

COPPEAD/UFRJ

RELATÓRIO COPPEAD N 214

A FORMAÇÃO DE INVESTIMENTOS E
A CRISE: OS GRANDES PROBLEMAS *

Claudio Contador **

Agosto de 1988

* Um trabalho preparado para o seminário internacional "A Nova Era na Economia Mundial". São Paulo, 31 de Agosto, 1 e 2 de Setembro de 1988.

** Professor/Pesquisador COPPEAD/UFRJ.

1 - O QUADRO GERAL DA CRISE

Uma das facetas mais perversas e menos compreendidas da crise dos anos 80 no Brasil - em boa companhia dos demais países latino-americanos endividados - é o custo imposto ao futuro destas economias. O aparente sucesso do ajuste externo brasileiro dos anos 1982-85 serviu, infelizmente, para mascarar a aceleração da queda dos recursos globais para a formação de capital fixo. Em 1980, a taxa de investimento atingia 22,4 % do PIB no Brasil; em 1988, não deve alcançar 17 % .

O fenômeno não foi restrito apenas ao Brasil. As estatísticas agregadas para a América Latina mostram que no período 1972-82 - ou seja, antes da crise financeira internacional - a taxa média bruta de investimento era 24,3 %, enquanto o déficit em conta corrente, exclusive juros, 0,6 % do Produto Interno Bruto da região. Em 1983-85, a taxa de investimento havia declinado para 18,5 % e o saldo em conta corrente menos juros se transformado num superávit de 4,7 % do PIB. Na soma global, os valores são próximos: 23,7 % em 1977-82 contra 23,2 % em 1983-85. O pagamento do serviço da dívida externa teve o efeito de reduzir a renda disponível e quando a taxa internacional de juros aumentou, sem contrapartida nas taxas domésticas, a renda disponível nos países latino-americanos foi mais uma vez prejudicada com a fuga de capitais para o exterior. É irrefutável que diversos fatores, tais como: a crise da energia; o aumento das taxas internacionais de juros; a demora dos países endividados em responder ao novo ambiente externo; a rapidez com

que os países industrializados transferiram o ônus do ajuste para os em desenvolvimento; a insistência no equilíbrio das contas externas via endividamento e/ou recessão; a prática de políticas paternalistas e estatizantes; o descontrole da inflação e a má alocação dos recursos disponíveis aliaram-se para reduzir a oferta de recursos para investimentos. Como um corolário deste processo, quanto mais rápido e eficiente o ajuste através do endividamento ou por recessão - típico de economias dinâmicas como o Brasil - maior a perda de recursos para investir.

A drástica queda na taxa global de poupanças para os atuais 16-17% do PIB tem gerado sérias preocupações sobre o nosso futuro. Afinal, os investimentos em ativos fixos originam-se das poupanças e, se estas são modestas, não há como expandir os investimentos. O que significa uma queda nos investimentos para o Brasil ou qualquer outro país ? Significa menores oportunidades de emprego; a impossibilidade de aumento não inflacionário nos salários reais; a queda na taxa de crescimento histórico do produto; a redução do espaço para as políticas de estabilização, a incapacidade de manter os mercados externos, sempre exigentes de melhorias qualitativas e quantitativas nos produtos e a emersão de novos ingredientes desestabilizadores da sensível balança social.

Por definição, ajustes são temporários e, se tal, não deveriam causar maiores dificuldades nas perspectivas de longo prazo. Infelizmente, porém, o ajuste se arrasta desde o início da década, o que significa que as perdas acumuladas não são desprezíveis. A sociedade deplora que o Brasil esteja

entalado numa indefinição política que só agrava o cenário.

Os próprios países industrializados e o sistema financeiro internacional parecem pouco sensíveis ao problema. Na crise de 1929-33, os credores eram representados por acionistas privados. Hoje, os credores são bancos comerciais e governos. Ainda assim, e paradoxalmente, houve mais compreensão em 1929-33 do que hoje ...

Imputar, porém, a responsabilidade da nossa crise apenas aos atores externos parece imprudente e falso. A queda na formação de capital no Brasil começou antes da década de 80, e a culpa das perdas desta década deve ser repartida com os sucessivos governos brasileiros. Um rápido resumo aponta alguns pontos.

Em primeiro lugar, a estratégia de manter o crescimento econômico com endividamento externo, após o choque energético de 1973, foi uma decisão do governo brasileiro, embora endossada de bom grado pelo sistema financeiro internacional privado e pelos governos dos países industrializados. Pelos primeiros, porque tinham que repassar os petrodólares, e pelos segundos, por ser rentável ampliar as suas exportações e estabelecer acordos duvidosos - a energia nuclear no caso do Brasil e a venda de armamentos no da Argentina.

Em segundo lugar, também por decisão independente ou por acomodação às pressões pouco conhecidas, o governo reduziu os investimentos públicos e aumentou os gastos correntes. No agregado, a queda nas receitas tributárias, devido ao menor crescimento econômico e à menor produtividade do setor público,

produziu déficits crescentes. O financiamento do déficit público ocorreu através da apropriação de recursos privados (pela taxaçoão direta, indireta e inflacionária, e pelo endividamento financeiro) e pela geraçoão de déficits em conta corrente, com a conseqüente entrada de recursos externos. Após a crise internacional de 1982, esta última fonte minguou e, desde então, tem recaído sobre o setor privado o ônus do desequilíbrio do setor público.

Em terceiro lugar, e quase por ironia, a política econômica vem sistematicamente desestimulando a formação de poupanças domésticas. As medidas perversas compreendem desde as mudanças freqüentes nas regras e no funcionamento das instituições, à redução nas isenções e incentivos fiscais e, a partir de 1989, a certeza de taxaçoão sobre as formas financeiras mais populares de poupança.

E em quarto lugar, questões chave como o déficit do setor público e a renegociação da dívida externa são tratadas com emotividade e como temas independentes. A solução articulada destas questões é uma exigência básica para ampliar a formação de capital e para aliviar o setor privado do ônus de um ajuste insustentável no longo prazo.

A evidência do declínio da taxa global de poupança encerra infelizmente uma mensagem fatalista em exagero. O fato da poupança agregada ser insuficiente para os nossos desafios não significa a aceitação do conformismo. Pelo contrário, alguns poucos ajustes permitem expandir rapidamente a oferta de

poupanças para os níveis da década de 70.

Este ensaio discute tais questões.

2 - AS FASES DA FORMAÇÃO DE INVESTIMENTOS NO BRASIL

A história da formação de investimentos do Brasil ao longo deste século pode ser dividida, em linhas gerais, em cinco períodos: o primeiro, da implantação da indústria nos anos 30 e 40 até o final da década de 50; o segundo, dos anos 50 até 1963/64; o terceiro, de 1964 até os meados da década de 70; o quarto, daquele período até o início da década de 80 e o quinto, relativo à época atual. A Figura 1 permite acompanhar a evolução do processo de formação de capital fixo em proporção ao PIB. A Tabela 1 apresenta as taxas médias de crescimento econômico e dos componentes da acumulação de capital.

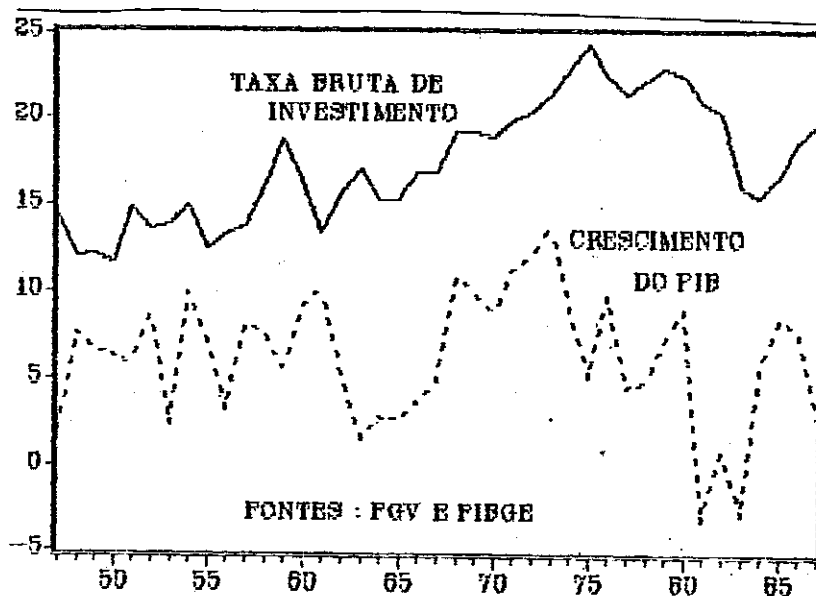


Figura 1

Crescimento Econômico e Investimento Fixo

TABELA 1
CRESCIMENTO ECONÔMICO E ACUMULAÇÃO DE CAPITAL

PERÍODO	CRESCIMENTO DO PIB	I N V E S T I M E N T O (1)			P O U P A N Ç A (1)			
		PRIVADO	PÚBLICO	TOTAL	PRIVADA	PÚBLICA	DOMÉSTICA	EXTERNA
1947-50	6,8 %	...	...	12,5	...	...	11,9	0,3
1951-64	6,3 %	...	...	14,9	...	...	15,0	1,0
1965-74	8,7 %	16,3(2)	4,1(2)	19,0	13,6(2)	5,6(2)	18,8	2,0
1975-81	5,3 %	19,2	3,1	22,4	16,2	2,7	18,9	4,2
1982-87	3,8 %	15,4	2,4	17,8	19,3(3)	-4,4(3)	14,9	1,9
1985	8,4 %	14,4	2,3	16,7	25,7	-9,2	16,6	0,1
1986	8,0 %	15,6	2,9	18,5	23,7	-6,8	16,9	1,6
1987	2,9 %	16,5	3,2	19,7	...	...	19,2	0,4

FONTES : FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS
FUNDAÇÃO IBGE

- (1) EM PROPORÇÃO DO PIB
(2) RELATIVO AO PERÍODO 1970-74
(3) RELATIVO AO PERÍODO 1982-86

Os anos após a Segunda Guerra Mundial foram caracterizados por uma estratégia macroeconômica baseada na implantação do parque industrial e na proteção ao produto nacional, com o modelo de substituição de importações. Nesta fase inicial, o processo de modernização da economia brasileira foi coordenado pelo governo federal, que tomou a seu encargo o estabelecimento de mecanismos fiscais de extração de recursos da agricultura para as atividades urbanas. A estrutura de preços

relativos foi orientada para estimular os setores mais modernos em detrimento dos tradicionais. O modelo de crescimento econômico introvertido baseado na substituição de importações não exigia grandes poupanças externas e a formação bruta de capital fixo atingia pouco menos de 13 % do PIB - ou seja, bem inferior aos 16-17 % atuais. A participação da poupança externa era praticamente nula.

No início da década de 60, esta estratégia já deixava visíveis os seus pontos fracos. Eram freqüentes as crises de abastecimento em alguns setores. A estrutura produtiva encontrava-se desajustada após longo período de práticas exageradas de tabelamento de preços, controle sobre importações, obstáculos administrativos às exportações e distorções na política cambial. Em 1964, após uma grave crise político-institucional, seria iniciada uma fase de ajustes que perduraria até o início da década de 70, acoplada a um plano eficiente de estabilização e de modernização das instituições. Em 1963/64, no auge da crise, a taxa de inflação de 90 % ao ano era fonte de distorções alocativas, de redistribuição perversa de rendas e de incerteza generalizada. A poupança voluntária do setor privado minguava, devido às taxas nominais de juros limitadas pela Lei da Usura. Os dados disponíveis são pouco claros; porém, acredita-se que a poupança do governo fosse uma fonte importante de recursos para a formação de capital.

As reformas propostas pelo governo militar pretendiam, em primeiro lugar, reduzir a taxa de inflação. Para isto, era necessário desenvolver fontes alternativas de

financiamento não inflacionário dos déficits públicos. Ao mesmo tempo, era preciso estabelecer regras que revivessem os contratos de longo prazo e os hábitos de poupança. Foi então institucionalizada a indexação, com o governo federal lançando títulos da dívida pública com correção monetária - as Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional. Hoje, os propósitos da Lei de Mercado de Capitais de 1965 soam ingênuos ao afirmar que "... ao invés da expectativa de perda de valor do cruzeiro, ofereceu-se aos credores a possibilidade de correção *ex post*, se houver desvalorização da moeda no período. Como o governo está convencido que a estabilidade de preços está próxima, é possível oferecer correção monetária *ex post*, tanto para depósitos a longo prazo como para instrumentos financeiros emitidos pelas empresas...". Ironicamente, a medida "temporária" de indexação sobreviveria até hoje e nos anos 80 seria responsabilizada por alimentar a própria taxa de inflação.

Nos anos seguintes, a indexação permitiu e favoreceu o rápido desenvolvimento da intermediação financeira e a modernização do mercado de capitais. A formação de poupanças foi estimulada e alcançou mais de 20 % do PIB no início da década de 70. Apesar dos bons resultados do combate à inflação e das reformas modernizadoras, data desta época o início de um erro com efeitos a longo prazo: o governo federal distorceu a intervenção para apropriação de recursos em favor do seu parque estatal, negligenciando as suas funções básicas de provimento de saúde, educação básica, justiça e segurança pública. Ao longo do tempo, estas carências tornaram-se mais e mais visíveis, provocando a

deterioração das condições de vida. O mito da prosperidade garantida forçava o governo a medidas paternalistas, com crescentes subsídios e intervenção nos mercados.

Em 1973, o choque do petróleo provocou uma drástica mudança nos preços relativos da energia, mascarados em parte no mercado doméstico com o uso de subsídios. Como resultado, a demanda nacional de petróleo continuou crescendo até 1979, a uma taxa média de 8,4 % ao ano. Os gastos com as importações de petróleo, que em 1972 (antes do choque) alcançavam US\$ 400 milhões, em 1979 correspondiam a US\$ 6,4 bilhões. A formação de investimento fixo do governo foi sacrificada - dos 4,1 % do PIB, em 1975, contra 2,3 % , em 1980 - em favor da transferência de recursos e subsídios para acomodar as fortes pressões na estrutura de preços relativos. Duas providências deveriam ter sido tomadas: primeiro, reconhecer o empobrecimento causado pela transferência de renda para a OPEP; e segundo, reduzir o consumo de energia, promover a mudança dos preços relativos e elevar a produtividade para compensar as perdas de renda.

Neste ponto, entretanto, conjugaram-se interesses internos e externos para adiar o ajustamento. Sob o ponto de vista doméstico, era conveniente manter o mito da "prosperidade eterna" e o nível de consumo, mesmo às custas da queda na poupança. Para manter a demanda agregada em expansão, o governo brasileiro desencadeou projetos ambiciosos - usinas nucleares, hidroelétricas, metropolitanos e ferrovias - mas com rentabilidade discutível. Esqueceu também de investir em setores

complementares e que atuam como restrições às atividades dos demais, como o sistema de distribuição de energia elétrica. A estatização se acelera. As poupanças externas - automaticamente asseguradas pelos déficits em transações correntes - não conseguem substituir as poupanças declinantes do governo. A taxa de investimento decresce dos 22,5 do PIB, em 1974, para 21,5 %, em 1978.

O segundo choque do petróleo em 1979 encontra os países latino-americanos em condições mais frágeis. No Brasil, a taxa de inflação, aproxima-se dos 100 % ao ano e a dívida externa, dos US\$ 12,6 bilhões em 1973, já alcançava US\$ 44 bilhões em 1978. Mas o pior ainda estava por vir...

A inflação nos países industrializados eleva a taxa nominal de juros nas moedas nacionais, e a LIBOR atinge 20 % em 1981. Os encargos da dívida externa tornam-se insustentáveis e a taxa anual de inflação suplanta os 100 %. Pela primeira vez na pós-guerra o nível do produto real do Brasil cai, e antecipa-se uma fase recessiva por vários anos.

Em 1982, a Guerra das Malvinas e a moratória do México deixavam claro o desespero dos países latino-americanos. O sistema financeiro internacional constrange novos empréstimos para os países endividados. No Brasil, a taxa de inflação dispara para 200 %. A taxa de poupança doméstica diminui dos 16,7 % para 14 % do PIB. As perspectivas sobre o futuro permanecem negras. É o fim do mito da prosperidade eterna.

A partir de 1983, o governo inicia uma política acelerada de ajuste externo via controle da demanda agregada. "Esquece-se", porém, de controlar os seus próprios gastos e a poupança da União torna-se mais negativa, atingindo 2,2 % do PIB. Por força da queda da prodigalidade dos bancos externos, o déficit em transações correntes já não pode ser elevado. Somente em 1984, o PIB real retornaria ao nível de 1980, mas a taxa de investimento é inferior a 16 %.

A Nova República, instaurada em 1985, reacende as esperanças das sociedade, embora a taxa de inflação permaneça nos 200 %. As promessas e compromissos sociais do novo governo suplantam em larga escala os recursos disponíveis ao governo federal. Os déficits públicos se aceleram, atingindo apenas na Administração Central cerca de 9,2 % do PIB. Novos mecanismos extraem poupanças do setor privado, que em 1985 teriam alcançado 25,7 % do PIB.

É importante assinalar a ruptura da composição da poupança doméstica. Em 1984, o setor privado contribuía com 19,2 % do PIB e o déficit público absorvia 3,7 % desta taxa. No total, a poupança doméstica atingia 15,5 %. Em 1985, o brutal aumento da poupança privada - através principalmente de mecanismos compulsórios - de 19,2 % para 25,7 % do PIB, é direcionado para o financiamento do déficit do governo. O déficit em conta corrente de 9,1 % do PIB em 1985 seria o estopim para uma seqüência de mudanças malsucedidas na política econômica.

No início de 1986, a inflação antecipada atinge os 15 % ao mês. Os mecanismos indexadores eliminam a exogeneidade dos instrumentos de política econômica. Salários, a taxa de câmbio, os gastos públicos, a receita tributária e a própria base monetária são baseados na inflação passada. Já não existe o menor controle sobre a economia. O respaldo popular do Governo Sarney se esvai e as negociações externas se complicam. Em fevereiro de 1986, o Governo Federal lança uma Reforma Monetária: altera o padrão monetário, estabelece congelamento de preços e do câmbio, mas não dos salários, nem dos gastos públicos. O restante de 1986 é marcado pelo consumismo, pela erosão da poupança privada e pela queima das reservas cambiais acumuladas ao custo da recessão de 1981-84. Devido às eleições em novembro de 1986, o governo federal reluta em adotar as medidas severas exigidas, que salvaguardariam alguns poucos efeitos positivos do Plano Cruzado.

As velhas dificuldades reaparecem em 1987; a inflação retorna ao seu ímpeto anterior, o patamar dos 400 % anuais que o Plano Cruzado pretendia haver extirpado. O déficit público continua pesando na formação da poupança nacional. A renegociação da dívida externa entra numa fase de litígio, com a moratória. A indefinição da estratégia macroeconômica, as fortes pressões sociais, o descontrole sobre os gastos públicos, os exageros e incoerências na formulação da Constituição, as ameaças de retaliação comercial por parte dos E.U.A. e Europa, o parque industrial ultrapassado, a própria política tributária eliminando os incentivos e isenções para a formação de poupança e a insatisfação da sociedade em relação ao governo Sarney deixam

uma herança pesada para 1988.

Os poucos aspectos positivos de 1987 foram, no "front" doméstico, o reconhecimento generalizado de que o déficit público deve ser diminuído, e no "front" externo, a solução da dívida através da sua conversão em capital de risco ("debt-equity swaps"). A demissão do Ministro Bresser, no início de 1988, encerra a fase de políticas "heterodoxas", e o seu substituto promete a austeridade e o retorno aos instrumentos clássicos. O Brasil reinicia os pagamentos dos juros, suspensos com a moratória, mas os mesmos problemas permanecem pendentes e ameaçadores: a inflação explosiva, o déficit público descontrolado e a busca de saldos comerciais elevados através do controle sobre o dispêndio privado. As mesmas incertezas sobre o futuro próximo e a ameaça da hiperinflação adiam os investimentos produtivos e estimulam o consumo. O cenário para um desastre econômico e social no final da década está montado. A demora em desmontar o cenário perverso torna apenas mais doloroso o processo de ajuste inevitável.

3 - DÉFICIT PÚBLICO E FORMAÇÃO DE CAPITAL

A década de 1980, não obstante as diferentes formas de governo, foi marcada pelo descontrole dos gastos e a presença do déficit público. No início da década, enquanto o governo federal manteve os investimentos em infra-estrutura e em atividades complementares ao setor privado, os déficits públicos foram tolerados. As dificuldades se visibilizaram quando a poupança externa desapareceu, a partir de 1983. Para amortecer os efeitos da mudança exigida na estrutura de preços sobre as rendas, o Governo Federal adota a política de concessão generosa de subsídios. As distorções alocativas se acumulam, a eficiência produtiva diminui e o déficit público cresce.

Existe um postulado em Economia - a chamada Lei de Walras - que ensina que os saldos entre setores devem se autocancelar. Isto significa que o déficit de um setor - vale dizer gastos acima da sua receita - deve ser compensado por um superávit conjunto dos demais. Ao longo da década de 80, esta verdade foi ignorada e a sua lembrança hoje serve para indicar as origens de alguns problemas.

Dividindo a economia brasileira em três setores básicos: o setor público, o setor privado e o setor externo, e usando o déficit do governo como centro da discussão, é claro que este desequilíbrio terá que ser coberto por superávits do setor privado e pela entrada de recursos externos. Por superávits privados, leia-se rendas maiores do que despesas, enquanto a entrada de recursos externos significa déficits em conta

corrente.

A Tabela 2 reproduz as estimativas do desequilíbrio dos três setores de 1981 a 1985, medido pelo conceito nominal, e por ela pode-se observar que o crescente déficit público foi financiado até 1982 por um também crescente superávit do setor privado e pela entrada de recursos externos. Em 1982, o déficit nominal do setor público de 15,8 % do PIB foi financiado pelo superávit do setor privado de 10 % e pela entrada líquida de recursos externos de 5,8 % do PIB. Em 1983, a crise financeira internacional minguou esta segunda fonte e o setor privado tem sido forçado a arcar com o déficit público, desde então. Em 1985, 98 % do déficit público de 27 % do PIB foi coberto pelo setor privado. Infelizmente os dados para 1986 e 1987 ainda não estão disponíveis, mas pode-se aceitar que as magnitudes sejam mais preocupantes.

TABELA 2

A DIMENSÃO DO DESEQUILÍBRIO
EM PERCENTUAIS DO PIB

	DÉFICIT DO SETOR PÚBLICO	SUPERÁVIT DO SETOR PRIVADO	DÉFICIT EM TRANSAÇÕES CORRENTES
1981	12,5 %	8,2 %	4,3 %
1982	15,8 %	10,0 %	5,8 %
1983	19,9 %	17,2 %	2,7 %
1984	21,8 %	22,1 %	-0,3 %
1985	27,0 %	26,5 %	0,5 %

Fontes : Fundação Getúlio Vargas
Banco Central do Brasil

A contrapartida dos desequilíbrios pode ser também examinada pela ótica da formação de capital dos setores. As inconsistências dos dados das Contas Nacionais com os do déficit público são explicadas pelas diferentes fontes estatísticas e por problemas conceituais. Lamentavelmente, é impossível desagregar a poupança privada em poupança das unidades familiares e lucros retidos das empresas. As Figuras 2 e 3 reproduzem a composição da poupança agregada e da formação bruta de investimento. Uma análise rápida é suficiente para esclarecer muitas questões.

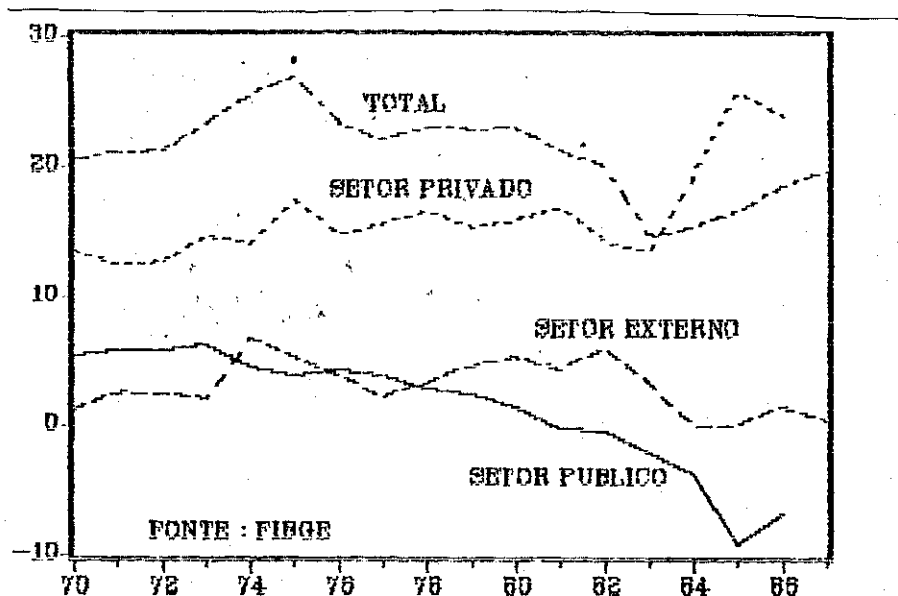


Figura 2
A Composição da Oferta de Poupanças
em Proporção do PIB

Em primeiro lugar, a Figura 2 mostra que a partir de 1983, a poupança privada cresceu a um nível surpreendente, o que evitou uma queda dramática na oferta global. Se a taxa de poupança privada tivesse permanecido na média de 1982/83, a oferta global de poupanças teria sido 10,2 % do PIB em 1984 e apenas 4,8 % em 1985 ! Se a poupança privada adicional foi obtida

por mecanismos compulsórios (o que de fato aconteceu), não importa para os meus argumentos. O fato é que o setor privado demonstrou uma capacidade incomum de comprimir seu consumo corrente. Outra evidência é a importância modesta da poupança externa. Considerando a necessidade de gerar excedentes em conta corrente para amortecer a dívida externa, o que se pode esperar no futuro próximo é o surgimento de novas pressões na poupança privada se o déficit público não diminuir drasticamente.

Vale dizer que, a posição de derrotismo deve e pode ser substituída pela postura ativa de reduzir os gastos públicos desnecessários e pela implantação de um ajuste externo comprometido com o ingresso de investimentos e a incorporação do Brasil no grande mercado mundial. O simples fato do déficit público ser reduzido já colocaria a taxa de poupança nos níveis de 22-25 % do PIB.

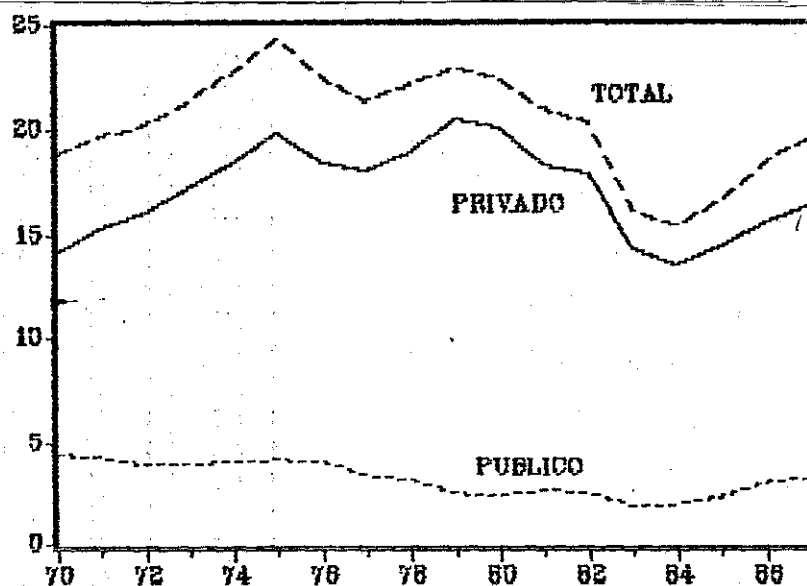


Figura 3
A Formação Bruta de Capital Fixo
em proporção do PIB

A Figura 3, por sua vez, mostra a participação relativamente constante dos investimentos públicos no PIB. Vale dizer que as mudanças na oferta global de poupanças refletem-se, em sua maioria, nos investimentos privados, enquanto os investimentos públicos mantêm-se insensíveis às flutuações na poupança.

A comparação entre a oferta e a demanda de recursos para investimento fixo é outro ponto esclarecedor. A Figura 4 examina esta questão da ótica do setor privado. Até 1983, o setor privado era um investidor líquido, ou seja, captava excedentes dos demais setores. Após 1983, o setor privado transforma-se em poupador líquido, embora a sua formação de investimento seja em média abaixo da média do período 1970-82.

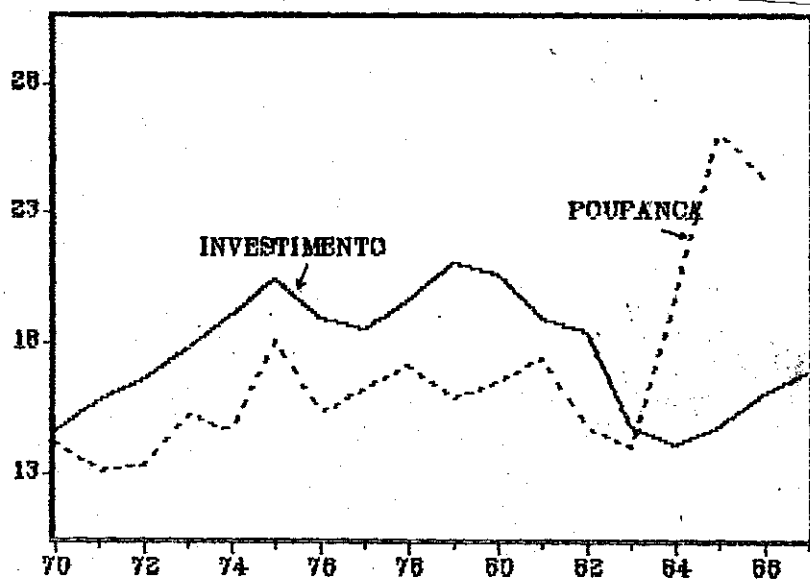


Figura 4
O Balanço de Capital do Setor Privado
em Proporção do PIB

No tocante ao setor público, a Figura 5 diz que, salvo um breve período até 1973, o setor manteve uma posição equilibrada até 1979, e como drenador de recursos em seguida.

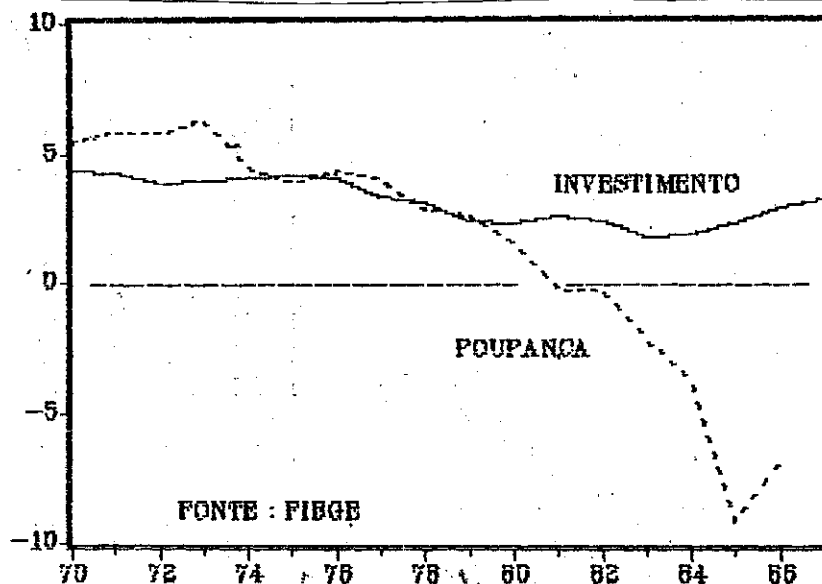


Figura 5
O Balanço de Capital do Setor Público
em Proporção do PIB

Em resumo, esta análise sucinta deixa algumas conclusões importantes:

1 - os investimentos públicos são insensíveis às flutuações na oferta global de poupanças. Esta política teria efeitos estabilizadores na renda se os investimentos públicos fossem voltados para atividades e setores complementares ao setor privado.

2 - o setor privado brasileiro demonstra uma tremenda

capacidade de gerar poupanças voluntária ou compulsoriamente, atingindo hoje uma participação no PIB de 23-25 %, um nível próximo ao limite da taxa de investimento dos meados da década de 70. Seria interessante decompor ainda a poupança privada nos componentes das unidades familiares e das empresas, o que não é possível com as estatísticas das Contas Nacionais. Porém, não há dúvida de que a escassez de poupanças globais pode ser contornada rapidamente se bloqueados os mecanismos de drenagem de recursos do setor privado.

3 - o saneamento das contas públicas - no sentido de maior racionalidade nos gastos e uma política tributária mais articulada com a mudança da estrutura produtiva e das rendas - deve reduzir a drenagem dos recursos privados, e com isto restaurar a taxa de investimento da década de 70.

4 - a taxa de poupança global de 20-23 % do PIB é um bom ponto de partida para renovar o parque industrial e ampliar o nível de emprego e de salários reais.

5 - a poupança externa tem um papel modesto na oferta global de recursos para investimento fixo no Brasil. Esta conclusão não serve, porém, para justificar posições xenófobas. Na verdade, os investimentos externos, quando bem compreendidos, podem servir como mecanismos de alavancagem de novos investimentos privados. A conversão da dívida externa, sob certos condicionantes, pode servir a este objetivo.

4 - A CONVERSÃO DA DÍVIDA E A FORMAÇÃO DE CAPITAL

A conversão da dívida externa tem sido encarada como a solução positiva, às vezes com um otimismo exagerado pelo mercado de capitais e nos meios financeiros. Muitos chegam a encarar a conversão como a saída única e definitiva para todos os nossos problemas. É preciso afastar o excesso de otimismo para que o tema tenha o tratamento devido, menos sujeito a frustrações.

Até recentemente a dívida externa brasileira era negociada com desconto nos mercados secundários, principalmente nas negociações informais. Este mecanismo, surgido espontaneamente no mercado, atendia os bancos credores, que antes eram forçados a contabilizar débitos não pagos como perdas. A "conversão-com-desconto" parece de agrado geral: os bancos credores podem desfazer-se de parte ilíquida de suas carteiras de ativos; os investidores finais têm condições de obter cruzados a um custo mais baixo; e o governo brasileiro pode "recomprar" parte da dívida externa com cruzados. Em princípio, a conversão atende portanto a todos os interesses.

Contudo, é preciso reconhecer a existência de uma série de questões pendentes. Em primeiro lugar, o governo brasileiro tem que obter recursos para "recomprar" a dívida em dólares. Uma forma simples é emitir cruzados, o que significa na prática impor um imposto inflacionário a toda a sociedade. A outra forma é através do endividamento público, por exemplo, com a

emissão de um cruzado de OTN cambial para cada cruzado recomprado de dívida externa. Neste caso, há uma mera troca de dívida em dólares por maior dívida em cruzados. Se a conversão não resultar em novos investimentos fixos - ou seja, se a conversão for efetuada através da compra de ativos fixos já existentes - não há maiores mudanças no estoque total de capital fixo da economia.

Certamente a discussão não se encerra aí. O serviço da dívida externa é baseado na taxa internacional de juros, algo em torno de 8-9 % este ano. Se a conversão não ocorrer através do endividamento interno, os encargos da dívida podem ser mais baixos com as taxas reais de juros em torno de 6 % ao ano. Benefícios líquidos eventuais dependem da diferença entre as taxas doméstica e externa de juros e da taxa de desconto a que a dívida externa era submetida inicialmente.

Finalmente, um aspecto pouco discutido diz respeito ao impacto no balanço de pagamentos. Os encargos totais da dívida externa englobam os juros, comissões e a amortização do principal. Os juros fazem parte da Conta de Serviços e as amortizações, dos Movimentos de Capitais Autônomos. Com a conversão da dívida, a saída de recursos para o exterior se processa através da remessa de dividendos (registrados ou disfarçados nos sub e superfaturamentos). No balanço final, é impossível prever o resultado a longo prazo. No curto prazo ocorre, porém, um alívio no balanço em conta corrente, com a carência na remessa de dividendos.

Enfim, o tema da conversão da dívida externa

envolve muitos detalhes a serem examinados. A discussão, aliás, começa com a definição do objetivo central. Se o objetivo for aumentar a exposição da economia brasileira ao exterior, aumentando o seu dinamismo e incorporando o Brasil ao grande mercado mundial, a conversão - mesmo se redundar numa simples troca de dívidas - é um mecanismo sensato. Se, por outro lado, o objetivo for simplesmente reduzir a dívida externa e a remessa de recursos para o exterior, o mecanismo da conversão é insuficiente. Os recursos continuarão sendo remetidos sob outras formas.

Só há uma forma eficiente de manter os capitais externos e atrair novos investimentos do exterior: assegurar à sociedade brasileira e à comunidade internacional um ambiente propício a novas oportunidades, com justiça social, estabilidade política e o estabelecimento de regras e leis coerentes com a liberdade econômica.

5 - CONCLUSÕES E SUGESTÕES NORMATIVAS

Este ensaio discutiu diversas questões associadas à formação de capital no Brasil. Em primeiro lugar, apresentou um breve resumo da evolução do processo de acumulação de capital, dividido em cinco fases históricas, com características distintas. Em seguida, analisou a relação entre o déficit público e a formação de investimentos. Ficou comprovada a tremenda capacidade do setor privado de gerar poupanças, através de mecanismos voluntários ou compulsórios. Os investimentos públicos, por sua vez, parecem insensíveis à oferta de recursos, e o déficit público atua apenas no sentido de absorver os excedentes privados. O saneamento do setor público é o caminho mais rápido e sensato para restaurar a taxa de poupança aos níveis de 22-25 % do PIB.

A grande questão hoje é como sanear os gastos e o déficit público, no sentido de maior eficiência social e de fator de estímulo aos investimentos privados. A solução mais cômoda, adotada pelo governo federal tem sido elevar a receita tributária com o argumento de que a carga tributária é baixa no Brasil. Entretanto esta carga, modesta na média, é mal distribuída e se torna cada vez mais regressiva. No afã de encontrar novas fontes de recursos, o governo federal entrou na contramão das nossas necessidades. Desde o final de 1987, o governo vem sistematicamente reduzindo diversos estímulos e isenções fiscais. Esta medida não pode ser generalizada no caso da formação de poupança e de patrimônios, sob risco de sérias conseqüências.

O argumento central do governo é de que os incentivos e isenções fiscais referentes às diversas formas de poupanças já não provocam maiores efeitos positivos, e o resultado final é apenas a queda da receita tributária federal. Este argumento é indefensável. A diferenciação da política fiscal sobre a renda e sobre a poupança tem efeitos importantes, à medida em que modifica o preço relativo entre o consumo futuro. A riqueza de uma nação é o somatório dos patrimônios das famílias, das empresas e das instituições governamentais, além naturalmente do capital humano, dos recursos naturais e das instituições. Para ampliar esta riqueza, é necessário estimular a formação de patrimônios, e a política fiscal é a mais adequada neste momento. Não tem sentido conceder estímulos fiscais ao estoque de riqueza, mas, para uma economia com uma taxa insuficiente de poupança, é um contrasenso punir os acréscimos - vale dizer o fluxo real - de patrimônios. A boa lógica recomenda que qualquer isenção ou incentivo fiscal seja incidente sobre o fluxo anual, nunca sobre o estoque ou saldos médios financeiros.

Além da eliminação radical dos incentivos fiscais sobre as cadernetas de poupança - a forma mais simples, transparente e popular de cultivar o hábito da poupança - o governo federal pretende agora taxar os rendimentos da poupança e eliminar as deduções para as despesas com educação e saúde. O pretexto mais uma vez é simplificar a declaração do imposto de renda. Cometem-se todos os erros possíveis: eliminar as deduções dos gastos de educação e saúde significa ignorar estas formas de

formação de capital humano; desestimular as formas mais transparentes de poupança - via tributação, mudanças freqüentes de regras ou correção monetária muito inferior à inflação - e de formação de patrimônio real tera o efeito de estimular o consumo, a busca de formas menos visíveis de patrimônio - como a compra de moedas estrangeiras - e a remessa de recursos para o exterior. Qualquer um dos casos significa exatamente o contrário do que se deseja.

Uma proposta alternativa seria expandir os incentivos e as isenções fiscais referentes à formação de patrimônios reais - sempre sobre o fluxo anual, nunca sobre o estoque - e à melhoria do capital humano. As perdas eventuais de receita tributária poderiam ser compensadas com o aumento da carga fiscal sobre as rendas acima de um certo nível, aí incluídos todos os tipos de rendimentos. Os indivíduos de alta renda e com consumo conspícuo seriam fortemente taxados sobre sua renda. Os indivíduos de alta renda, porém grandes poupadores, teriam a incidência da mesma alíquota bruta de imposto, mas seriam beneficiados com os estímulos à formação de poupança.

Esta proposta é sujeita à crítica pelo aparente descaso com os sérios problemas redistributivos. É óbvio que apenas as classes de mais alta renda seriam capazes de usufruir dos incentivos fiscais. Porém, maiores poupanças e melhor capacitação humana significam mais empregos, salários reais crescentes, liberdade de criar e de prosperar e maior fluidez à ascensão social. Estas são forças suficientes para iniciar um

processo irreversível e legítimo de redistribuição de rendas. O imposto sobre heranças poderia ser ampliado e efetivamente cobrado. E finalmente, o governo abandonaria a sua máscara paternalista e poderia se dedicar a projetos sociais mais nobres.

Para encerrar, o ensaio examinou a questão polêmica da conversão da dívida externa como mecanismo eficaz de expansão do estoque de capital da economia e de assegurar as condições para o crescimento econômico sustentado. Isoladamente, o mecanismo da conversão não tem condições de ampliar o estoque de capital fixo, nem eliminar o ônus da dívida e as indefinições das renegociações externas. É exigido o mínimo de coerência na estratégia macroeconômica, o corte do desperdício, dos subsídios e dos gastos públicos desnecessários e a revisão da estrutura de preços relativos, dentre outras.

ANEXO 1

A COMPOSIÇÃO DA POUPANÇA
EM Cz MILHÕES DE 1980¹

DATA	PRIVADA	GOVERNO	DOMESTICA	EXTERNA	TOTAL
1947	...	...	162,27	162,27	181,60
1948	...	...	164,72	0,00	164,72
1949	...	...	160,61	8,51	169,13
1950	...	...	190,32	-13,26	177,05
1951	...	...	201,91	34,18	236,10
1952	...	...	201,52	49,07	250,60
1953	...	...	252,42	-3,82	248,59
1954	...	...	306,42	15,53	321,95
1955	...	...	306,05	-0,24	305,80
1956	...	...	303,69	-5,02	298,67
1957	...	...	362,61	21,24	383,86
1958	...	...	424,51	25,49	450,01
1959	...	...	552,21	37,35	589,56
1960	...	...	474,21	54,62	528,84
1961	...	...	485,08	28,81	513,90
1962	...	...	554,44	70,63	625,07
1963	...	...	618,86	23,53	642,40
1964	...	...	604,30	22,23	626,53
1965	...	...	654,17	62,91	717,09
1966	...	...	753,11	7,80	760,92
1967	...	...	662,55	32,45	695,00
1968	...	...	813,65	69,24	882,89
1969	...	...	1063,53	37,44	1100,97
1970	757,29	300,69	1057,98	72,56	1130,54
1971	772,10	358,16	1130,27	161,62	1291,90
1972	882,54	396,54	1279,09	173,59	1452,68
1973	1157,39	494,12	1651,51	165,45	1816,97
1974	1207,32	382,68	1590,01	574,30	2164,31
1975	1576,38	346,55	1922,94	482,94	2405,88
1976	1461,03	428,03	1889,07	385,86	2274,93
1977	1623,35	414,08	2037,43	234,74	2272,17
1978	1800,61	305,01	2105,63	374,02	2479,65
1979	1785,34	301,28	2086,63	547,13	2633,76
1980	2024,71	191,41	2216,13	673,71	2889,84
1981	2073,31	-30,24	2043,07	542,99	2586,07
1982	1772,91	-40,60	1732,30	741,94	2474,25
1983	1631,56	-262,61	1368,94	398,17	1767,12
1984	2443,44	-476,45	1966,99	-2,66	1964,72
1985	3540,93	-1260,72	2280,20	14,51	2294,72
1986	3531,05	-1012,15	2518,89	236,89	2755,22
1987 ²	...	...	2940,05	68,11	3008,17

Fontes: Fundação Getúlio Vargas
Fundação IBGE

¹Segundo o deflator implícito das Contas Nacionais

²Preliminar

ANEXO 2
A COMPOSIÇÃO DA POUPANÇA
EM PORCENTUAIS DO PIB

DATA	PRIVADA	PÚBLICA	DOMÉSTICA	EXTERNA	TOTAL
1947	...	...	12,6	1,5	14,1
1948	...	...	11,9	0,0	11,9
1949	...	...	10,9	0,5	11,4
1950	...	...	12,1	-0,8	11,3
1951	...	...	12,1	2,0	14,2
1952	...	...	11,1	2,7	13,9
1953	...	...	13,6	-0,2	13,4
1954	...	...	15,0	0,7	15,8
1955	...	...	14,0	-0,0	14,0
1956	...	...	13,5	-0,2	13,3
1957	...	...	14,9	0,8	15,8
1958	...	...	16,2	0,9	17,2
1959	...	...	20,0	1,3	21,3
1960	...	...	15,7	1,8	17,5
1961	...	...	14,5	0,8	15,4
1962	...	...	15,8	2,0	17,8
1963	...	...	17,4	0,6	18,0
1964	...	...	16,5	0,6	17,1
1965	...	...	17,4	1,6	19,1
1966	...	...	19,3	0,2	19,5
1967	...	...	16,2	0,7	17,0
1968	...	...	17,9	1,5	19,4
1969	...	...	21,3	0,7	22,0
1970	13,7	5,4	19,2	1,3	20,5
1971	12,6	5,8	18,4	2,6	21,1
1972	12,8	5,7	18,6	2,5	21,1
1973	14,8	6,3	21,1	2,1	23,2
1974	14,1	4,4	18,6	6,7	25,3
1975	17,5	3,8	21,4	5,3	26,8
1976	14,8	4,3	19,1	3,9	23,1
1977	15,7	4,0	19,7	2,2	22,0
1978	16,6	2,8	19,5	3,4	22,9
1979	15,4	2,6	18,0	4,7	22,7
1980	16,0	1,5	17,5	5,3	22,8
1981	16,9	-0,2	16,7	4,4	21,1
1982	14,3	-0,3	14,0	6,0	20,0
1983	13,5	-2,1	11,3	3,3	14,7
1984	19,2	-3,7	15,4	-0,0	15,4
1985	25,7	-9,1	16,5	0,1	16,6
1986	23,7	-6,8	16,9	1,5	18,5
1987	...	...	19,2	0,4	19,6

FONTES: Fundação Getúlio Vargas
Fundação IBGE

ANEXO 3
A ALOCAÇÃO DOS INVESTIMENTOS BRUTOS
EM PORCENTUAIS DO PIB

DATA	SETOR PRIVADO	SETOR PÚBLICO	TOTAL
1947	...	...	14,3
1948	...	...	12,0
1949	...	...	12,1
1950	...	...	11,7
1951	...	...	14,8
1952	...	...	13,5
1953	...	...	13,8
1954	...	...	14,9
1955	...	...	12,4
1956	...	...	13,3
1957	...	...	13,7
1958	...	...	16,1
1959	...	...	18,7
1960	...	...	16,2
1961	...	...	13,4
1962	...	...	15,6
1963	...	...	17,0
1964	...	...	15,2
1965	...	...	15,2
1966	...	...	16,8
1967	...	...	16,9
1968	...	...	19,1
1969	...	...	19,1
1970	14,2	4,4	18,8
1971	15,3	4,2	19,7
1972	16,1	3,8	20,2
1973	17,3	3,9	21,4
1974	18,4	4,0	22,8
1975	19,9	4,1	24,3
1976	18,4	4,0	22,4
1977	18,0	3,3	21,3
1978	19,0	3,1	22,2
1979	20,5	2,4	22,9
1980	20,1	2,3	22,4
1981	18,4	2,5	20,9
1982	17,9	2,4	20,3
1983	14,3	1,7	16,1
1984	13,5	1,8	15,4
1985	14,4	2,2	16,6
1986	15,5	2,9	18,5
1987	16,4	3,2	19,6

FONTES: Fundação Getúlio Vargas
Fundação IBGE