empréstimos, seja sob a forma de investimentos. A solução desse problema, que atinge não apenas o Brasil, mas a maior parte da América Latina e diversos países devedores de outras regiões do Terceiro Mundo, passa necessariamente pela iniciativa dos países devedores afetados. Não cabe alimentar ilusões quanto às possibilidades de resolvê-lo com apelos à generosidade ou compreensão dos credores. Tampouco nutrir esperanças de que a solução possa advir de uma rápida correção dos desequilíbrios econômicos internacionais ou do estabelecimento de uma “nova ordem econômica mundial”.

Uma solução cooperativa do problema da transferência deveria envolver, no plano financeiro, redução das taxas de juros reais, aumento dos recursos fornecidos por organismos multilaterais e agências governamentais dos países desenvolvidos e/ou retomada do fluxo de recursos voluntários fornecidos pelo setor privado dos países desenvolvidos na forma de empréstimos ou investimentos diretos. No plano comercial, a solução cooperativa deveria incluir expansão do comércio mundial, redução das práticas protecionistas e recuperação dos termos de troca dos países devedores.

Pouco ou nada disso vem ocorrendo nos últimos anos. As taxas de juros reais no mercado internacional estão desde o início da década em nível excepcionalmente elevado, por qualquer padrão de referência histórica. O montante de recursos transferidos pelo Banco Mundial e demais instituições multilaterais continua bastante limitado, apesar de toda a retórica em contrário; as dificuldades orçamentárias nos países desenvolvidos limitam a ajuda ao desenvolvimento e mesmo a concessão de créditos à exportação. Os investimentos diretos cobrem parcela pequena dos lucros remetidos para o exterior; os bancos comerciais demonstram forte relutância em reiniciar o fluxo de recursos voluntários. Ao mesmo tempo, intensificam-se práticas protecionistas, o comércio mundial cresce a taxas relativamente baixas e os termos de troca continuam deprimidos.

Nesse contexto, não será possível resolver o problema da transferência sem uma alteração profunda no processo de renegociação da dívida externa. A redução

da transferência de recursos poderia, em princípio, resultar de uma combinação das seguintes três alternativas básicas:

- 1) aumento da contribuição cambial líquida do capital de risco;
- 2) aumento da dívida externa líquida;
- 3) redução das taxas médias de juros incidentes sobre a dívida.

Embora não deva ser inteiramente descartada, a primeira alternativa não parece oferecer perspectiva de aportes significativos de recursos a curto nem mesmo a médio prazos. Como se viu acima, a contribuição líquida do capital de risco foi, inclusive, fortemente negativa nos últimos anos (Tabela 2). Aparentemente mais promissoras, as segunda e terceira alternativas apresentam, entretanto, implicações intertemporais distintas. A segunda dependeria evidentemente da absorção de “dinheiro novo” e tenderia, portanto, a refletir-se em maiores pagamentos de juros em períodos subsequentes. A terceira permitiria reduzir a transferência sem gerar compromissos para o futuro.

Para alcançar a redução das taxas médias de juros cabe, antes de mais nada, cortar substancialmente os spreads cobrados pelos bancos comerciais estrangeiros. O Brasil vem pagando, desde o início da década, spreads extraordinariamente elevados, por qualquer padrão de referência. A cada redução de 0,5% no spread médio incidente sobre o estoque da dívida de médio e longo prazos com bancos estrangeiros corresponderia uma diminuição de aproximadamente US\$ 300 milhões na conta de juros devida pelo país. Admitindo-se que a margem bruta sobre a LIBOR esteja atualmente em torno de 2¼%, a eliminação do spread e a substituição da prime rate pela LIBOR, para o total da dívida brasileira com bancos comerciais estrangeiros, representaria, por exemplo, uma economia da ordem de US\$ 1,4 bilhão por ano.

No entanto, dependendo do comportamento das taxas básicas de juros no mercado financeiro internacional, a renegociação dos spreads pode não ser capaz de produzir diminuição suficiente do volume de recursos transferidos ao exterior. Como quase 80% da dívida externa brasileira de médio e longo prazos correspondem a obrigações contratadas a taxas de juros flutuantes, um aumento de 1% das taxas básicas de juros resulta, ao longo de doze meses, em acréscimo de cerca de US\$ 700 milhões na conta líquida de juros. Bastaria, portanto, uma elevação de 2 pontos percentuais na LIBOR para anular por completo os ganhos derivados da eliminação do spread e substituição da prime rate pela LIBOR.

Desse modo, é bem possível que uma renegociação efetiva da dívida externa brasileira tenha que ir além da redução do spread. Nas condições atuais, isto significa obter “dinheiro novo” ou refinar uma parte dos juros. Por razões que não cabe discutir aqui, é pouco provável que o Brasil possa contar com um volume significativo de créditos novos obtidos em bases voluntárias no mercado bancário internacional a curto e a médio prazos. Qualquer aporte de “dinheiro novo” terá de vir basicamente de fontes multilaterais e governamentais, com a participação voluntária dos bancos privados, limitada, na melhor das hipóteses, a operações de

cofinanciamento com suporte do Banco Mundial ou a linhas adicionais para financiamento do comércio no curto prazo.

De qualquer forma, a estratégia de renegociação da dívida e de captação de recursos externos teria que estar subordinada à preocupação de manter sob controle o nível de endividamento externo. Parece particularmente importante diminuir a excessiva vulnerabilidade da economia brasileira a flutuações nas taxas de juros internacionais. Pode-se cogitar, por exemplo, de transformar uma parte da dívida externa flutuante em obrigações com taxas de juros fixas (em termos nominais ou reais) ou de favorecer a conversão de empréstimos em capital de risco. Outra possibilidade seria definir um limite para a taxa de juros, estabelecendo-se a incorporação automática ao principal de eventuais diferenças entre as taxas de mercado e esse limite.

Qualquer que seja a fórmula adotada, o objetivo a ter em mente é o de evitar que a transferência de recursos ao exterior reduza o potencial de crescimento da economia brasileira. Nas condições atuais, a concretização desse objetivo requer uma renegociação abrangente da dívida externa, que tenha como resultado básico o estabelecimento de um esquema de pagamento compatível com as necessidades de desenvolvimento do país.

