

UNIVERSIDADE ESTADUAL PAULISTA  
FACULDADE DE CIÊNCIAS E LETRAS

*ERNANI MANDARINO*

**Teorias de Conta Corrente:  
uma aplicação ao caso do Brasil nos anos noventa**

Araraquara  
2005

ERNANI MANDARINO

**Teorias de Conta Corrente:  
uma aplicação ao caso do Brasil nos anos noventa**

Dissertação apresentada ao  
Programa de Pós-Graduação em  
Economia da Unesp para obtenção do  
título de Mestre em Economia

Orientadora: Profa. Dra. Luciana Togeiro de Almeida

Co-orientador: Prof. Dr. Mário Ferreira Presser

Araraquara  
2005

Mandarino, Ernani

Teorias de conta corrente: uma aplicação ao caso do Brasil  
nos anos noventa / Ernani Mandarino. – 2005

163 f. : 30 cm

Dissertação (Mestrado em Economia) – Universidade Estadual  
Paulista, Faculdade de Ciências e Letras, Campus de Araraquara.

Orientador: Luciana Togeiro de Almeida

1. Economia (Brasil)
2. Economia internacional.
3. Teoria de conta corrente. I. Título.

ERNANI MANDARINO

**Teorias de Conta Corrente:  
uma aplicação ao caso do Brasil nos anos noventa**

Dissertação apresentada ao  
Programa de Pós-Graduação em  
Economia da Unesp para obtenção do  
título de Mestre em Economia

---

Profa. Dra. Luciana Togeiro de Almeida  
Universidade Estadual Paulista

---

Prof. Dr. José Gabriel Porcile Meirelles  
Universidade Federal do Paraná

---

Prof. Dr. Carlos Alberto Cinquetti  
Universidade Estadual Paulista

Araraquara  
15 de abril, 2005

## **Agradecimentos**

Agradeço a minha família, pelo apoio não só durante o curso de mestrado, mas durante toda a minha vida. A minha orientadora, Profa. Dra. Luciana Togeiro de Almeida, pela paciência e dedicação que tem tido comigo nos últimos três anos. Ao Prof. Dr. Mario Ferreira Presser, pela sugestão do tema e pelo auxílio durante toda a elaboração do trabalho. Aos professores Carlos Cinquetti e Elton Casagrande, pelas sugestões no exame de qualificação. Ao Prof. Dr. Alexandre Sartoris, pela assistência na parte aplicada do estudo. Aos professores da Faculdade de Ciências e Letras de Araraquara e a instituição como um todo, pela minha formação acadêmica.

## Resumo

O estudo aborda as teorias de conta corrente aplicadas aos países em desenvolvimento para o período da década de noventa. O objetivo é analisar as diferentes perspectivas teóricas do pensamento econômico dominante (*mainstream*) e alternativo e verificar a sua adequação ao comportamento da conta corrente do Brasil ao longo da década de noventa. As teorias do *mainstream* dirigem sua atenção à questão da sustentabilidade da conta corrente, enquanto as teorias alternativas enfatizam a restrição externa ao crescimento causada pelo desequilíbrio em transações correntes. As teorias são avaliadas com base em dois critérios. O primeiro consiste em discutir os resultados obtidos por estudos aplicados ao Brasil. O segundo critério, a contribuição original do presente estudo, consiste em oferecer evidência empírica adicional com base em indicadores selecionados e definidos de acordo com cada vertente teórica. A conclusão é que os estudos alternativos constituem o referencial teórico mais adequado para avaliar os desequilíbrios em conta corrente do Brasil nos anos noventa.

Palavras-chave: conta corrente, abordagem intertemporal, sustentabilidade, restrição externa, Brasil.

## **Abstract**

The study approaches the theories of current account applied to developing countries for the nineties. The aim of the study is to examine the differing theoretical perspectives of the mainstream and alternative economics and to assess their consistency with the Brazilian current account performance in the nineties. The main issue addressed by the mainstream theories is the sustainability of current account, while the alternative theories emphasize the external restriction to domestic growth caused by current account imbalances. The assessment of the theories is based on two criteria. The first one consists of discussing the outcomes of studies applied to Brazil. The second one, the original contribution of the current study, consists of providing additional empirical evidence based on selected indicators defined according to each theoretical approach. The conclusion is that the alternative studies provide the most adequate theoretical approach to assess the Brazilian current account imbalances of the nineties.

Keywords: current account, intertemporal approach, sustainability, external constraint, Brazil.

## Sumário

Introdução.....	9
1 Teorias de conta corrente do <i>mainstream</i> .....	14
1.1 Critérios para definir uma teoria como <i>mainstream</i> .....	14
1.2 Desenvolvimento das teorias de conta corrente.....	17
1.3 A abordagem intertemporal para a conta corrente.....	22
1.4 Os déficits em conta corrente são um problema?.....	30
1.5 Análises aplicadas aos países em desenvolvimento.....	44
1.6 Reversão no saldo em conta corrente e crise cambial.....	50
1.7 Política econômica para a conta corrente.....	54
1.8 Considerações Finais.....	57
2 Teorias de conta corrente alternativas.....	59
2.1 Caracterização das Teorias de Conta Corrente Alternativas.....	60
2.2 Modelo de Crescimento com Restrição no Balanço de Pagamentos.....	62
2.2.1 Resultados empíricos da lei de Thirlwall.....	67
2.2.2 O modelo com fluxos de capitais.....	70
2.2.3 O endividamento externo e o pagamento de juros.....	73
2.2.4 Modelo Estruturalista Norte-Sul.....	77
2.2.5 Modelo de comércio generalizado com hiato tecnológico.....	80
2.3 Mudanças estruturais nos anos noventa.....	84
2.3.1 Globalização produtiva das empresas transnacionais: IDE e comércio exterior.....	84
2.3.2 Reforma comercial.....	91
2.4 Recomendações Políticas.....	95
2.5 Considerações Finais.....	100
3 Conta Corrente do Brasil na Década de Noventa.....	103
3.1 Sustentabilidade da Conta Corrente do Brasil.....	104
3.1.1 Aritmética de solvência intertemporal.....	104
3.1.2 Abordagem de equilíbrio dos fluxos.....	107
3.1.3 Abordagem de equilíbrio do estoque de ativos.....	110
3.2 Restrição externa ao crescimento.....	112
3.2.1 Resultados empíricos do modelo de crescimento com restrição de balanço de pagamentos no Brasil.....	112
3.2.2 Mudanças estruturais.....	117



3.3	Apreciação crítica das teorias de conta corrente do <i>mainstream</i> e alternativas .....	126
3.3.1	A conta corrente do Brasil nos anos noventa .....	126
3.3.2	Avaliação das teorias de conta corrente do <i>mainstream</i> .....	129
3.3.3	Avaliação dos indicadores selecionados para as teorias de conta corrente alternativas .....	133
3.4	Considerações finais .....	142
	Conclusão .....	144
	Bibliografia .....	155

## Introdução

A conta corrente do Brasil apresentou acentuada deterioração na segunda metade da década de noventa. O déficit em transações correntes aumentou de US\$ 1,8 bilhão para US\$ 33,4 bilhões entre 1994 e 1998. A trajetória crescente foi interrompida somente em 1999, ano marcado pela maxi-desvalorização cambial. O que provocou a ampliação do déficit em conta corrente nesse período? As teorias disponíveis são capazes de explicar o comportamento do saldo em transações correntes do Brasil durante a década de noventa?

O objetivo do estudo é apresentar as teorias formuladas com o intuito de explicar o comportamento da conta corrente de países em desenvolvimento e analisar qual é a mais adequada ao caso brasileiro. Duas linhas de pesquisa são investigadas. A primeira compreende as teorias de conta corrente que dominam o quadro econômico atual (denominadas a partir daqui por *mainstream*), cujo foco é a questão da sustentabilidade da conta corrente de países em desenvolvimento. A segunda contempla as teorias que se contrapõem ao *mainstream*, que recebem a denominação de alternativas. Seu enfoque é a restrição externa ao crescimento determinada pelo déficit em transações correntes. A demarcação das duas vertentes teóricas segue critérios específicos, apresentados no início do capítulo referente a cada teoria.

A principal referência teórica do *mainstream* para avaliação do saldo em transações correntes é a abordagem intertemporal. Esta abordagem foi desenvolvida no começo da década de oitenta com o intuito de fornecer uma explicação mais precisa aos desequilíbrios em conta corrente registrados após os dois choques do petróleo. Os desenvolvimentos teóricos em outras áreas da economia contribuíram para a ênfase atribuída à abordagem intertemporal para a conta corrente. A implementação empírica dos modelos intertemporais da conta corrente nos países em desenvolvimento baseia-se na abordagem de suavização do consumo (*consumption-smoothing*). Sob tal perspectiva, o saldo em conta corrente é entendido como um mecanismo de alocação intertemporal que permite aos agentes suavizarem sua trajetória de consumo ao longo do tempo. A teoria de consumo renda permanente é fundamental para este resultado, pois sugere que o consumo é determinado pela renda permanente ao invés da renda corrente.

Incorporando a hipótese de expectativas racionais ao modelo, a abordagem intertemporal fornece a importante implicação política de que o déficit em conta corrente não indica necessariamente sinal de fragilidade, pois pode ser o resultado de expectativas favoráveis dos agentes em relação ao comportamento futuro da economia. Portanto, os

agentes racionais da economia com déficit em conta corrente estão simplesmente consumindo mais no presente porque têm a expectativa de que o produto aumente no futuro.

Outra implicação política importante associada à abordagem intertemporal é a proposição de que o déficit em conta corrente decorrente de um aumento no investimento não deve ser motivo para preocupação. O déficit em conta corrente preocuparia somente se fosse determinado por desequilíbrios nas contas públicas, argumento conhecido como Doutrina Lawson. A proposição reflete a nova visão da conta corrente, que aceita a manutenção do déficit em transações correntes, em razão da mobilidade de capitais mais acentuada predominante a partir do começo dos anos setenta, desde que as contas do setor público estejam sob controle.

Ainda nos anos oitenta houve um afastamento da Doutrina Lawson, em razão dos episódios de crises cambiais registrados em países que mantinham déficits em conta corrente associados a taxas mais altas de investimento e contas fiscais em equilíbrio. Nos anos noventa, a Doutrina Lawson foi mais uma vez abalada, desta vez pela crise que atingiu o México no final de 1994. O país mantinha déficits em conta corrente acentuados, mas as contas do setor público estavam equilibradas.

Os episódios de crises cambiais recentes suscitaram o desenvolvimento de modelos de sustentabilidade da conta corrente para avaliar os desequilíbrios em transações correntes registrados nos mercados emergentes. Diferentes critérios são adotados com o intuito de avaliar a sustentabilidade externa. Primeiro, a aritmética de solvência intertemporal que determina a igualdade entre o valor presente das transferências de recursos ao exterior e o valor inicial da dívida externa do país. Por exemplo, se uma economia endividada com déficit comercial é capaz de reverter o saldo da balança comercial e honrar os compromissos da dívida no futuro, então ela é considerada solvente. Segundo, a sustentabilidade pode ser julgada a partir da abordagem intertemporal para a conta corrente mediante a comparação da trajetória prevista pelo modelo e a série efetivamente registrada. Terceiro, modelos que partem de uma teoria de alocação do *portfolio*.

A pesquisa mais recente do *mainstream* se preocupa também em estimar os determinantes da conta corrente nos países em desenvolvimento, a partir das variáveis enfatizadas pela abordagem intertemporal. Os estudos aplicados aos países em desenvolvimento servem de referência para as recomendações de política econômica formuladas pelo Fundo Monetário Internacional (FMI). A pesquisa da instituição está voltada para o desenvolvimento de uma abordagem que avalie a vulnerabilidade provocada pelo desequilíbrio em conta corrente e, conseqüentemente, a possibilidade do país enfrentar uma

crise cambial. O problema é que ainda não há uma estrutura adequada para avaliar a sustentabilidade dos desequilíbrios em conta corrente nas economias de mercado emergentes (ISARD et al., 2001).

Os estudos alternativos ao *mainstream* enfatizam a restrição externa ao crescimento associada ao déficit em transações correntes e podem ser divididos em dois blocos principais. O primeiro contempla tanto o modelo de crescimento com restrição de balanço de pagamentos pós-keynesiano como a abordagem estruturalista, que enfatiza as assimetrias tecnológicas entre os países do Norte e Sul. O segundo bloco trata do impacto sobre a conta corrente decorrente das mudanças estruturais verificadas nos países em desenvolvimento durante a década de noventa. O argumento é que as transformações contribuíram não só para a ampliação do déficit em conta corrente, mas também para a deterioração da relação entre comércio e crescimento.

O modelo pós-keynesiano avalia o déficit em conta corrente como a principal restrição ao crescimento em uma economia aberta. A versão original do modelo, proposta por Thirlwall no final da década de setenta, sugere que a taxa de crescimento consistente com o equilíbrio em conta corrente é determinada pela razão entre a taxa de crescimento das exportações e a elasticidade renda da demanda por importações. A necessidade de adequar o modelo à realidade dos países em desenvolvimento determinou modificações em versões posteriores do modelo. As principais modificações foram a introdução dos fluxos de capitais, de um limite ao endividamento externo e, mais recentemente, do pagamento de juros. A adequação do modelo de crescimento pós-keynesiano à economia brasileira corrobora a hipótese de restrição externa ao crescimento. Isso significa que o processo de crescimento não pode ser mantido em função da necessidade de ajustar o déficit em transações correntes por meio da redução na demanda.

A abordagem estruturalista interpreta o desequilíbrio em conta corrente como resultado da diferença no desenvolvimento tecnológico dos países do Sul em relação aos países do Norte, que são capazes de inovar. Em função da assimetria tecnológica, os países afastados da fronteira tecnológica tendem a manter um saldo em conta corrente persistentemente negativo. Para Porcile e Curado (2002), a defasagem tecnológica do Sul impõe um aspecto estrutural ao seu déficit comercial. Canuto (1998) expõe um modelo que abrange os aspectos de demanda e tecnológicos enfatizados pelos modelos pós-keynesiano e estruturalista.

Os modelos pós-keynesiano e estruturalista são complementados pela análise dos efeitos decorrentes das mudanças estruturais promovidas ao longo dos anos noventa. As

principais transformações enfatizadas pelos estudos alternativos são a reforma comercial, promovida no sentido de aumentar a concorrência doméstica e facilitar o acesso aos mercados no exterior, e a globalização produtiva das empresas transnacionais associada ao volume expressivo de influxo de investimento direto estrangeiro (IDE) e à expansão do comércio exterior. A conclusão é que as mudanças estruturais contribuíram para elevar o déficit externo dos países em desenvolvimento e agravar a restrição externa ao crescimento.

A principal questão do estudo consiste em analisar qual dos modelos fornece a explicação mais adequada para a deterioração da conta corrente do Brasil nos anos noventa. Com este intuito, o estudo para a economia brasileira se divide em duas partes. A primeira contempla os resultados de estudos aplicados ao Brasil, baseados nas teorias de conta corrente do *mainstream* e alternativas. A contribuição do presente estudo consiste em complementar a evidência fornecida pelos estudos precedentes com indicadores definidos de acordo com cada teoria. Do lado do *mainstream*, os aspectos analisados são a noção de agente representativo, a teoria de consumo renda permanente e a Doutrina Lawson. Para os alternativos, o presente estudo aplica à economia brasileira dois indicadores propostos pela UNCTAD para os países em desenvolvimento. Primeiro, realiza-se uma estimação que investiga o impacto da liberalização sobre a balança comercial e sobre a relação entre comércio e crescimento. Segundo, avalia-se a mudança na pauta de exportações do Brasil durante a última década por meio de um exercício que classifica as exportações por categorias de produto de acordo com a intensidade de fatores. Com base nos resultados fornecidos pelos estudos disponíveis e na análise dos indicadores selecionados para cada teoria, avalia-se qual dos enfoques teóricos é mais adequado ao comportamento da conta corrente do Brasil durante a década de noventa.

O estudo está estruturado em três capítulos, além desta introdução e da conclusão. O primeiro capítulo é dedicado à apresentação das teorias de conta corrente do *mainstream*. A apresentação da abordagem intertemporal para a conta corrente é precedida pela definição dos critérios para caracterização de uma teoria como *mainstream* e por uma breve revisão do desenvolvimento das teorias de conta corrente desde meados do século XX. A discussão prossegue com os critérios adotados para julgar se um déficit em conta corrente é preocupante e os respectivos resultados obtidos para os países em desenvolvimento. O capítulo contempla ainda os determinantes da conta corrente segundo análises aplicadas aos países em desenvolvimento, a associação entre reversão em conta corrente e crise cambial e a estrutura adotada pelo FMI para orientar suas recomendações de política econômica para economias de mercado emergentes.

O segundo capítulo consiste nos estudos alternativos ao *mainstream*. Novamente, o capítulo começa com a definição de critérios para caracterização de uma teoria de conta corrente como alternativa ao *mainstream*. Em seguida, o foco é deslocado para os modelos pós-keynesiano e estruturalista que tratam da conta corrente. Os estudos alternativos contemplam ainda uma discussão a respeito das mudanças estruturais ocorridas ao longo dos anos noventa que tiveram reflexos sobre o comportamento do saldo em conta corrente. O capítulo termina com as recomendações de política econômica enfatizadas pelos estudos alternativos.

O comportamento da conta corrente do Brasil é analisado no terceiro capítulo em duas partes. Primeiro, com base nos estudos de conta corrente do *mainstream* e alternativos já aplicados à economia brasileira. Segundo, avaliando os indicadores definidos a partir das teorias de conta corrente apresentadas nos dois primeiros capítulos.

A conclusão analisa qual das teorias de conta corrente propostas ao longo do estudo é mais adequada ao comportamento da conta corrente do Brasil na década de noventa.

## 1 Teorias de conta corrente do *mainstream*

Este capítulo trata das teorias de conta corrente desenvolvidas pelo *mainstream*. A partir da segunda metade do século XX foram elaboradas diversas teorias com o propósito de explicar o comportamento das contas externas, conforme exposto mais adiante. Como o objetivo do trabalho é entender o comportamento da conta corrente do Brasil na última década, este capítulo enfoca as abordagens mais recentes do *mainstream* pertinentes para avaliar a situação da conta corrente do Brasil. Das teorias de conta corrente do *mainstream* mais recentes<sup>1</sup>, considera-se como pertinente para o presente propósito as teorias que buscam explicar o movimento de transações correntes de países em desenvolvimento.

O capítulo está estruturado do seguinte modo. Primeiro, é preciso definir os elementos que caracterizam um estudo como *mainstream*. Em seguida, apresentamos uma breve descrição dos desenvolvimentos das teorias de conta corrente do *mainstream* desde meados do século XX. A terceira seção consiste na descrição da abordagem intertemporal para a conta corrente. A quarta seção se dirige ao tema central das discussões sobre a conta corrente atualmente: a sustentabilidade dos desequilíbrios em conta corrente. A seção seguinte abrange os estudos econométricos realizados pelo *mainstream* com o intuito de encontrar os potenciais determinantes da conta corrente nos países em desenvolvimento. A sexta seção investiga a potencial relação entre reversões em conta corrente e crises cambiais, motivada pelos episódios recentes de crises cambiais registrados nos países em desenvolvimento. A última seção apresenta o modelo utilizado pelo Fundo Monetário Internacional (FMI) para prescrever suas orientações de política econômica para países em desenvolvimento.

### 1.1 Critérios para definir uma teoria como *mainstream*

O ponto de partida para o desenvolvimento deste estudo é a classificação de uma teoria de conta corrente como originária do círculo de economistas representantes do pensamento dominante em economia (*mainstream*) ou de economistas que representam o pensamento econômico alternativo. A demarcação das abordagens teóricas segue determinados critérios. O procedimento para caracterização de uma teoria como *mainstream* consiste em apontar os aspectos gerais e específicos às teorias de conta corrente que distinguem essa abordagem teórica. O mesmo critério é adotado para classificar as teorias de conta corrente alternativas.

---

<sup>1</sup> Para uma apresentação das teorias de conta corrente do *mainstream* ver Obstfeld e Rogoff (1996).

Os aspectos gerais contemplam aspectos predominantes em estudos do *mainstream* dedicados não só à conta corrente. Os elementos abordados são o procedimento metodológico, a aceitação da lei de Say e a fundamentação microeconômica da macroeconomia.

O primeiro aspecto geral característico de uma teoria do *mainstream* refere-se ao seu procedimento metodológico. As teorias do *mainstream* abordam a economia como uma ciência positiva. A metodologia consiste em desenvolver uma teoria ou hipótese que forneça previsões válidas e com sentido sobre os fenômenos ainda não observados. A teoria é julgada pela adequação de suas previsões à realidade do fenômeno que se pretende explicar. A evidência empírica é o critério adotado para verificar se a hipótese é aceita ou refutada. Em geral, as teorias mais significativas apresentam pressupostos menos realistas. Os pressupostos não precisam ser uma descrição precisa da realidade, mas sim uma aproximação suficientemente boa para o propósito em questão. A teoria não pode ser julgada pela realidade de seus pressupostos. O importante para que uma teoria seja considerada suficientemente realista é que suas previsões sejam adequadas ao objeto em análise ou, pelo menos, melhores que as previsões oferecidas por teorias alternativas (FRIEDMAN, 1962).

O segundo aspecto presente nos estudos do *mainstream*, ainda que de forma implícita, é a aceitação da Lei de Say. A versão forte, chamada por Blaug (1985) de ‘Identidade de Say’, estabelece que o mercado monetário está sempre em equilíbrio porque, independentemente dos preços, a moeda funciona somente como meio de troca. A versão denominada de ‘Igualdade de Say’ assegura que o sistema tende ao equilíbrio com preços flexíveis. A oferta cria sua própria demanda em razão do comportamento dos preços (BLAUG, 1985).

A aceitação da Lei de Say é constatada nos estudos do *mainstream* que atribuem a determinação do crescimento às condições de oferta, de acordo com uma função de produção definida por capital, trabalho e produtividade total dos fatores. A variação dos fatores de produção é que determina uma mudança na produção e conseqüentemente no crescimento econômico. O pressuposto de pleno emprego dos recursos implica que os acréscimos na demanda afetam somente o nível de preços. Em termos de política econômica, a recomendação é em favor da liberalização dos mercados e da rejeição de políticas voltadas para o gerenciamento da demanda agregada.

Desde o início da década de setenta, os economistas do *mainstream* têm se dedicado à busca de fundamentos microeconômicos para a macroeconomia. O desafio impôs à economia neoclássica a necessidade de desenvolver uma estrutura analítica mais sofisticada, cujo resultado é a economia do *mainstream* (DOW, 1996). A fundamentação microeconômica está



presente nas teorias de conta corrente mais recentes que partem da noção de um agente representativo que maximiza uma função utilidade intertemporal. O desenvolvimento teórico mais importante do período é o axioma de expectativas racionais. A influência do axioma de expectativas racionais se estendeu do campo teórico para o trabalho empírico, permitindo a revisão de alguns tópicos. Por exemplo, Hall (1978) modificou profundamente os termos do debate sobre a teoria de consumo renda permanente ao propor que as mudanças no consumo seriam imprevisíveis. Na teoria de consumo renda permanente, o consumo é determinado por uma fração da renda permanente que o consumidor espera auferir ao longo da vida. O consumo muda conforme as expectativas são revisadas. Com expectativas racionais, os consumidores utilizam toda informação disponível para formar suas expectativas. Por essa razão, revisões em suas expectativas são imprevisíveis assim como as mudanças no consumo. O axioma de expectativas racionais é considerado o padrão em trabalhos empíricos atuais (MANKIW, 1990).

Aos elementos mais gerais propostos acima, deve-se acrescentar aspectos específicos às teorias de conta corrente do *mainstream*. O primeiro aspecto a ser destacado é a preocupação com a dimensão intertemporal da conta corrente, ou seja, com a sua trajetória ao longo do tempo e não somente com o resultado em um determinado período. Para o desenvolvimento da abordagem intertemporal, um pressuposto crucial é a livre mobilidade de capitais entre os países.

A preocupação com a dimensão intertemporal implica que a conta corrente não precisa estar necessariamente em equilíbrio, mesmo no longo prazo. A mobilidade de capitais permite que a poupança doméstica seja direcionada para outras aplicações além do investimento doméstico e que este seja financiado com recursos provenientes do exterior. O hiato de recursos é compensado pela entrada de capitais do exterior, permitindo ao país sustentar o déficit em conta corrente por um período indeterminado, desde que as contas do setor público estejam sob controle.

O segundo aspecto específico às teorias de conta corrente trata da determinação da taxa de câmbio. A explicação predominante reconhece que o comportamento da taxa de câmbio no médio prazo está associado aos fundamentos econômicos. A evidência empírica indica que o modelo adequado para definição do nível de equilíbrio da taxa de câmbio com base nos fundamentos é a paridade do poder de compra. Os estudos do *mainstream* reconhecem a dificuldade de explicar o movimento da taxa de câmbio no curto prazo em razão da presença de um componente imprevisível (ISARD et al., 2001).

A abordagem intertemporal não atribui à taxa de câmbio a tarefa de corrigir os desequilíbrios em conta corrente ajustando exportações e importações. Na verdade, a taxa de câmbio serve para igualar o saldo em conta corrente ao saldo da conta de capitais (DLUHOSCH; FREYTAG; KRÜGER, 1996). A abordagem intertemporal desenvolvida durante a década de oitenta assume que os preços domésticos são perfeitamente flexíveis<sup>2</sup> (OBSTFELD, 2000). Em termos de política econômica, a abordagem intertemporal não considera as políticas comercial e cambial instrumentos adequados para corrigir os desequilíbrios em conta corrente (DLUHOSCH; FREYTAG; KRÜGER, 1996).

Finalmente, o estudo do *mainstream* pode ser identificado pelo veículo utilizado para divulgar as suas teorias. Em grande parte, os estudos de conta corrente do *mainstream* são lançados primeiramente por instituições ou organismos que compartilham as proposições defendidas por essa matriz teórica. Obstfeld (2000) reconhece que os desenvolvimentos teóricos da macroeconomia internacional do *mainstream* no período posterior à segunda guerra mundial estão diretamente ligados às pesquisas do Fundo Monetário Internacional (FMI). Os principais centros de divulgação desses estudos são, além do FMI, o National Bureau of Economic Research e o Banco Mundial. Em seguida, a maioria dos estudos é publicada em periódicos de grande circulação no meio acadêmico como *Journal of International Economics*, *European Economic Review*, *Review of International Economics*, *Brooking Papers on Economic Activity*, entre outros.

## 1.2 Desenvolvimento das teorias de conta corrente

A intenção nessa seção é apresentar o desenvolvimento das teorias de conta corrente do *mainstream* desde meados do século XX até as explicações mais recentes que constituem o foco do capítulo. Sendo assim, a apresentação não consiste em uma exposição detalhada de cada teoria, mas sim em uma breve introdução dos elementos principais de cada teoria, tendo em vista a compreensão das matrizes dos desenvolvimentos teóricos mais recentes.

As primeiras tentativas de explicar o comportamento das contas externas logo após a segunda Guerra Mundial enfatizavam em grande parte a abordagem das elasticidades (EDWARDS, 2001). Para Obstfeld e Rogoff (1995), os preços relativos internacionais são o determinante central da conta corrente sob tal perspectiva. Assim, as elasticidades preço da demanda e da oferta determinam o fluxo internacional de capitais, enquanto os determinantes do nível de dispêndio internacional e renda são mantidos constantes. A abordagem das

---

<sup>2</sup> Os modelos intertemporais apresentados neste capítulo assumem implicitamente que os preços relativos de bens e serviços diferentes nunca mudam (OBSTFELD; ROGOFF, 1996).

elasticidades repercutiu também nas discussões para políticas nos países em desenvolvimento, dominadas até o começo dos anos 1970 pela então chamada visão “pessimista” das elasticidades (EDWARDS, 2001).

Obstfeld e Rogoff (1995) sugerem uma abordagem alternativa em que a conta corrente é vista como a diferença entre o produto interno do país e a absorção interna, que corresponde à soma do consumo, do investimento e dos gastos públicos. Nesse caso, a conta corrente é vista sob a ótica da absorção, enfoque proposto originalmente por Alexander em 1952, período em que era técnico do FMI (CARVALHO; SILVA, 2000). O déficit em conta corrente expressa um excesso da absorção em relação ao produto interno da economia, ou seja, o país “consome” mais do que produz.

O desenvolvimento do modelo Mundell-Fleming (M-F) no começo dos anos 1960 teve um efeito significativo sobre as discussões de política econômica. O modelo M-F começou a ganhar popularidade nos anos 1960 e ainda hoje possui um papel proeminente na formulação de políticas econômicas, em razão da expectativa dos responsáveis pela política econômica de alcançar ao mesmo tempo o equilíbrio interno e externo. Basicamente, o modelo M-F consiste em uma extensão da análise IS-LM clássica para uma economia aberta, supondo mobilidade internacional de capitais, substituição imperfeita entre bens domésticos e estrangeiros, nível de preço agregado constante e produto real variável. A popularidade recebida nos círculos políticos não impede que o modelo apresente falhas. A principal crítica reside no caráter essencialmente estático do modelo. O argumento é que estando o foco voltado para o curto prazo, o impacto dos desequilíbrios em conta corrente sobre o endividamento externo não é considerado. Portanto, a utilidade do modelo se restringe à descrição dos efeitos de curto prazo das políticas econômicas sobre o saldo em conta corrente, desconsiderando a trajetória de longo prazo que resulta da interação entre choques e fluxos (KNIGHT; SCACCIAVILLANI, 1998).

Razin (1995) também crítica a abordagem tradicional Mundell-Fleming como modelo macroeconômico de uma economia aberta em razão do saldo comercial ser colocado em segundo plano, importante somente pelo seu efeito sobre o produto corrente.

A década de 1970 constitui um período marcante no desenvolvimento da macroeconomia aberta do *mainstream*. Para Sachs (1981), o período foi caracterizado por flutuações acentuadas na taxa de câmbio e déficits sem precedentes nos países desenvolvidos. Para Knight e Scacciavillani (1998), os distúrbios em conta corrente associados às distorções na taxa de câmbio real predominantes no sistema de taxas de câmbio flutuantes pós Bretton Woods levaram os economistas a desenvolverem explicações mais sofisticadas para a conta

corrente. O resultado foi a ênfase sobre o hiato poupança-investimento que corresponde ao saldo em conta corrente<sup>3</sup>. Do ponto de vista político, a principal mudança foi que desequilíbrios em conta corrente, que justificavam ação política imediata, sob a perspectiva do M-F, poderiam ser sustentados no longo prazo.

Para Edwards (2001), foi a preocupação dos formuladores de política econômica com os desequilíbrios em conta corrente que motivou o entendimento mais preciso dos seus determinantes. Dentre os novos desenvolvimentos, a abordagem intertemporal recebeu maior ênfase em decorrência de dois fatos inter-relacionados.

Primeiro, da perspectiva da contabilidade nacional básica, a conta corrente é igual à poupança menos investimento. Segundo, desde que as decisões de poupança e investimento estão baseadas sobre fatores intertemporais, a conta corrente é necessariamente um fenômeno intertemporal. (EDWARDS, 2001, p. 4, tradução nossa).

Obstfeld e Rogoff (1995) consideram a abordagem intertemporal para a conta corrente uma extensão da abordagem da absorção, em razão das decisões de investimento e poupança privada, e até mesmo as decisões do governo, serem baseadas na expectativa de variáveis como crescimento futuro da produtividade, gastos do governo e taxas de juros reais. Acrescentam ainda que a abordagem intertemporal fornece uma síntese das abordagens de elasticidade e absorção, pois explica os determinantes macroeconômicos de preços relativos e analisa o impacto de preços correntes e futuros sobre poupança e investimento.

Em comparação com o modelo M-F estático, Razin (1995) avalia que a abordagem intertemporal fornece uma estrutura adequada para análise positiva e normativa da dinâmica da conta corrente. A diferenciação dos dois modelos pode ser estabelecida também com base nos fatores cruciais orientando a natureza do equilíbrio.

No modelo renda-dispêndio estático, a natureza do equilíbrio macroeconômico reflete a magnitude relativa dos parâmetros medindo os efeitos de mudanças na renda sobre o dispêndio e a demanda por moeda. No modelo intertemporal, em contraste, a natureza do equilíbrio reflete os parâmetros medindo os efeitos da substituição intertemporal e da posição dívida-renda. (RAZIN, 1995, p. 170, tradução nossa).

Knight e Scacciavillani (1998) sugerem ainda outra diferença entre os dois modelos. Enquanto o modelo M-F só permite analisar o comportamento de curto prazo da conta corrente, a abordagem intertemporal, em sua versão *consumption-smoothing*, está preocupada principalmente com a sustentabilidade intertemporal da conta corrente. Tanto a descrição do

---

<sup>3</sup> A explicação da correspondência entre o hiato poupança-investimento e o saldo em conta corrente será exposta na próxima seção, pois serve de ponto de partida para a abordagem intertemporal.

modelo *consumption-smoothing*, como a questão da sustentabilidade intertemporal da conta corrente são analisadas adiante.

Para Edwards (2001), a abordagem intertemporal trouxe a importante implicação política de que o aumento no déficit em conta corrente decorrente de um aumento no investimento não deveria ser motivo para preocupação. Esse é o argumento que Sachs (1981) usa para afirmar que o aumento do endividamento externo dos países em desenvolvimento no final dos anos 70 não era motivo de preocupação. O déficit em conta corrente também não preocupava se as contas do setor público estivessem equilibradas, argumento que ficou conhecido como Doutrina Lawson<sup>4</sup>.

A determinação de que o saldo em conta corrente deve ser motivo para preocupação somente se for originado por desequilíbrios fiscais e não se estiver associado a decisões de poupança e investimento constitui para Corden (1994) a nova visão sobre a conta corrente. A velha visão propunha que os déficits em conta corrente não poderiam ser sustentados indefinidamente. Além disso, as causas do desequilíbrio em conta corrente não eram relevantes. Esta visão descreve a situação predominante em todos os países, com exceção do Estados Unidos, após o sistema de Bretton Woods. Nesse período, os países que registrassem um déficit em conta corrente tinham que financiá-lo com redução nas reservas internacionais. Sendo assim, um déficit em conta corrente deveria ser monitorado atentamente para evitar uma escassez de reservas. No começo dos anos 70, a mobilidade de capitais mais acentuada permitiu que os países desenvolvidos e alguns países em desenvolvimento financiassem seus déficits externos no mercado financeiro internacional. Corden (1994) acredita que a velha visão sobreviveu até muito recentemente e ainda hoje pode ser justificável para alguns países em desenvolvimento que enfrentam restrições de empréstimo.

Para Edwards (2001) a ocorrência de crises da dívida a partir de 1982 demonstrou que importantes implicações da nova visão estavam sujeitas a falhas. Isto porque a crise atingiu alguns países em que o grande déficit em conta corrente estava associado a taxas crescentes de investimento e/ou contas fiscais equilibradas. Conseqüentemente, vários autores se afastaram da Doutrina Lawson, com o argumento de que déficits em conta corrente eram um problema mesmo se a poupança doméstica fosse alta e crescente.

No começo da década de 1990, o fluxo de capitais privados para países emergentes foi retomado. Na América Latina, a entrada de capitais teve como contrapartida a ampliação

---

<sup>4</sup> Referência ao ex-primeiro Ministro da Fazenda do Reino Unido, Nigel Lawson, que comentou em uma palestra para o FMI durante 1988 que os déficits em conta corrente do Reino Unido no passado eram prejudiciais, pois resultavam de desequilíbrios nas contas públicas, mas que a situação atual era completamente diferente. Um ano depois o país entrou em uma grave crise marcada por queda do produto e elevação do desemprego.

significante do déficit em conta corrente. Para Edwards (2001), o novo cenário levou a uma retomada da Doutrina Lawson em alguns círculos políticos. No entanto, essa percepção não durou muito tempo. A crise mexicana no final de 1994 demonstrou novamente as falhas da Doutrina Lawson, ignoradas pelas autoridades mexicanas, que insistiam na tese de que o déficit em conta corrente não preocupava uma vez que as contas fiscais estavam equilibradas. Edwards (1999) identifica a emergência nos círculos políticos de uma "visão consensual" sobre as causas da crise mexicana no começo de 1997. Por "visão consensual" o autor entende um conjunto de indicadores de vulnerabilidade que supostamente sinalizavam uma crise iminente no balanço de pagamentos. Para Edwards (1999), a "visão consensual" compreende os seguintes elementos:

- Taxas de câmbio *pegged* (ou muito rígidas) são perigosas; a sobrevalorização cambial real pode ser fatal.
- Déficits em conta corrente muito grandes preocupam, mesmo quando financiados com fundos privados e com as finanças públicas sob controle.
- Fluxos de capital de *portfolio* podem ser altamente voláteis.
- Bancos devem ser supervisionados de perto; bancos fracos convidam contágio.
- Transparência nas operações financeiras é importante para desenvolver confiança entre os investidores.

O segundo item demonstra o descrédito da Doutrina Lawson, ao sugerir que um déficit em conta corrente exagerado preocupa mesmo que as contas fiscais estejam equilibradas. Edwards (1999) adverte que analistas do Leste Asiático ignoraram as lições do México, subestimando os perigos de um colapso sério na região. Após a crise, novamente os analistas tentaram entender melhor as causas por trás das crises cambiais. No entanto, a hipótese de que o déficit em conta corrente constituiu a principal causa do colapso das economias do Leste Asiático permanece uma questão um tanto controversa.

Para Edwards (2001), os episódios de crises cambiais dos anos 1990 levaram os participantes do mercado a se preocuparem com a evolução dos saldos em conta corrente de países emergentes, o que resultou no desenvolvimento de modelos de "sustentabilidade" da conta corrente.

Diante dos episódios recentes de crises cambiais nos mercados emergentes, estudos do *mainstream* têm investigado a potencial relação entre reversão no saldo em conta corrente e crise cambial, isto é, em que medida uma crise cambial precede uma reversão em conta corrente e quais as conseqüências macroeconômicas. Enfim, a questão principal é determinar

se os déficits em conta corrente são sustentáveis ou se preocupam e requerem ação política imediata. A seguir, apresenta-se a principal abordagem para a conta corrente predominante no *mainstream*. Mais adiante, o foco será deslocado para estudos do *mainstream* que investigam potenciais relações de causalidade entre o saldo em conta corrente e variáveis macroeconômicas, tais como déficit do governo, crescimento do produto e taxa de câmbio.

### 1.3 A abordagem intertemporal para a conta corrente

Para Obstfeld e Rogoff (1995, p. 1732), dois elementos explicam o desenvolvimento da abordagem intertemporal para determinação da conta corrente: “[...] esse novo foco na macroeconomia aberta resultou tanto de avanços teóricos em outras partes da economia, como dos eventos econômicos que modelos de economia aberta pareciam mal equipados para examinar.”

No campo teórico, uma modificação importante foi a crítica de expectativas racionais feita por Lucas à fundamentação teórica inadequada do trabalho econométrico (DOW, 1996). Os modelos de economia aberta produziram conclusões políticas mais confiáveis se as regras de decisão dos agentes econômicos fossem *forward-looking*. O impulso adicional para o desenvolvimento de uma nova abordagem veio dos desequilíbrios em conta corrente que surgiram após os dois choques do petróleo. Os países industriais e em desenvolvimento apresentavam padrões divergentes de ajustamento da conta corrente, acarretando a necessidade de tratar a resposta dinâmica ótima frente aos choques externos como um problema inerentemente intertemporal. Nos países em desenvolvimento, a necessidade de avaliar os níveis da dívida levava também a uma noção de déficit em conta corrente intertemporalmente ótimo (OBSTFELD; ROGOFF, 1995).

Sachs (1981) considera que os movimentos em conta corrente são melhor analisados em um modelo macroeconômico dinâmico. O argumento é que o saldo em conta corrente expressa poupança nacional ou empréstimo em relação ao resto do mundo e, por essa razão, é o resultado de escolhas intertemporais de famílias, firmas e governo. Conseqüentemente, uma teoria de conta corrente expressa em termos de um saldo estático de exportações e importações faz tanto sentido como uma teoria de poupança e investimento de um período.

Milesi-Ferretti e Razin (1999) sugerem duas abordagens para a implementação empírica dos modelos intertemporais da conta corrente. A primeira consiste na abordagem *consumption-smoothing* para a conta corrente e é explorada mais adiante. A outra abordagem consiste na determinação de um modelo intertemporal das respostas previstas do investimento e da conta corrente a vários tipos de choques como, por exemplo, de produtividade, levando

em consideração custos de ajustamento do investimento e mobilidade perfeita do capital. Segundo Obstfeld e Rogoff (1996), a distinção entre choques de produtividade específicos aos países e globais é essencial para implementação empírica do modelo. Milesi-Ferretti e Razin (1999) ressaltam que, embora a presença de custos de ajustamento do investimento e de produtividade estocástica proporcione maior realismo ao modelo, a sua aplicação tem sido restrita a uma amostra de países industriais, em razão dos requerimentos de dados<sup>5</sup>.

Segundo Knight e Scacciavillani (1998), o modelo *consumption-smoothing* focaliza decisões de poupança e investimento de longo prazo e possui duas versões. A descrição do modelo em suas duas versões segue a estrutura apresentada por Obstfeld e Rogoff (1996). O ponto de partida para ambas versões do modelo *consumption-smoothing* é a identidade contábil básica, expressa em termos do saldo em conta corrente:

$$CA_t = Y_t + r_t B_t - C_t - G_t - I_t = B_{t+1} - B_t \quad (1.1)$$

onde CA é o saldo em conta corrente, t indica um período de tempo discreto, B é o estoque de ativos externos líquidos do país, Y é o PIB, C é o consumo, G é o dispêndio público corrente, I é a soma do investimento público e privado, e r é a taxa de juros mundial.

A equação (1.1) expressa o saldo em conta corrente de um país como a mudança nos seus ativos externos líquidos. Obstfeld e Rogoff (1996) justificam esse modo de expressar o saldo em conta corrente com o argumento de que assim a conta corrente representa comércio ao longo do tempo, enquanto a visão de exportação líquida se restringe aos determinantes das exportações e importações dentro de um único período de tempo. Considerando que a poupança nacional (S) corresponde ao produto nacional ( $Y_t + r_t B_t$ ) menos o consumo privado e do governo, podemos reescrever o saldo em conta corrente em termos do hiato poupança-investimento:

$$CA_t = S_t - I_t \quad (1.2)$$

Para Obstfeld e Rogoff (1996), a identidade poupança-investimento revela que a conta corrente é fundamentalmente um fenômeno intertemporal. Além disso, constitui um instrumento essencial para analisar o impacto de políticas econômicas e distúrbios sobre a conta corrente.

Para Razin (1995), a mobilidade de capital é um pressuposto crucial caracterizando todos os modelos intertemporais e, como se comenta mais à frente, tem implicações importantes na interpretação dos resultados empíricos da conta corrente.

---

<sup>5</sup> Uma aplicação desse tipo de modelo pode ser vista em Glick e Rogoff (1995).



A primeira versão da abordagem *consumption-smoothing* consiste em um modelo de conta corrente com previsão perfeita. Para Obstfeld e Rogoff (1995), essa simplificação serve pelo menos a dois propósitos úteis. Primeiro, esclarece problemas para os quais a incerteza possui importância secundária. Segundo, serve de referência para julgar as previsões de modelos estocásticos mais amplos. A análise foca uma economia aberta pequena<sup>6</sup> com horizonte infinito. O problema do indivíduo representativo consiste em maximizar uma função utilidade, como a que segue:

$$U_t = \sum_{s=t}^{\infty} \beta^{s-t} u(C_s) \quad (1.3)$$

onde  $\beta$  é a taxa de preferência temporal, que mede a impaciência do indivíduo para consumir,  $C_s$  é o nível de consumo do período  $s$ .

A identidade contábil (1.1) pode ser usada para substituir o nível de consumo da função utilidade, resultando no seguinte problema de maximização para o consumidor:

$$U_t = \sum_{s=t}^{\infty} \beta^{s-t} u[(1+r)B_s - B_{s+1} + Y_s - I_s - G_s] \quad (1.4)$$

Maximizando a utilidade em relação a  $B_{s+1}$ , obtém-se como condição de primeira ordem a equação de consumo de Euler:

$$u'(C_s) = (1+r) \hat{\alpha}'(C_{s+1}) \quad (1.5)$$

O consumidor representativo está sujeito a uma restrição orçamentária intertemporal obtida a partir da identidade contábil (1.1), supondo que a taxa de juros mundial é constante e que a condição de transversalidade<sup>7</sup> se mantém:

$$\sum_{s=t}^{\infty} \left( \frac{1}{1+r} \right)^{s-t} (C_s + I_s) = (1+r)B_t + \sum_{s=t}^{\infty} \left( \frac{1}{1+r} \right)^{s-t} (Y_s - G_s) \quad (1.6)$$

Assumindo que o fator de desconto subjetivo ( $\hat{\alpha}$ ) se igua ao fator de desconto do mercado ( $1/(1+r)$ ), a equação de Euler implica um nível de consumo ótimo constante ao longo do tempo, determinado a partir da restrição orçamentária intertemporal:

$$\bar{C} = C_t = \frac{r}{1+r} \left[ (1+r)B_t + \sum_{s=t}^{\infty} \left( \frac{1}{1+r} \right)^{s-t} (Y_s - G_s - I_s) \right] \quad (1.7)$$

<sup>6</sup> O termo pequeno aqui não se refere ao tamanho do país seja em termos de população ou dimensão geográfica, mas sim à influência do país sobre a taxa de juros mundial. Um país pequeno não tem influência sobre a taxa de juros mundial.

<sup>7</sup> A condição de transversalidade propõe que no limite tendendo ao infinito os ativos externos líquidos do país descontados a taxa de juros mundial sejam iguais a zero. Ela assegura que a economia usa exatamente os recursos que a sua restrição orçamentária permite.

O termo entre colchetes representa a riqueza disponível ao consumidor no período  $t$ . Esse termo permanece constante ao longo do tempo. A função consumo acima determina que o indivíduo representativo consuma o valor anual descontado de sua riqueza<sup>8</sup> total líquida dos gastos de investimento e do governo. Para Obstfeld e Rogoff (1996) esse resultado está associado à ‘hipótese de renda permanente’ de Friedman. Para Ostry (1997), a teoria de consumo e poupança da renda permanente é o principal bloco de desenvolvimento da abordagem *consumption-smoothing* para a determinação da conta corrente. Para a seqüência do estudo, o importante é ter em mente que o consumo é determinado por uma fração constante da riqueza total auferida ao longo da vida e não pela renda do período corrente<sup>9</sup>. Os choques que alterem a renda corrente (aumento em  $Y_s$ ) não serão repassados integralmente ao consumo imediato, que depende da renda permanente. Na medida em que o aumento da renda corrente afeta somente uma parcela da renda permanente, então o consumo responderá somente ao acréscimo da renda permanente. Embora o consumo imediato não cresça na mesma magnitude da renda corrente, toda a trajetória do consumo ao longo da vida do indivíduo representativo será afetada. Esse aspecto caracteriza a abordagem *consumption-smoothing*. A resposta do consumo seria diferente se o aumento na renda fosse permanente. Nesse caso, o consumo cresceria exatamente na medida do acréscimo na renda e toda a trajetória do consumo seria afetada.

O aspecto *consumption-smoothing* é importante para a conta corrente, pois afeta o modo como o consumo e, conseqüentemente, a poupança respondem a diferentes choques sobre a economia. Antes de avaliar o impacto de diferentes choques sobre a economia, é preciso definir o saldo em conta corrente. Dados os pressupostos de taxa de juros mundial constante e  $\hat{a} = 1/(1+r)$ , Obstfeld e Rogoff (1996) definem a equação fundamental para a conta corrente:

$$CA_t = B_{t+1} - B_t = (Y_t - \tilde{Y}_t) - (I_t - \tilde{I}_t) - (G_t - \tilde{G}_t) \quad (1.8)$$

Na equação acima, o til representa o nível permanente<sup>10</sup> de uma variável. Para Obstfeld e Rogoff (1996), a equação acima fornece previsões fundamentais. Uma deterioração do saldo em conta corrente ocorre quando:

<sup>8</sup> Obstfeld e Rogoff (1996) definem o valor anual da riqueza como o montante que pode ser consumido mantendo a riqueza constante. A equação (5) pode ser expressa como  $C_t = (r/1+r)W_t$ .

<sup>9</sup> Dado o pressuposto de que  $\hat{a} = 1/1+r$ .

<sup>10</sup> Obstfeld e Rogoff (1996) definem o nível permanente de uma variável como o valor anual à taxa de juros prevalente, ou seja, o nível constante hipotético com o mesmo valor presente que a própria variável.

- O produto cai abaixo do seu nível permanente. A queda na renda corrente é mais acentuada que a redução no consumo, o que leva a uma queda da poupança e, conseqüentemente, uma deterioração do saldo em conta corrente;
- O investimento está acima do seu nível permanente. Como o produto é o mesmo, o país toma recursos emprestados no exterior para evitar uma queda no consumo. O investimento mais alto contribui para reduzir o saldo em conta corrente.
- Os gastos do governo ultrapassam o seu nível permanente. Como o produto não muda, o aumento nos gastos do governo leva uma redução da poupança e, conseqüentemente, uma redução do saldo em conta corrente.

A equação fundamental pode ser modificada relaxando os pressupostos do modelo. Para Edwards (2001), o abandono do pressuposto de que o fator de desconto subjetivo é igual ao fator de desconto do mercado não altera as implicações mais importantes da análise, mas se a taxa de juros mundial deixa de ser constante, a análise torna-se um tanto mais complicada. A exclusão dos dois pressupostos produz a equação fundamental generalizada para a conta corrente:

$$CA_t = (r_t - \tilde{r}_t)B_t + (Y_t - \tilde{Y}_t) - (I_t - \tilde{I}_t) - (G_t - \tilde{G}_t) + \left( \frac{\tilde{\Gamma}_t - 1}{\tilde{\Gamma}_t} \right) (\tilde{r}_t B_t + \tilde{Y}_t - \tilde{I}_t - \tilde{G}_t) \quad (1.9)$$

Para Obstfeld e Rogoff (1996), a equação fundamental generalizada traz uma implicação nova e importante que foi escondida pelo pressuposto de uma taxa de juros mundial constante. Para um país devedor, ou seja, quando a posição de ativos externos líquidos é negativa ( $B < 0$ ), uma taxa de juros acima do seu nível permanente produz uma deterioração no saldo em conta corrente. Essa alteração é provocada porque o aumento na taxa de juros mundial eleva a carga de juros que o país tem de remeter para o exterior a fim de honrar o serviço da dívida externa. A situação é oposta no caso de um país credor. O efeito distinto que um aumento na taxa de juros tem sobre países credores e devedores é considerada por Reisen (1998) uma das predições importantes da abordagem intertemporal. O último termo do lado direito da equação corresponde ao fator de ajustamento do consumo que aparece em razão da diferença entre o fator de desconto subjetivo e o fator de desconto de mercado (EDWARDS, 2001).

Edwards (2001) conclui a partir do modelo acima que a resposta ótima do país a um choque exógeno negativo é registrar déficits em conta corrente muito altos. A variação do saldo em conta corrente é o mecanismo que permite ao país suavizar o consumo ao longo do tempo. No entanto, o problema é que o modelo determina déficits em conta corrente muito

acima dos saldos efetivamente registrados pelos países. Esse desafio tem sido resolvido com a introdução de custos de ajustamento e outros tipos de rigidez na análise.

A segunda versão do modelo *consumption-smoothing* consiste em um modelo estocástico da conta corrente. Segundo Obstfeld e Rogoff (1996), a principal diferença em relação ao modelo anterior é que agora os indivíduos podem ser surpreendidos por eventos inesperados, não só no período inicial, mas repetidamente. A versão estocástica do modelo incorpora o pressuposto mais fraco de que os indivíduos têm expectativas racionais.

Nesta segunda versão do modelo *consumption-smoothing*, os níveis futuros de produto, investimento e consumo do governo são variáveis aleatórias. Se antes o indivíduo representativo maximizava a utilidade ao longo da vida, na nova versão, frente à incerteza, deve maximizar o valor esperado da utilidade ao longo da vida.

$$U_t = E_t \left\{ \sum_{s=t}^{\infty} \beta^{s-t} u(C_s) \right\} \quad (1.10)$$

onde o operador  $E \{ \cdot \}$  é uma expectativa matemática condicional.

Assume-se que só há um título sem risco comercializado internacionalmente e que a taxa de juros mundial  $r$  é constante nesse modelo, de tal forma que a mesma identidade contábil (1.1) para a conta corrente prevalece. Adotando o mesmo procedimento para maximização da função utilidade empregado anteriormente, chega-se à equação de Euler em sua versão estocástica<sup>11</sup>:

$$u'(C_t) = (1+r) \hat{C} E_t \{ u'(C_{t+1}) \} \quad (1.11)$$

A restrição orçamentária intertemporal possui uma aparência semelhante à equação (1.6). No entanto, há uma diferença sutil. A restrição orçamentária no modelo estocástico envolve variáveis aleatórias e requer que o resultado do jogo de Ponzi<sup>12</sup> nunca ocorra, independente do choque que atinja a economia. A restrição orçamentária intertemporal aleatória deve ser obedecida com probabilidade um (OBSTFELD; ROGOFF, 1996).

Substituindo a primeira derivada função utilidade quadrática linear<sup>13</sup> na equação de Euler (1.11), chega-se ao resultado proposto por Hall (1978) de que o consumo segue um passeio aleatório, ou seja,  $E_t C_{t+1} = C_t$ . Substituindo  $C_t$  por  $E_t C_s$ <sup>14</sup> na versão estocástica da restrição orçamentária, Obstfeld e Rogoff (1996) determinam uma solução para o consumo,

<sup>11</sup> Para o período  $s = t$ .

<sup>12</sup> Segundo Obstfeld e Rogoff (1996), o resultado do jogo de Ponzi ocorre quando o crescimento da dívida é pelo menos igual à taxa de juros.

<sup>13</sup> O exemplo utilizado por Obstfeld e Rogoff (1996) é  $u(C) = C - (a_0/2)C^2$ , em que  $a_0 > 0$ .

<sup>14</sup>  $E_t C_s = E_t C_{s-1} = E_t C_{s-2} = \dots = E_t C_{t+1} = C_t$ .

que consiste em uma versão valor esperado da função consumo renda permanente, como mostra a próxima equação:

$$C_t = \frac{r}{1+r} \left[ (1+r)B_t + \sum_{s=t}^{\infty} \left( \frac{1}{1+r} \right)^{s-t} E_t \{ Y_s - G_s - I_s \} \right] \quad (1.12)$$

Assumindo utilidade quadrática, o consumo passa a ser determinado pelo princípio de equivalência à certeza, que equivale às pessoas tomarem decisões em um ambiente de incerteza como se as variáveis estocásticas futuras certamente fossem igualar às suas médias condicionais. No entanto, a equivalência à certeza raramente pode ser considerada uma base racional para decisões, embora nesse caso seja apropriada (OBSTFELD; ROGOFF, 1996).

Para Obstfeld e Rogoff (1996), o modelo estocástico da conta corrente, assim como a análise sob previsão perfeita, fornece idéias (*insights*) úteis sobre os efeitos de flutuações de curto e médio prazos, enquanto as implicações de longo prazo devem ser interpretadas com cuidado.

A partir da função consumo dada pela equação (1.12), chega-se a uma versão estocástica para a conta corrente semelhante à equação fundamental (1.8). A equação fundamental é substituída por:

$$CA_t = B_{t+1} - B_t = (Y_t - E_t \tilde{Y}_t) - (I_t - E_t \tilde{I}_t) - (G_t - E_t \tilde{G}_t) \quad (1.13)$$

Para testar as implicações do modelo estocástico da conta corrente, Obstfeld e Rogoff (1996) adotam a abordagem sugerida por Campbell (1987) em um estudo sobre poupança. O resultado é a modificação da equação (1.13):

$$CA_t = - \sum_{s=t}^{\infty} \left( \frac{1}{1+r} \right)^{s-t} E_t \Delta Z_s \quad (1.14)$$

onde  $Z \equiv Y - G - I$  é o produto líquido<sup>15</sup> e  $\bullet Z_s = Z_s - Z_{s-1}$ .

A equação (1.14) define o saldo em conta corrente como o negativo do valor esperado descontado das mudanças no produto líquido. Em outros termos, o saldo em conta corrente depende da expectativa que os agentes possuem a respeito do comportamento futuro da economia, ou seja, das expectativas sobre a variação do produto líquido. Por exemplo, se a expectativa for de aumento no produto líquido ( $\bullet Z_s > 0$ ), então o consumo corrente cresce e a poupança cai, dado que o produto corrente não muda. O acréscimo no consumo atual será financiado com a absorção de recursos do exterior, cujo pagamento será efetuado em momentos posteriores com a corrente de produto futuro. O resultado é a deterioração do saldo

<sup>15</sup> Alguns autores, como Ostry (1997) e Ghosh e Ostry (1995) usam o termo fluxo de caixa para designar o produto líquido.

em conta corrente atual. Portanto, expectativas favoráveis sobre o produto no futuro levam a uma deterioração imediata do saldo em conta corrente. Para Obstfeld e Rogoff (1996), o déficit em conta corrente é um indicador dos acréscimos futuros no produto líquido. Sob essa perspectiva, um déficit em conta corrente não representa necessariamente um mau sinal. “O saldo em conta corrente, portanto, reflete as escolhas intertemporais de agentes racionais e em geral não precisa necessariamente ser interpretado como um sinal de aviso que a economia está fora dos trilhos.” (KNIGHT; SCACCIAVILLANI, 1998, p.12, tradução nossa).

A interpretação é de que o déficit em conta corrente não representa necessariamente sinal de fragilidade e, pelo contrário, pode ser positivo para a economia em razão do seu efeito sobre o crescimento:

Uma importante implicação da abordagem intertemporal é que as perspectivas de crescimento de um país não são restringidas pelo déficit em conta corrente. Ao invés, o oposto é verdade. Um déficit em conta corrente cresce a oferta de recursos reais que podem ser usados produtivamente dentro da economia. (DLUHOSCH; FREYTAG; KRÜGER, 1996, p. 206, tradução nossa).

Para Ostry (1997), a equação (1.14) resume o modelo intertemporal de um modo adequado. A resposta da conta corrente a diferentes tipos de choques exógenos depende se estes são permanentes ou temporários. No primeiro caso, como a variação do produto líquido não sofre alteração, o saldo em conta corrente permanece igual. Já os choques temporários tendem a exercer um efeito direto sobre a conta corrente. Assim, choques temporários desfavoráveis reduzem o saldo em conta corrente imediatamente. O inverso ocorre no caso de um choque favorável. Em todas as situações, a conta corrente funciona como um amortecedor que suaviza o consumo na presença de distúrbios temporários (OSTRY, 1997).

Ostry (1997) ressalta que a implementação empírica da equação (14) apresenta um problema principal. Conforme visto anteriormente, o saldo em conta corrente é determinado pelo valor presente dos declínios esperados no produto líquido, e não pelos declínios efetivos. O problema é que ninguém sabe qual o conjunto de informação que os agentes usam para formar expectativas sobre a variação do produto líquido. Para contornar o problema, Ostry (1997) sugere o procedimento adotado por Campbell e Shiller (1987) em que a própria conta corrente reflete toda a informação sobre o curso futuro do produto líquido. Acredita-se que ao incluir a conta corrente no conjunto de informação pode-se capturar o conjunto de informação efetivamente empregado pelos agentes privados na previsão do produto líquido futuro.

A partir da equação (1.14) é possível estabelecer uma trajetória ótima para a conta corrente que serve de referência para comparação com os dados verdadeiros da posição em

conta corrente. Relembrando que o modelo intertemporal descrito anteriormente parte do pressuposto de que a mobilidade de capital é perfeita, então o déficit (superávit) em conta corrente determina o montante ótimo de recursos que o país tem que absorver (transferir) do exterior. Ghosh e Ostry (1995) definem o nível ótimo de fluxos de capitais como aquele que permite aos agentes suavizarem plenamente seus níveis de consumo diante de choques no produto líquido. Os desvios dos fluxos efetivos de capital da referência possuem uma interpretação econômica. Quando os fluxos efetivos possuem menor volatilidade que os fluxos ótimos, a mobilidade de capital pode não ser perfeita. Na situação oposta, em que os fluxos efetivos são mais voláteis do que os fluxos ótimos, fatores especulativos podem ser importantes na alocação dos fluxos de capitais (GHOSH; OSTRY, 1995).

Enfim, a principal mensagem que pode ser extraída do modelo intertemporal desenvolvido acima, em ambas versões, é que um déficit em conta corrente não representa necessariamente sinal de fragilidade ou risco iminente de crise. Pelo contrário, o déficit em conta corrente pode ser o resultado de um produto ou investimento acima do seu nível permanente no caso do modelo determinístico ou resultado de uma expectativa otimista sobre a variação do produto líquido futuro no modelo estocástico. Nos dois casos, o déficit em conta corrente claramente não deve ser entendido como motivo para preocupação e, portanto, não recomenda ação política imediata. Em resumo, conforme definição de Milesi-Ferretti e Razin (1996), os desequilíbrios em conta corrente são o veículo para a alocação intertemporal de recursos.

Na próxima seção, veremos que o modelo estocástico pode ser utilizado para avaliar se o déficit em conta corrente de um país representa um problema. O objetivo é entender os critérios empregados pelo *mainstream* para julgar se o déficit em conta corrente deve ser motivo de preocupação.

#### **1.4 Os déficits em conta corrente são um problema?**

Como descrito anteriormente, a Doutrina Lawson, que não considera um déficit em conta corrente como preocupante quando as contas do setor público estão equilibradas, sofreu um novo abalo, após os episódios de crises cambiais recentes em países em que o déficit era decorrente de desequilíbrio privado no hiato poupança-investimento. Em razão do descrédito da Doutrina Lawson, Reisen (1998) acredita ser necessário definir quando os déficits em conta corrente podem ser considerados sustentáveis ou quando são excessivos. Apresenta cinco argumentos que podem explicar o que estava errado com a Doutrina Lawson:

- O pressuposto de expectativas racionais implica que os saldos em conta corrente sempre resultam de decisões do setor privado, com ou sem déficit público. Para Reisen (1998), os defensores da Doutrina Lawson não acreditam na equivalência Ricardiana. Esta sugere que desequilíbrios nas contas públicas, que promovem mudanças na poupança do setor público, não terão efeito sobre a conta corrente, pois serão compensados por modificações opostas de mesma magnitude na poupança privada. Se tal argumento é válido, déficit público não resulta em déficit em conta corrente. Logo, prevalecendo a equivalência Ricardiana, a Doutrina Lawson não faz sentido.
- Os passivos do setor privado frequentemente compõem o passivo do setor público. Se esse é o caso, os desequilíbrios nas contas públicas podem ser o resultado de decisões do setor privado e, segundo a Doutrina Lawson, não deveriam preocupar as autoridades responsáveis pela política econômica.
- Os retornos esperado e observado da poupança e do investimento podem ser distorcidos por várias falhas de mercado. Nesse caso, as decisões do setor privado podem não ser ótimas e por essa razão o déficit em conta corrente pode preocupar mesmo com as contas do setor público em equilíbrio.
- A deterioração do déficit em conta corrente está associada a uma apreciação insustentável da taxa de câmbio real, situação prejudicial às estratégias de desenvolvimento baseadas em expansão das exportações e substituição de importações eficiente.
- Os mercados se preocupam com o risco país e observam também a dívida total do país. Nesse caso, Reisen (1998) acredita que não só a fonte da sua mudança, mas a conta corrente como um todo se torna relevante.

Obstfeld e Rogoff (1996) reconhecem que a questão da sustentabilidade dos déficits em conta corrente de países altamente endividados é o foco de parte considerável das análises realizadas tanto por formuladores de política econômica como por agentes privados no mercado de capitais mundial.

Ao julgar um déficit em conta corrente, Milesi-Ferretti e Razin (1996) levantam três questões. Primeiro, o país devedor é solvente? Segundo, os desequilíbrios em conta corrente são sustentáveis? E por último, o déficit em conta corrente é excessivo? As duas primeiras questões adotam os critérios de solvência e sustentabilidade para julgar a posição em conta corrente, enquanto a última avalia se um déficit externo é excessivo. Segundo distinção feita por Calderón, Loayza e Servén (1999), os dois primeiros critérios seguem a abordagem



baseada na aritmética da solvência intertemporal, enquanto o outro critério consiste em uma abordagem de equilíbrio dos fluxos para a conta corrente.

Milesi-Ferretti e Razin (1996) definem solvência intertemporal como uma situação em que o país como um todo, e cada unidade dentro dela, incluindo o governo, obedece a sua restrição orçamentária intertemporal. O requerimento básico de solvência pode ser obtido a partir da identidade contábil (1) e pode ser expresso pela seguinte equação:

$$-(1+r)B_t = \sum_{s=t}^{\infty} \left( \frac{1}{1+r} \right)^{s-t} (Y_s - C_s - I_s - G_s) \quad (1.15)$$

Obstfeld e Rogoff (1996) definem o termo  $TB_s \bullet Y_s - C_s - I_s - G_s$  como o saldo comercial do país, que corresponde ao montante de recursos que a economia doméstica tem que transferir ao exterior a cada período. A condição de solvência acima determina que o valor presente das transferências de recursos ao exterior seja igual ao valor inicial da dívida. Por exemplo, um país que inicialmente está na condição de devedor em relação ao exterior, ou seja, que possui uma posição de ativos externos líquida negativa ( $B_t < 0$ ), deve promover uma corrente de saldos comerciais positivos no futuro para honrar os compromissos associados à dívida externa inicial. No entanto, Ostry (1997) considera a solvência intertemporal um critério relativamente fraco para sinalizar um problema emergente, uma vez que requer somente, em um prazo muito longo, que todas as dívidas sejam pagas. Além disso, a solvência intertemporal impõe poucas restrições sobre a evolução da conta corrente no médio prazo, o que reduz seu valor operacional em julgar se a posição externa de um país justifica atenção dos responsáveis pela política econômica. Milesi-Ferretti e Razin (1996) fazem uma crítica semelhante ao avaliar a situação de um país devedor que registra sucessivos déficits no saldo comercial e na conta corrente. A condição de solvência requer que em algum momento o país mude o sinal do saldo comercial, mas não determina quando isso deve ocorrer e nem qual a natureza da mudança. A deficiência da condição de solvência é explicada pela ausência de qualquer estrutura sobre as decisões/eventos políticos futuros e também porque expressa uma relação contábil, sem qualquer pressuposto de comportamento. Calderón, Loayza e Servén (1999) acrescentam que o critério permite que qualquer nível de dívida externa seja consistente com a solvência, uma vez que superávits comerciais suficientes podem ser gerados no futuro indefinido.

Milesi-Ferretti e Razin (1996) afirmam que é possível impor mais alguma ‘estrutura’ sobre a condição de solvência considerando que para uma economia permanecer solvente é preciso que a razão endividamento externo/produto não cresça sem limite. Eles assumem que

a economia doméstica cresce a uma taxa  $\tilde{\alpha}$  abaixo da taxa de juros mundial<sup>16</sup> e abstraem de mudanças na taxa de câmbio real para expressar a identidade contábil (1.1) do seguinte modo:

$$f_{t+1} - f_t = \frac{1}{1 + \gamma_t} [tb_t + f_t(r - \tilde{\alpha})] \quad (1.16)$$

Onde letras minúsculas indicam percentual em relação ao PIB.

A equação (1.16) determina que a variação no estoque de ativos externos líquidos como proporção do PIB depende dos desequilíbrios comerciais e de um termo de “dinâmica da dívida” proporcional a  $f(r - \tilde{\alpha})$ . Adotase o caso de uma economia em estado estacionário<sup>17</sup> para determinar a transferência de recursos líquida de longo prazo que um país endividado deve realizar a fim de manter a razão dívida/produto constante, ou seja, para que a proporção de ativos externos líquidos em relação ao PIB não mude ( $f_{t+1} - f_t = 0$ ). O superávit comercial necessário para que isso ocorra é dado pela equação abaixo:

$$tb = 1 - i - c - g = -f(r - \tilde{\alpha}) \quad (1.17)$$

A equação (1.17) sugere que em um país devedor ( $f < 0$ ) pode permanecer solvente mesmo com uma taxa de crescimento inferior à taxa de juros mundial ( $r > \tilde{\alpha}$ ) desde que mantenha um saldo comercial positivo ( $tb > 0$ ).

Para Milesi-Ferretti e Razin (1996), a equação (1.17) fornece uma condição de longo prazo para a estabilidade da razão ativos externos/PIB, uma condição suficiente para solvência. No entanto, fazem uma ressalva sobre essa condição especialmente importante para os países em desenvolvimento, como sugere o trecho adiante:

O fato que ela se refere a uma economia que está em “estado estacionário” é sua principal limitação. Na verdade, para países em desenvolvimento, desequilíbrios em conta corrente prolongados são prováveis de caracterizar a transição deles em direção a níveis mais altos de produto, implicando que as condições do estado estacionário podem não ser sempre a referência apropriada para avaliar a sustentabilidade dos desequilíbrios em conta corrente. (MILESI-FERRETTI; RAZIN, 1996, p.8, tradução nossa).

Outro critério para julgar a trajetória da conta corrente consiste na noção de sustentabilidade. Milesi-Ferretti e Razin (1996) avaliam uma postura política como sustentável se a sua manutenção no futuro indefinido não violar a restrição (orçamentária) de solvência. Segundo Ostry (1997), a sustentabilidade adiciona à noção de solvência a condição de que a política não sofra alteração no futuro. Para Guest e McDonald (1999) essa é a interpretação mais restritiva de sustentabilidade. Milesi-Ferretti e Razin (1996) consideram mais complexo definir sustentabilidade no caso de desequilíbrios em conta corrente, em razão

<sup>16</sup> Adotam esse pressuposto para garantir que o jogo de Ponzi não ocorra indefinidamente.

<sup>17</sup> O consumo, o investimento e o gasto público são uma fração constante do PIB.

destes serem resultado de decisões tanto do governo e agentes privados sobre investimento e poupança como de investidores estrangeiros sobre empréstimos. As decisões do governo são consideradas dadas, mas influenciam as decisões do setor privado.

Milesi-Ferretti e Razin (1996) reformulam a avaliação da sustentabilidade dos desequilíbrios em conta corrente propondo a seguinte questão: Se a postura política corrente é mantida, o “momento crítico” de passagem de déficits comerciais para superávits comerciais é provável de ocorrer suavemente? Uma resposta afirmativa implica que a postura política é sustentável. Caso contrário, se a postura política adotada levar a uma mudança política drástica para reverter o saldo comercial ou a uma crise financeira tem-se um caso de insustentabilidade. Para Ostry (1997), o problema com o conceito de sustentabilidade é que leva em consideração as expectativas do setor privado sobre as políticas futuras, mas não as próprias políticas. Em razão da dificuldade de calcular essas expectativas, acredita que a noção de sustentabilidade é difícil de ser aplicada operacionalmente.

A segunda abordagem sugerida por Calderón, Loayza e Servén (1999) para julgar a sustentabilidade do déficit em conta corrente consiste em uma abordagem de equilíbrio dos fluxos, na qual o saldo em conta corrente reflete decisões privadas ótimas de poupança e investimento. O modelo está baseado na abordagem intertemporal para a conta corrente descrita na seção anterior. Para Ostry (1997), que adota o modelo para avaliar a posição em conta corrente de cinco países do Leste Asiático, o modelo incorpora a condição de solvência intertemporal. O método econométrico consiste em estimar as expectativas privadas<sup>18</sup> que sustentam as decisões de consumo e poupança em um dado período. O modelo gera uma série de tempo para conta corrente *consumption-smoothing* ótima que serve de referência para julgar se um déficit em conta corrente é excessivo ou não. Se o déficit em conta corrente efetivo superar o déficit ótimo determinado pelo modelo, a posição em conta corrente pode ser um problema. Guest e McDonald (1999) fazem uma ressalva sobre a avaliação da comparação entre as séries ótima e efetiva. Mesmo que o saldo em conta corrente efetivo seja menor que o ótimo determinado pelo modelo, ele pode ser considerado sustentável assim como pode permitir solvência nacional. A conclusão que pode ser extraída da comparação é que o saldo está desalinhado ou, no caso de um déficit, que é “excessivo”.

Os cinco países do Leste Asiático avaliados são Indonésia, Malásia, Filipinas, Cingapura e Tailândia. O primeiro critério adotado para julgar o desempenho do modelo foi comparar a série de conta corrente ótima gerada pelo modelo com a série verdadeira. Os

---

<sup>18</sup> Lembre-se que a própria conta corrente foi usada para estimar o conjunto de informação empregada pelos agentes privados em suas previsões sobre a variação do produto líquido.

resultados apontam que em quatro dos cinco países a correlação ultrapassa os 90%. Um teste mais formal com base no teste de Wald também é realizado. O resultado é que em três dos cinco países, a hipótese nula de que as duas séries de tempo são idênticas não pode ser rejeitada estatisticamente. Além disso, nos países em que a hipótese nula é rejeitada, as correlações entre as duas séries de conta corrente são altas. Com base nesses resultados, Ostry (1997) avalia que o modelo oferece idéias potencialmente úteis sobre o comportamento recente da conta corrente nos cinco países do Leste Asiático em foco. Além disso, levanta duas questões. A primeira indaga como devem ser interpretadas as altas correlações entre as posições em conta corrente ótima e verdadeira. E a segunda questiona como devem ser interpretados os desvios entre as duas séries de tempo.

Em alguns países da amostra, no caso Malásia, Filipinas e Tailândia, acredita-se que a deterioração no saldo em conta corrente é capturada pelo modelo em razão do otimismo nas expectativas do produto líquido futuro, decorrente das reformas estruturais e estabilização macroeconômica empreendidas nos anos 80. Como a descrição do modelo estocástico da conta corrente na seção anterior demonstrou, o déficit em conta corrente pode refletir uma melhora nas expectativas do setor privado sobre a variação do produto líquido futuro. Nesse caso, o déficit em conta corrente não expressa necessariamente uma situação de preocupação.

Com relação à segunda questão, Ostry (1997) não aceita que os desvios entre as séries ótima e verdadeira representam uma acusação contra a abordagem *consumption-smoothing*, dado que não se espera o ajuste perfeito de nenhum modelo. A avaliação é que os desvios podem ter uma interpretação econômica interessante. Como a série de conta corrente gerada pelo modelo reflete decisões ótimas de consumo/poupança, formuladas com base em expectativas de variáveis como gastos do governo e investimento, desvios entre as duas séries podem ser resultado de um excesso de empréstimo para fins de consumo em relação ao que seria previsto pela hipótese de renda permanente. Este indicador é considerado importante e reconhecido como um dos fatores que explicam os grandes déficits em conta corrente em países da América Latina após a crise mexicana. A questão é em que medida esse motivo explica os desequilíbrios em conta corrente dos países asiáticos. Analisando caso a caso, Ostry (1997) conclui que há pouca evidência de déficits em conta corrente provocados por consumo privado excessivo nos países da amostra exceto, em alguma medida, na Malásia e na Indonésia.

O impacto das políticas fiscais sobre a sustentabilidade dos saldos em conta corrente dos países asiáticos também é avaliado. O resultado é que os saldos fiscais estão próximos do equilíbrio ou em superávit em todos os países na amostra. A conclusão é que os déficits

externos nos países asiáticos não parecem refletir uma política fiscal insustentável, exceto nos casos da Indonésia e Filipinas (OSTRY, 1997).

Em resumo, a avaliação de Ostry (1997) sobre a capacidade da abordagem intertemporal em explicar aspectos importantes do comportamento da conta corrente nos países asiáticos é favorável.

Ghosh e Ostry (1995) também testam a abordagem *consumption-smoothing* para a conta corrente, mas com o intuito de avaliar o grau de mobilidade do capital nos países em desenvolvimento. A abordagem *consumption-smoothing* gera um déficit em conta corrente que, partindo do pressuposto de alta mobilidade de capital, corresponde ao fluxo ótimo de capitais destinado ao país.

O conjunto de dados de Ghosh e Ostry (1995) abrange quarenta e cinco países em desenvolvimento de quatro regiões: África (13), Ásia (11), Oriente Médio (5) e América Latina e Caribe (16), incluindo o Brasil. Os dados estão em frequência anual, sendo 1990 o ano final da série. Usando análise gráfica e formal, Ghosh e Ostry (1995) apresentam evidência favorável à abordagem *consumption-smoothing*. No caso da análise formal, a hipótese nula sugerindo que os agentes são capazes de suavizar plenamente o consumo diante de choques não pode ser rejeitada para a amostra. Já a análise gráfica revela que, tanto o nível, como a volatilidade dos movimentos em conta corrente previstos pelo modelo, estão próximos ao observado na realidade, resultado que apóia a noção de um grau relativamente alto de mobilidade de capital nos países em desenvolvimento, pressuposto crucial para a abordagem *consumption-smoothing*.

Ghosh e Ostry (1995) confirmam a implicação de que a conta corrente causa no sentido de Granger as mudanças futuras no produto líquido em aproximadamente 60% da amostra. No caso da América Latina, a relação de causalidade está presente em onze dos dezesseis países analisados. No entanto, Teixeira (2003) obtém resultado contrário ao aplicar o modelo para um grupo de nove países latino-americanos<sup>19</sup>. A teoria de renda permanente e a visão *consumption-smoothing* não são apoiados pelos dados, o que significa que os países da América Latina como um todo não têm sido plenamente capazes de suavizar o consumo através do saldo em conta corrente.

Reisen (1998) apresenta resultados semelhantes aplicando a abordagem intertemporal *consumption-smoothing* em países em desenvolvimento. Ele estima uma equação para a conta

---

<sup>19</sup> A amostra contempla oito países da América do Sul (Brasil, Chile, Colômbia, Equador, Paraguai, Peru, Uruguai e Venezuela) e o México. Todos estes países estão presentes na amostra de Ghosh e Ostry (1995).

corrente de oito países da América Latina e do Leste Asiático<sup>20</sup> com dados de painel para o período 1988-93 que compreende os seguintes elementos:

$$CAD_t = b_0 + b_1 I_{t-1} + b_2 \Delta \theta_t^c + b_3 \theta_t^w + b_4 CA_{t-1} + b_5 TOT_t + b_6 r_t^w \quad (1.18)$$

onde  $CAD_t$  é o déficit em conta corrente em relação ao PIB,  $I$  é o investimento doméstico bruto em relação ao PIB,  $\theta^c$  e  $\theta^w$  são produtividade doméstica e global,  $TOT$  é o índice de termos de troca e  $r^w$  é a taxa de juros real do título do tesouro norte-americano.

Os sinais dos coeficientes estimados estão de acordo com o esperado. O problema é que somente o coeficiente de produtividade global é significativo. Com base nesse resultado, Reisen (1998) avalia que a abordagem intertemporal não explica o comportamento do déficit em conta corrente de países receptores de capitais. Isto significa que os déficits observados são exagerados ou que a referência extraída da abordagem intertemporal em seu estudo é insuficiente. No caso do Chile, a explicação pode estar na existência de controles efetivos de capitais, que impedem o ajuste da conta corrente previsto pelo modelo. Para os demais países, o argumento é que os agregados macroeconômicos estão sendo alterados por elementos não capturados pela abordagem *consumption-smoothing*.

A conclusão de Reisen (1998) é que o poder preditivo da abordagem intertemporal para a conta corrente permanece muito limitado quando aplicado em países em desenvolvimento. Heymann (1994) questiona a viabilidade do pressuposto de expectativas racionais em um ambiente caracterizado por “mudança de regime”. Para Reisen (1998), questões como essa lançam dúvidas profundas sobre afirmações que sustentam a viabilidade da abordagem intertemporal para avaliar política macroeconômica.

Para Calderón, Loayza e Servén (1999), a preocupação quase exclusiva do modelo com fluxos limita a sua capacidade de avaliar a viabilidade do endividamento externo, que consiste em um problema de estoque. Já para Milesi-Ferretti e Razin (1996), o problema de usar a série de tempo gerada pelo modelo como base para avaliar a trajetória de desequilíbrios em conta corrente é que a série de referência conta com a ausência de imperfeições no mercado de capitais. Por essa razão, os desvios em relação à trajetória de referência podem refletir simplesmente a existência de restrições de liquidez ou outras imperfeições no mercado financeiro.

Calderón, Loayza e Servén (1999) propõem então uma terceira abordagem, em que a sustentabilidade depende do equilíbrio de *portfolio* no longo prazo e da realocação de ativos no curto prazo, como demonstra o trecho abaixo:

<sup>20</sup> Os países são: Argentina, Chile, México, Peru, Indonésia, Malásia, Filipinas e Tailândia.

Equilíbrio externo de longo prazo ocorre quando investidores domésticos e internacionais alcançam sua alocação de *portfolio* desejada entre os países. O equilíbrio externo de curto prazo correspondente é dado pelo saldo em conta corrente consistente com a aquisição do *portfolio* internacional desejado, dadas quaisquer restrições existentes ao ajustamento imediato do *portfolio*. (CALDERÓN; LOAYZA; SERVÉN, 1999, p. 4, tradução nossa).

Calderón, Loayza e Servén (1999) apresentam um modelo de diversificação internacional de *portfolio* com investidores avessos ao risco que alocam sua riqueza otimamente entre os países de acordo com seus retornos e riscos relativos. Em tal abordagem, o saldo em conta corrente é o mecanismo que os investidores possuem para adquirir as posições de ativos desejadas.

O ponto de partida é o modelo de maximização da utilidade por investidores avessos ao risco de Markowitz-Tobin. A alocação de *portfolio* ótima segue dois critérios: maximização do retorno médio e minimização dos riscos. Um acréscimo no retorno do ativo do *i*-ésimo país em relação ao resto do mundo possui um efeito positivo sobre a parcela do *portfolio* que os investidores estrangeiros ou domésticos desejam alocar em ativos do *i*-ésimo país, enquanto um aumento do risco do ativo do mesmo país em relação ao resto do mundo possui o efeito inverso. Estes fatores são expressos por  $RE_{i/f}$  e  $RI_{i/f}$ , respectivamente.

No equilíbrio de longo prazo, o total de ativos do *i*-ésimo país ( $A_i$ ) deve ser igual à quantidade de ativos que os investidores estrangeiros e domésticos desejam alocar em ativos do *i*-ésimo país, como segue:

$$\hat{C}_i (RE_{i/f}, RI_{i/f})W_i + \hat{C}_f (RE_{i/f}, RI_{i/f}) [W - W_i] = A_i \quad (1.19)$$

Onde  $\hat{C}_i$  é a parcela da riqueza que os residentes do país *i* desejam alocar em ativos do país *i*,  $\hat{C}_f$  é a parcela da riqueza que os estrangeiros desejam alocar em ativos do país *i*,  $W_i$  é a riqueza dos residentes do país *i*,  $W$  é a riqueza dos residentes mundiais.

A posição de ativos externos líquida pode ser obtida pela diferença entre a riqueza dos residentes do *i*-ésimo país e os ativos localizados no país. No longo prazo, a posição de ativos externos líquidos pode ser calculada do seguinte modo:

$$NFA_i = W_i - A_i = W_i - [\hat{C}_i W_i - \hat{C}_f (W - W_i)] = (1 - \hat{C}_i) W_i - \hat{C}_f (W_f) \quad (1.20)$$

Calderón, Loayza e Servén (1999) normalizam as variáveis dividindo os dois lados da equação pela riqueza do *i*-ésimo país. Com essa modificação a equação (1.20) fica assim:

$$\frac{NFA_i}{W_i} = 1 - \alpha_{ii} - \alpha_{fi} \left( \frac{W_f}{W_i} \right) \quad (1.21)$$

Em seguida, reescreve-se a equação (1.21) para expressar a relação de equilíbrio de longo prazo resultante da alocação ótima de ativos entre os países:

$$\frac{NFA_i}{W_i} = f(\overline{RE}_{i/f}, \overline{RI}_{i/f}, \overline{W}_f / \overline{W}_i) \quad (1.22)$$

A equação (1.22) expressa a posição de ativos externos líquida de equilíbrio de longo prazo do i-ésimo país em função do retorno esperado dos ativos do i-ésimo país, da riqueza do resto do mundo em relação à riqueza do i-ésimo país e do risco associado aos ativos do i-ésimo país. Se o retorno dos ativos de um determinado país sobe em relação ao retorno oferecido por ativos de outros países ( $\bullet RE_{i/f}$ ), mais investidores desejam tais ativos em seus *portfolios* ( $\bullet \hat{C}_i$ ,  $\bullet \hat{C}_i$ ). O resultado é uma queda no estoque de ativos externos líquido em termos da riqueza do país. O mesmo efeito ocorre se o risco associado aos ativos do mesmo país diminui em relação ao resto do mundo ( $\bullet RI_{i/f}$ ). Em resposta, mais uma vez, investidores domésticos e estrangeiros ocupam uma parcela maior do seu *portfolio* com os ativos do país com risco mais baixo, o que leva a uma redução na posição de ativos externos líquida. Outro fator que promove o mesmo resultado é um aumento da riqueza do resto do mundo em relação à riqueza do país doméstico, pois tal mudança aumenta o volume de recursos disponível aos investidores estrangeiros para investir no país doméstico.

Calderón, Loayza e Servén (1999) obtêm a partir dos valores observados para as variáveis explicativas a razão de equilíbrio de longo prazo entre ativos externos líquidos e riqueza. Para os autores esse sub-produto da estimação é importante, pois permite a partir da comparação com a razão efetivamente observada avaliar a sustentabilidade das posições de ativos externos líquidos correntes. O exercício é apresentado graficamente para alguns países industriais e em desenvolvimento selecionados. Os autores avaliam que o ajuste do modelo é bastante preciso, mesmo em momentos críticos.

Edwards (2001) também apresenta um modelo de sustentabilidade baseado em uma teoria de alocação ótima do *portfolio*, mas com o foco voltado para o saldo em conta corrente. O ponto de partida do modelo é a condição de solvência estabelecida por Milesi-Ferretti e Razin (1996) de estabilidade da razão dívida externa/PIB. A demanda internacional líquida por compromissos financeiros do país j é definida como no modelo de Calderón, Loayza e Servén (1999):

$$\ddot{Q}_j = \hat{Q}_j (W - W_j) - (1 - \hat{Q}_j) W_j \quad (1.23)$$

onde  $\hat{Q}_j$  é a percentagem da riqueza mundial (W) que investidores internacionais desejam manter na forma de ativos do país j;  $W_j$  é a riqueza do país j e  $\hat{Q}_j$  é a percentagem que os investidores do país j desejam alocar sobre ativos do seu próprio país.



Assume-se que a riqueza do país  $j$  é um múltiplo  $\hat{Q}_j$  do seu PIB (potencial ou de pleno emprego) e que a riqueza do país  $j$  é uma fração  $\hat{Q}_j$  da riqueza mundial para reescrever a equação (1.23) do seguinte modo:

$$\dot{Q}_j = \{ \hat{Q}_j \dot{\hat{Q}}_j - (1 - \hat{Q}_j) \} \dot{Y}_j \quad (1.24)$$

onde  $Y_j$  é o PIB (potencial), e  $\dot{\hat{Q}}_j = (1 - \hat{Q}_j) / \hat{Q}_j$ .

Se  $\{ \hat{Q}_j \dot{\hat{Q}}_j - (1 - \hat{Q}_j) \} \dot{Y}_j = \dot{C}^*_j$ , a demanda internacional líquida por compromissos financeiros do país  $j$  é expressa como segue:

$$\dot{Q}_j = \dot{C}^*_j Y_j \quad (1.25)$$

Segundo Edwards (2001), a equação (1.25) expressa a demanda internacional líquida por compromissos financeiros do país  $j$  como uma proporção  $\dot{C}^*_j$  do PIB do país. Com base na estrutura descrita acima e assumindo que as reservas internacionais não mudam, define-se o saldo em conta corrente sustentável em proporção ao PIB da seguinte forma:

$$(C/Y)_j = \{ g_j + \dot{C}^*_j \} [ \{ \hat{Q}_j \dot{\hat{Q}}_j - (1 - \hat{Q}_j) \} \dot{Y}_j ] \quad (1.26)$$

Onde  $g_j$  é a taxa de crescimento sustentável do país, e  $\dot{C}^*_j$  é um fator de valorização (aproximadamente) igual à inflação internacional.

Para Edwards (2001), a principal mensagem trazida pela equação (1.26) é que o saldo de conta corrente “sustentável” varia conforme o país e depende de qualquer variável que afete tanto as decisões de *portfolio* como o crescimento econômico. Além disso, considera sem sentido qualquer número arbitrário que estabeleça um déficit (em proporção ao PIB) sustentável válido para todos os países.

Edwards (2001) considera esse tipo de análise melhor do que impor limites arbitrários para o saldo em conta corrente, mas ressalta que ela está sujeita a uma série de limitações, incluindo o fato de que é excessivamente difícil obter estimativas confiáveis para as variáveis-chave. A não consideração de resultados transitórios decorrentes de mudanças na alocação de *portfolio* é apontada como a limitação mais séria.

O elemento-chave é que mesmo pequenas mudanças na demanda líquida dos estrangeiros por compromissos financeiros do país podem gerar trajetórias de ajuste complexas para a conta corrente. Esses movimentos na conta corrente serão necessários para a nova alocação de *portfolio* se materializar e não gerar um saldo em desequilíbrio – ou insustentável. (EDWARDS, 2001, p.17, tradução nossa).

O problema é que, mesmo sendo necessária, a trajetória de ajuste da conta corrente pode gerar um déficit que ultrapasse o nível estabelecido pela equação (1.26), levando analistas a concluir que o país está enfrentando um sério desequilíbrio. Para solucionar o

problema, Edwards (2001) reescreve a equação (1.26) para capturar o modo como a conta corrente responde a mudanças na alocação de *portfolio*.

$$(C/Y)_t = (g + \delta^*) \tilde{\alpha}_t^* + \hat{\alpha} (\tilde{\alpha}_t^* - \tilde{\alpha}_{t-1}^*) - \zeta ((C/Y)_{t-1} - (g + \delta^*) \tilde{\alpha}_t^*) \quad (1.27)$$

onde  $\tilde{\alpha}_t^*$  é o novo nível desejado (em relação ao PIB) de propriedade desejada dos estrangeiros por compromissos financeiros do país;  $\tilde{\alpha}_{t-1}^*$  é o nível desejado anterior.

No curto prazo, a conta corrente pode desviar de seu nível de longo prazo por dois motivos. O primeiro consiste em um termo tradicional de ajustamento do estoque ( $\tilde{\alpha}_t^* - \tilde{\alpha}_{t-1}^*$ ), que expressa diferenças entre o estoque de ativos demandado e o real. A velocidade do ajustamento é expressa por  $\hat{\alpha}$  que depende de uma série de fatores, incluindo o grau de mobilidade de capital e a maturidade da dívida externa do país em análise. O segundo motivo é um termo auto-corretivo incorporado por  $-\zeta ((C/Y)_{t-1} - (g + \delta^*) \tilde{\alpha}_t^*)$ . No longo prazo, a conta corrente retorna ao nível sustentável determinado pela equação (1.26).

Edwards (2001) afirma que a característica mais importante da dinâmica da conta corrente é a ultrapassagem significativa que pode ser provocada mesmo por pequenas mudanças nas preferências de *portfolio*. Por essa razão, Edwards (2001) conclui que, num mundo em que as parcelas de *portfolio* desejadas estão constantemente mudando, é muito difícil estimar uma trajetória de equilíbrio para a conta corrente. E essa dificuldade pode explicar a deficiência apresentada por muitos autores ao tentar relacionar déficits em conta corrente e crises.

Embora os modelos apresentados por Calderón, Loayza e Servén (1999) e Edwards (2001) para avaliar a sustentabilidade da posição externa de um país partam de uma teoria de *portfolio*, eles diferem quanto à variável em análise. O modelo de Edwards (2001) julga o saldo em conta corrente, que é um fluxo, enquanto o modelo de Calderón, Loayza e Servén (1999) avaliam a posição de ativos externos líquida, que é um estoque.

Suranovic (1999) leva em consideração ambos elementos para julgar a posição externa de um país. Ele sugere que a avaliação de um desequilíbrio comercial deve começar identificando a posição de ativos externos líquida do país. A justificativa é apresentada no trecho a seguir:

O desequilíbrio comercial não indica se o país tem um estoque líquido de dívida externa em relação ao resto do mundo ou se tem créditos externos líquidos (...) Ele também não indica se o estoque líquido de *equities*<sup>21</sup> externas é positivo ou negativo. Como tal o desequilíbrio comercial não indica o verdadeiro “estado” ou condição da economia. Ao invés deve-se olhar a posição de investimento internacional do país. (SURANOVIC, 1999, tradução nossa).

<sup>21</sup> O termo *equities* abrange investimentos diretos estrangeiros e investimentos de *portfolio*.

Suranovic (1999) sugere quatro situações possíveis para um país em um ano particular: país devedor com déficit comercial; país devedor com superávit comercial; país credor com déficit comercial; país credor com superávit comercial. Tendo em vista a situação da economia brasileira nos anos 90, podemos restringir a análise aos dois primeiros casos relacionados a um país devedor.

A situação de um país devedor com déficit comercial, realidade enfrentada pelo Brasil na segunda metade dos anos 1990, é considerada a situação mais comum ou, pelo menos, a que merece mais atenção. Para Suranovic (1999), isso não significa que esses países enfrentarão moratória ou ajustamento econômico rigoroso. Pelo contrário, essa posição pode ser ideal em algumas situações econômicas. O autor destaca que, para alguns países menos desenvolvidos, os déficits em conta corrente representam a salvação potencial, ao invés de uma maldição. É o caso, por exemplo, de países com taxas de poupança nacional baixas ou com um sistema tributário inadequado. Nesses casos, empréstimos junto aos países desenvolvidos, nos quais as taxas de poupança são mais altas, permitem financiar o investimento. Suranovic (1999) reafirma o argumento já utilizado por Sachs (1981) para justificar a ampliação do endividamento externo de países menos desenvolvidos no final dos anos 80: o déficit em conta corrente não deve ser necessariamente motivo para preocupação, se for acompanhado por aumento do investimento doméstico ou gastos do governo em infraestrutura.

Para Suranovic (1999), o principal problema associado ao déficit comercial é uma dívida externa muito grande<sup>22</sup>. Nesse caso, o autor acredita que o déficit externo pode levar a uma crise, na forma de moratória. No entanto, a avaliação apropriada do potencial para moratória deve levar em consideração a posição de dívida externa líquida, o que significa excluir a posição líquida de *equities*. Suranovic (1999) justifica esse tipo de análise com o seguinte argumento:

Note, entretanto, que a variável a observar para avaliar o risco de moratória é a posição de dívida líquida, **não** o déficit comercial. O déficit comercial meramente revela a mudança na posição de dívida líquida durante o ano anterior e não registra as obrigações totais a pagar. Assim, o déficit comercial, por si só, não revela o quadro completo a respeito do potencial para moratória. (SURANOVIC, 1999, tradução nossa, grifo do autor).

Mesmo que a moratória não venha a ocorrer, Suranovic (1999) destaca que um acréscimo repentino no pagamento da dívida tem consequências adversas. O problema sugerido pelo autor reforça a interpretação que é dada pelo *mainstream* a um déficit externo.

---

<sup>22</sup> Suranovic (1999) não estabelece critério para classificar a dívida externa de um país como muito grande.

O problema, realmente, é que o país poderia repentinamente ter de começar a gerar superávits comerciais a fim de manter o pagamento de suas obrigações internacionais. Lembre-se que os déficits comerciais significam que o país pode gastar mais do que sua renda. Isto é uma coisa boa. Superávits em conta corrente significam que o país deve gastar menos do que sua renda. Isto é uma coisa ruim, especialmente diante de uma recessão econômica. (SURANOVIC, 1999, tradução nossa).

Enfim, o trecho acima sugere que o problema enfrentado pelo país não são os déficits comerciais. Pelo contrário, essa situação é favorável, pois permite ao país viver além dos seus recursos. Essa posição reflete a avaliação favorável que o *mainstream* tem sobre a contribuição da mobilidade de capital internacional ao desenvolvimento do país em déficit. A absorção de recursos do exterior permite ao país aumentar seu potencial de crescimento. As conseqüências adversas provocadas pela entrada de capitais são ignoradas, pois o *mainstream* tem uma visão benigna da economia internacional. A análise do *mainstream* não leva em consideração a complexidade da economia internacional, que, ao contrário da benevolência de mercado, é caracterizada por assimetria de poder entre os países. O objetivo do autor é justificar o déficit comercial de uma nação devedora, em detrimento do superávit comercial. A questão é que o superávit comercial, por ser um dos elementos da demanda agregada, pode elevar o produto da economia se associado ao aumento das exportações, além de gerar divisas, que elevam as reservas internacionais e reforçam a posição do país frente a uma crise internacional.

A análise do superávit comercial em um país devedor já teve alguns elementos levantados no caso anterior. Para Suranovic (1999), os superávits comerciais não são necessariamente sinal de economias vibrantes. Pelo contrário, podem ser o reflexo de economias em meio a uma recessão, lutando para honrar seus compromissos internacionais e que, conseqüentemente, estão sofrendo uma redução no seu padrão médio de vida. Para o autor, essa análise é adequada ao tipo de reversão rápida que ocorreu nas economias do Leste Asiático após a crise cambial de 1997. As conseqüências de um superávit são consideradas mais severas quando a reversão de um déficit para superávit ocorre de forma abrupta. Por outro lado, se a transição for suave e gradual, avalia-se que a economia pode não sofrer de modo algum.

A próxima seção apresenta os resultados de estudos empíricos do *mainstream* direcionados aos determinantes da conta corrente nos países em desenvolvimento.

### **1.5 Análises aplicadas aos países em desenvolvimento**

Além das teorias apresentadas e discutidas na seção anterior para julgar um déficit em conta corrente, Razin (1995) acredita que existe um modo ainda mais fácil de explicar o comportamento da conta corrente. Ele sugere um método de análise aplicada que consiste em fazer uma regressão do saldo em conta corrente sobre variáveis “preço”, como a taxa de câmbio real e taxa de juros, e variáveis “renda”, como produto, dispêndio do governo, indicadores de ônus de impostos, dívida do governo e criação de moeda. Para Calderón, Chong e Loayza (2000), esses estudos empíricos são tão importantes quanto estudos baseados na abordagem intertemporal para a conta corrente, embora sejam um tanto escassos. O foco desta seção é o método de análise aplicada.

Ainda que aplicado, o método adota variáveis que são enfatizadas pela abordagem intertemporal. Chinn e Prasad (2003), por exemplo, aproveitam potenciais determinantes da conta corrente sugeridos por diferentes autores. A principal influência é exercida pelo estudo de Debelle e Faruqee (1996), “que usam uma perspectiva poupança -investimento para instigar especificações empíricas que contenham os determinantes ‘estruturais’ da conta corrente” (CHINN; PRASAD, 2003, p.49). A intenção de Chinn e Prasad (2003), ao generalizar o estudo de Debelle e Faruqee (1996), é obter os determinantes de médio prazo da variação da conta corrente. Com este intuito, os autores realizam uma estimação com dados de corte e outra com dados em painel para avaliar os determinantes da conta corrente entre os países e ao longo do tempo. A amostra inclui 18 países industriais e 71 em desenvolvimento entre 1971 e 1995.

Calderón, Chong e Loayza (2000) também se aproximam do estudo de Debelle e Faruqee (1996), mas se concentram nos determinantes da conta corrente dos países em desenvolvimento. Pretendem complementar o estudo de Debelle e Faruqee (1996) com técnicas econométricas recentes que permitem distinguir efeitos dentro e entre países. Para avaliar os efeitos dentro dos países, os autores usam dados anuais, que é a frequência mais alta disponível na amostra. Para medir os efeitos entre os países, os autores calculam médias para cada período de cinco anos não sobrepostos. A amostra abrange 44 países em desenvolvimento no período entre 1966-1995.

Chinn e Prasad (2003) reconhecem que sua estimação é similar em alguns aspectos à de Calderón, Chong e Loayza (2000). Os dois estudos estimam os determinantes da variação da conta corrente ao longo do tempo e entre os países. A diferença é a dimensão temporal enfatizada em cada estudo. Chinn e Prasad (2003) ressaltam que sua preocupação com os

determinantes de médio prazo da conta corrente implica uma metodologia econométrica diferente daquela adotada por Calderón, Chong e Loayza (2000), que enfatizam um período de tempo mais curto.

A tarefa aqui consiste em destacar elementos da abordagem intertemporal estimados nos dois estudos que possam ser usados para esclarecer o comportamento da conta corrente do Brasil nos anos 90. Os resultados são apresentados de acordo com o seu impacto sobre a variação da conta corrente entre os países e ao longo do tempo.

Os primeiros resultados referem-se à estimação de Chinn e Prasad (2003) com dados de corte, que permitem identificar os fatores que explicam a variação da conta corrente entre os países. Os dados para as variáveis independentes e dependente correspondem à média do período todo da amostra. A variável dependente é o saldo em conta corrente como proporção do PIB.

Nos modelos intertemporais apresentados neste capítulo, uma variável potencialmente importante para a determinação do saldo em conta corrente é o crescimento do produto doméstico. No entanto, o estudo de Chinn e Prasad (2003) aponta que o crescimento médio do produto doméstico não possui efeito sobre o saldo em conta corrente de países em desenvolvimento.

A abordagem intertemporal mostra nítida preocupação com a situação das contas do setor público. Chinn e Prasad (2003) encontram um coeficiente positivo e significativo para o saldo orçamentário do governo nos países em desenvolvimento. Para os autores, esse resultado era esperado, pois na ausência de equivalência Ricardiana plena, um acréscimo na poupança pública não será compensado por queda na poupança privada, levando a um aumento da poupança doméstica e uma melhora do saldo em conta corrente.

O resultado a respeito do impacto das contas públicas é confirmado pelo estudo de Fidrmuc (2003), que estima uma relação de longo prazo entre o saldo em conta corrente e a posição fiscal. A relação inclui ainda o investimento como proporção do PIB. A amostra de países abrange somente dois mercados emergentes<sup>23</sup>, além de dez países da OCDE e seis economias em transição do Leste Europeu entre 1970 e 2001. A evidência indica uma correlação significativa entre as duas variáveis, os chamados déficits gêmeos, em vários países nos anos 1980, e em poucos casos na década seguinte. Ainda assim, Fidrmuc (2003) ressalta que as variáveis explicativas apresentam os sinais e tamanhos esperados, embora o desempenho do investimento pareça um pouco melhor. Mann (2002) atribui à '[...] nova

---

<sup>23</sup> México e Coréia do Sul.

economia [...]”o enfraquecimento dos déficits gêmeos nos anos 90, cuja consequência crucial foi o distanciamento entre o investimento privado e a poupança privada.

Fidrmuc (2003) apresenta ainda estimativa sobre o investimento. Nos países da amostra que não fazem parte da União Européia, o coeficiente do investimento está próximo a zero, o que significa que nessas economias o investimento ainda é predominantemente financiado por fontes domésticas (poupança). Esse resultado contraria a visão tradicional de que acréscimos na poupança deveriam ser alocados em ativos externos (KRAAY; VENTURA, 2002). O pressuposto crucial por trás dessa proposição é a mobilidade de capital, que desvincula a poupança doméstica do investimento doméstico. A poupança doméstica passa a ser orientada por oportunidades de investimento disponíveis por todo o mundo, enquanto o investimento doméstico passa a ser financiado por capitais internacionais (FELDSTEIN; HORIOKA, 1980). Na verdade, o resultado encontrado por Fidrmuc (2003) confirma o famoso dilema apontado por Feldstein e Horioka (1980):

Em resumo, a evidência fortemente contradiz a hipótese de mobilidade mundial perfeita de capital e indica que muito de qualquer acréscimo na poupança tende a permanecer no país em que a poupança é feita. Os fluxos de capitais internacionais substanciais que existem, por conseguinte, não parecem responder a diferenças internacionais nas taxas de poupança. (FELDSTEIN; HORIOKA, 1980, p. 321, tradução nossa).

O que Feldstein e Horioka (1980) estão propondo é que uma correlação alta entre a poupança e o investimento doméstico contraria o pressuposto de mobilidade perfeita de capital. Essa posição não é compartilhada por Razin (1995), que não avalia a covariância positiva entre poupança e investimento como sinal de falta de mobilidade do capital. A conclusão do autor é que a covariância positiva entre as duas variáveis não impõe um desafio à abordagem intertemporal, pois esse resultado era previsto pela abordagem.

Sachsida e Caetano (1998) consideram a correlação entre poupança e investimento um dos poucos fatos estilizados da macroeconomia internacional, mas questionam a sua utilização para avaliar a mobilidade de capitais. Na verdade, o coeficiente está refletindo a substitutibilidade entre as poupanças interna e externa. Para entender o argumento, primeiro define-se a equação de substitutibilidade entre as poupanças:

$$S_{\text{ext}} = \hat{\alpha} + \hat{\beta} S_{\text{int}} \quad (1.28)$$

onde  $S_{\text{ext}}$  é a taxa de poupança externa em relação ao PIB e  $S_{\text{int}}$  é a taxa de poupança doméstica em relação ao PIB.

Da identidade contábil (1.2), sabe-se que a conta corrente corresponde à diferença entre a poupança e o investimento. Como a poupança externa é o negativo do saldo em conta corrente, a taxa de investimento interno em relação ao PIB pode ser definida como segue:

$$I = S_{\text{int}} + S_{\text{ext}} \quad (1.29)$$

Substituindo (1.28) em (1.29) e re-arranjando os termos, chega-se à equação testada por Feldstein e Horioka:

$$I = \hat{\alpha} + \tilde{\alpha} S_{\text{int}} \quad (1.30)$$

onde  $\tilde{\alpha} = 1 + \hat{\alpha}$

O coeficiente da equação de Feldstein e Horioka pode ser obtido adicionando um ao coeficiente de substitutibilidade. Sendo assim, o caso de perfeita mobilidade de capitais ( $\tilde{\alpha} = 0$ ) ocorre quando há perfeita substitutibilidade entre as poupanças interna e externa, ou seja, se  $\hat{\alpha} = -1$ . Nesse caso, o que estava sendo considerado falta de mobilidade de capitais por Feldstein e Horioka corresponde à ausência de correlação entre poupança interna e externa ( $\hat{\alpha} = 0$ ). Portanto, o que está sendo testado pela regressão da equação (1.30) é a hipótese de substitutibilidade das poupanças. O resultado acima é geral o suficiente para ser válido tanto em regressões com dados de corte como em séries de tempo (SACHSIDA; CAETANO, 1998).

Rocha (2003) também rejeita o dilema proposto por Feldstein e Horioka argumentando que a associação entre poupança e investimento não serve como indicador da mobilidade de capitais, mas sim como uma medida de solvência. No modelo intertemporal, a condição de solvência requer que a conta corrente seja estacionária para evitar o jogo de Ponzi. Em outros termos, um país devedor não pode manter indefinidamente um déficit em conta corrente. A estacionariedade da conta corrente implica a co-integração com coeficiente unitário entre poupança e investimento, dada a identidade contábil entre o saldo em conta corrente e o hiato poupança-investimento. Levando em consideração que a regressão com dados de corte fornece um coeficiente médio de longo prazo, o coeficiente unitário encontrado por Feldstein e Horioka na correlação entre poupança e investimento expressa, na verdade, a condição de solvência e não o grau de mobilidade de capitais.

Calderón, Chong e Loayza (2000) também avaliam os determinantes do saldo em conta corrente entre os países. A diferença em relação ao estudo anterior está na amostra de dados. O efeito entre os países é estimado com dados em painel, em que cada observação corresponde a uma média de cinco anos não sobrepostos. A variável dependente é o déficit em conta corrente em relação à renda nacional disponível bruta.



Calderón, Chong e Loayza (2000) obtêm um resultado diferente em relação ao impacto da posição fiscal. A poupança pública, assim como a poupança privada, parece não ter efeito sobre o déficit em conta corrente. O argumento é que países com taxas de poupança mais elevadas também apresentam taxas de investimento mais altas. Uma exceção é a amostra de países altamente endividados, em que o acréscimo na poupança privada reduz o déficit em conta corrente. Nesse grupo de países, os acréscimos na poupança são destinados ao pagamento da dívida.

O resultado de Calderón, Chong e Loayza (2000) também difere no que se refere ao crescimento do produto doméstico. A estimação apresenta um coeficiente positivo, ou seja, crescimento mais alto contribui para elevar o déficit em conta corrente. Esse resultado sugere que o efeito do crescimento é maior sobre o investimento do que sobre a poupança. No entanto, o coeficiente é marginalmente estatisticamente significativo.

Calderón, Chong e Loayza (2000) e Chinn e Prasad (2003) estimam também os determinantes da conta corrente ao longo do tempo. Novamente, a dimensão temporal é diferente. Calderón, Chong e Loayza (2000) adotam uma frequência anual para os dados, enquanto Chinn e Prasad (2003) reiteram sua intenção de encontrar os determinantes de médio prazo da conta corrente ao formar uma amostra de dados em painel com médias para cada período de cinco anos não sobrepostos. Os principais determinantes encontrados em cada estudo serão apresentados separadamente.

Primeiro, apresentam-se os resultados obtidos por Calderón, Chong e Loayza (2000). Novamente, a variável dependente é o déficit em conta corrente em relação à renda nacional disponível bruta. A poupança pública e a poupança privada apresentam coeficientes negativos, mas somente o coeficiente da poupança pública é fortemente estatisticamente significativo. A poupança pública tem um impacto econômico maior sobre a conta corrente do que a poupança privada porque esta última é quase que proporcionalmente compensada pela variação na taxa de investimento, enquanto a primeira é somente parcialmente compensada. Quanto ao crescimento do produto doméstico, o coeficiente continua positivo, mas agora é também estatisticamente significativo. O fato do crescimento doméstico afetar positivamente o déficit em conta corrente decorre do seu impacto sobre o investimento ser maior do que sobre a poupança doméstica.

Calderón, Chong e Loayza (2000) verificam se a posição de ativos estrangeiros do país afeta o modo como o déficit em conta corrente responde a uma mudança em outras variáveis econômicas. Em razão da dificuldade de avaliar a posição de ativos externos líquida, os autores sugerem o uso dos dados de dívida externa total, justificando que para a maior parte

da amostra a aproximação é adequada, uma vez que o endividamento responde por grande parte do financiamento externo. A aproximação é considerada menos adequada em países em desenvolvimento avançados e em anos muito recentes. Os resultados da comparação entre a amostra toda de países em desenvolvimento e somente os que apresentam alto endividamento externo são bastante similares. No entanto, somente no grupo de países altamente endividados o aumento na poupança privada diminui o déficit em conta corrente. O argumento é que os países em desenvolvimento que não estão altamente endividados enfrentam restrições de crédito menos rigorosas e por essa razão alocam o acréscimo na poupança privada para investimento doméstico, o que contribui para a manutenção do déficit em conta corrente.

Consideremos agora os resultados da regressão com dados em painel de Chinn e Prasad (2003), voltada para os determinantes da conta corrente ao longo do tempo. Restringimos a exposição somente aos coeficientes estatisticamente significativos para a amostra de países em desenvolvimento. Os autores consideram notável que a relação positiva entre saldos orçamentários do governo e saldo em conta corrente se mantenha na regressão com dados em painel. Eles interpretam o coeficiente de 0,4 como sinal de que a poupança privada fornece uma compensação Ricardiana significativa, mas não completa, para mudanças na poupança pública.

Novamente, o crescimento médio do produto apresenta pouca relação sistemática com os saldos em conta corrente nos países em desenvolvimento. O crescimento médio do produto possui pouco efeito sobre a conta corrente em razão do impacto positivo similar sobre a poupança e o investimento.

Chinn e Prasad (2003) refazem a regressão com dados em painel usando dados anuais. Nos países em desenvolvimento, o coeficiente do saldo orçamentário do governo permanece positivo, enquanto o crescimento doméstico novamente não possui relação com o saldo em conta corrente.

De modo geral, os coeficientes estimados para o crescimento do produto doméstico e a posição fiscal diferem em Calderón, Chong e Loayza (2000) e Chinn e Prasad (2003). O único resultado semelhante nos dois estudos refere-se ao impacto do setor público sobre o saldo em conta corrente ao longo do tempo. Os dois estudos apontam que uma deterioração das contas públicas contribui para a redução do saldo em conta corrente. Este resultado confirma a existência dos déficits gêmeos dentro dos países em desenvolvimento e fornece subsídios para a preocupação com os déficits públicos manifestada pela Doutrina Lawson. Além disso, fornece um critério importante para julgar a adequação das teorias de conta corrente do *mainstream* à economia brasileira.

## 1.6 Reversão no saldo em conta corrente e crise cambial

Os estudos do *mainstream* demonstram preocupação diante dos episódios de crise cambial registrados nos anos 90, com a associação entre reversão no saldo em conta corrente e crise cambial. A questão é relevante para o debate sobre a sustentabilidade da conta corrente, uma vez que a reversão no saldo em conta corrente precipitada por uma crise cambial indica que o déficit em conta corrente prevalecente antes do episódio era motivo para preocupação. Milesi-Ferretti e Razin (1998) e Edwards (2001) analisam quatro questões envolvendo reversão em conta corrente e crise cambial:

- O que determina uma reversão no saldo em conta corrente?
- O que promove uma crise cambial?
- Qual o impacto sobre o desempenho econômico decorrente de uma reversão em conta corrente?
- Qual a associação entre reversão em conta corrente e crise cambial?

A primeira questão é tratada somente por Milesi-Ferretti e Razin (1998). Os autores definem um evento de reversão como um melhoramento grande e persistente no saldo em conta corrente, que vai além das flutuações de curto prazo determinadas pela abordagem *consumption-smoothing*. A amostra adotada na análise empírica abrange 105 países de baixa e média renda, além de uma sub-amostra de 39 países com média renda e população superior a 1 milhão.

Seguindo uma análise probit<sup>24</sup>, Milesi-Ferretti e Razin (1998) encontram os seguintes previsores para uma reversão em conta corrente, independente da definição da amostra: grande déficit em conta corrente, reservas cambiais baixas, PIB *per capita* maior e termos de troca deteriorados. Os autores encontram ainda alguma evidência de que investimento alto favorece a reversão no saldo em conta corrente, na medida em que contribui para ampliar a capacidade exportadora do país. Por outro lado, reversões são menos prováveis em países com taxas de câmbio fixas. Ao considerar a amostra toda, que abrange um grande número de países muito pobres, os autores encontram alguns indicadores adicionais de reversão em conta corrente. A reversão em conta corrente é menos provável quanto maior a parcela de dívida subsidiada na dívida total e quanto mais altas as transferências oficiais internacionais. As reversões em conta corrente são mais prováveis nos anos em que a taxa de crescimento nos países da OCDE e as taxas de juros reais nos países industriais estão mais altas.

---

<sup>24</sup> Milesi-Ferretti e Razin (1998) ressaltam que a análise probit não deve ser interpretada de um modo estrutural, em razão das variáveis explicativas serem endógenas.

Milesi-Ferretti e Razin (1998) consideram interessante que o sinal da dívida externa esteja errado nos dois testes acima. Para eles, a explicação está no comportamento dos países pobres que, apesar de altamente endividados, registram sucessivos déficits em conta corrente, sem reversões. Excluindo esses países da amostra, o sinal do coeficiente da dívida externa muda.

A segunda questão trata dos fatores que levam a uma crise cambial. O principal interesse nessa questão é investigar se o déficit em conta corrente favorece a ocorrência de uma crise cambial. Dessa vez, a questão é tratada nos dois estudos. O método de Milesi-Ferretti e Razin (1998) consiste novamente em uma análise probit multivariada, com um conjunto de variáveis explicativas similar ao adotado na análise de reversões. Os resultados indicam que somente nos países de renda média um grande déficit em conta corrente aumenta a probabilidade de crise cambial. Na amostra inteira, o coeficiente do déficit em conta corrente apresenta o sinal esperado, mas é estatisticamente insignificante. A análise de Edwards (2001), usando uma amostra ampla de países, também sugere que a conta corrente não desempenha papel importante nas principais crises cambiais. O efeito de déficits em conta corrente elevados sobre crises depende da definição de crise adotada e das regiões de mundo consideradas. Particularmente, os déficits em conta corrente aumentam a probabilidade de uma crise cambial quando definições de crise mais amplas são usadas e quando os países da África são excluídos da amostra. Enfim, Edwards (2001) apresenta a seguinte conclusão sobre a relação entre grandes déficits em conta corrente e crises cambiais:

Se essa questão é interpretada muito estritamente, no sentido de que países com grande déficit em conta corrente (arbitrariamente definido) quase inevitavelmente enfrentam uma crise, então a resposta é não. Se, entretanto, ela é interpretada mais amplamente, sugerindo que há custos envolvidos em manter déficits “muito grandes”, a pesquisa realizada no artigo sugere que a resposta é um “sim” qualificado. (EDWARDS, 2001, p. 37, tradução nossa).

Em síntese, Edwards (2001) conclui que as evidências fornecem um apoio relativamente forte para a visão de que, sob uma perspectiva política, grandes déficits deveriam ser causa para preocupação. O autor ressalta, contudo, que nem todo grande déficit leva a uma crise e que esta não ocorre somente na presença de grandes déficits em conta corrente. Enfim, novamente não há uma associação precisa e direta entre déficit em conta corrente e crise cambial.

A terceira questão também é abordada em ambos estudos. Para avaliar o impacto da reversão em conta corrente sobre o crescimento do produto, Milesi-Ferretti e Razin (1998) adotam dois critérios. A conclusão dos autores é que embora os eventos de reversão pareçam

levar a mudanças substanciais no desempenho do produto, não estão sistematicamente associados com desaceleração do crescimento. Edwards (2001) cita o resultado obtido por Milesi-Ferretti e Razin (1998) de que reversões em conta corrente não estão necessariamente associadas à redução no crescimento. No entanto, é feita a ressalva de que a reversão em conta corrente pode afetar o crescimento do produto através do investimento. Como definido anteriormente, a conta corrente corresponde à diferença entre a poupança nacional e o investimento doméstico. Se a reversão no déficit em conta corrente está associada a uma redução do investimento, então por esse canal a reversão pode reduzir o crescimento do produto. Para avaliar o impacto da reversão em conta corrente sobre o investimento agregado, Edwards (2001) estima uma série de equações de investimento usando dados de painel para um grande número de países no período 1970-1997. Os coeficientes obtidos para os indicadores de reversão defasada e contemporânea são negativos. Esse resultado indica que a reversão em conta corrente tem afetado negativamente o desempenho econômico via investimento.

Finalmente, podemos responder a última questão, que avalia se as reversões em conta corrente são precedidas por uma crise cambial. De uma certa forma, parte já foi respondida na segunda questão, que verificou se um grande déficit em conta corrente aumentava a probabilidade de uma crise cambial. Milesi-Ferretti e Razin (1998) sugerem, com base na evidência empírica, que são dois eventos distintos, com características diferentes. Do número total de reversões da amostra, somente 1/3 são acompanhados ou precedidos por uma crise cambial. O resultado tem uma implicação desfavorável para a sabedoria convencional, termo este definido por Milesi-Ferretti e Razin (1998), como sugere o trecho abaixo:

Essa descoberta sugere que a sabedoria convencional de que grandes depreciações nominais precedem uma reviravolta na conta corrente não é precisa e aponta para a necessidade de olhar mais atentamente tipos diferentes de reversões em conta corrente. (MILESI-FERRETTI; RAZIN, 1998, p.37, tradução nossa).

A recomendação feita por Milesi-Ferretti e Razin (1998) de que era preciso investigar diferentes tipos de reversão em conta corrente é atendida por Bagnai e Manzocchi (1999), que, diferentemente do estudo anterior, distinguem reversões em conta corrente positivas e negativas<sup>25</sup>, com base no seguinte argumento:

Conseqüentemente, enquanto reversões positivas possivelmente fornecem informação *ex-post* sobre a resolução de crises de sustentabilidade, o estudo de reversões negativas poderia indicar uns poucos fundamentos que têm de

---

<sup>25</sup> Reversões em conta corrente positivas correspondem à passagem de um déficit para superávit, e a reversão negativa expressa o comportamento inverso.

serem monitorados a fim de impedir trajetórias potencialmente insustentáveis. (BAGNAI; MANZOCCHI, 1999, p.146-47, tradução nossa).

Bagnai e Manzocchi (1999) acreditam que, apesar da safra recente de estudos, os determinantes fundamentais das reversões em conta corrente em países em desenvolvimento não foram ainda completamente investigados e algumas questões importantes ainda permanecem sem resposta. Com o intuito de avaliar o impacto dos fundamentos sobre as reversões em conta corrente, os autores realizam uma regressão linear com dados em painel. A abordagem intertemporal fornece o referencial teórico para determinação do conjunto de fundamentos, que abrange a taxa de crescimento do PIB real, a razão dívida externa/PIB, a taxa de mudança nos termos de troca, o saldo fiscal (como proporção do PIB) e a taxa de mudança da taxa de câmbio real. A amostra inclui 49 países em desenvolvimento e o período entre 1965 e 1994.

De todos os regressores, somente a taxa de câmbio real não apresenta um coeficiente estatisticamente significativo. Para Bagnai e Manzocchi (1999), os coeficientes estatisticamente significativos possuem os sinais esperados pela teoria. Um acréscimo no saldo fiscal ou uma melhora nos termos de troca aumentam o saldo em conta corrente, enquanto uma taxa de crescimento mais alta ou uma dívida externa maior reduzem o saldo em conta corrente.

Bagnai e Manzocchi (1999) ressaltam que reversões positivas e negativas respondem a um conjunto diferente de fundamentos macroeconômicos. As reversões positivas estão associadas somente a um melhoramento nos termos de troca e aumento no saldo fiscal, enquanto a reversão negativa depende de uma deterioração nos termos de troca, queda no saldo fiscal, taxas de crescimento mais altas e dívidas externas maiores.

Os resultados também indicam que o poder explicativo dos fundamentos é maior nos episódios de reversão negativa. Para Bagnai e Manzocchi (1999) esse resultado é consistente com a interpretação de que uma reversão positiva está associada à crise de sustentabilidade, que depende não só dos fundamentos, mas também de outros fatores como expectativas e "novidades" sobre a estabilidade financeira e a postura política de um país. Enfim, Bagnai e Manzocchi (1999) associam a reversão em conta corrente a uma crise no balanço de pagamentos. Entretanto, reconhecem a necessidade de avaliações mais cuidadosas a respeito das relações empíricas e teóricas entre o seu estudo e a questão de sustentabilidade em razão da assimetria entre reversões positivas e negativas.

Portanto, a conclusão que se pode extrair dos estudos *mainstream* analisados acima é que a reversão de um déficit em conta corrente não está necessariamente associada a uma crise cambial e que esta nem sempre é precedida por um grande déficit em conta corrente.

Embora a evidência não forneça evidências precisas de que um grande déficit em conta corrente leva a uma crise cambial, a preocupação com essa relação é o foco de estudos sob orientação do Fundo Monetário Internacional (FMI) voltados para países em desenvolvimento. A avaliação utilizada pelo FMI para julgar o déficit em conta corrente e orientar recomendações para os formuladores de política econômica nos países em desenvolvimento é o assunto da próxima seção.

### **1.7 Política econômica para a conta corrente**

Knight e Scacciavillani (1998) reconhecem o esforço feito pela equipe do FMI e por economistas voltados para política econômica nas últimas três décadas para desenvolver um programa amplo de pesquisa que permitisse conhecer os níveis sustentáveis de variáveis fundamentais que determinam a conta corrente e detectar desvios do equilíbrio que pudessem ter efeitos sistêmicos significantes. Para os autores, a essência do problema dos formuladores de política econômica consiste em encontrar um conjunto sustentável de políticas econômicas. O FMI, através do seu Grupo de Coordenação sobre Questões da Taxa de Câmbio (CGER na sigla em inglês), tem dirigido sua atenção à análise de vulnerabilidade nas economias de mercado emergentes. O foco do grupo é um dos determinantes potenciais das crises cambiais - o saldo em conta corrente. O objetivo é desenvolver uma abordagem que avalie quando um desequilíbrio em conta corrente é fonte de vulnerabilidade. Em outros termos, o trabalho consiste em determinar se a posição em conta corrente é sustentável no médio prazo (ISARD et al., 2001).

Segundo Knight e Scacciavillani (1998), a abordagem "[...] saldo em conta corrente subjacente [...]" é a mais comumente adotada por formuladores de política econômica<sup>26</sup>. O ponto de partida da abordagem é o reconhecimento de que o saldo em conta corrente corresponde ao hiato poupança-investimento, como proposto na equação (1.2). Para Knight e Scacciavillani (1998), a abordagem possui quatro passos.

O primeiro passo consiste em estimar o saldo em conta corrente subjacente, considerada por Isard et al. (2001), a medida relevante para avaliações da taxa de câmbio no médio prazo. A variável estimada é definida do seguinte modo:

---

<sup>26</sup> Isard et al. (2001) usa o termo abordagem de equilíbrio macroeconômico.

A conta corrente subjacente é definida como o valor da conta corrente que emergiria as taxas de câmbio prevalentes se todos os países estivessem produzindo em seus níveis de produto potenciais e os efeitos defasados de mudanças passadas na taxa de câmbio tivessem sido plenamente realizados. (ISARD et al., 2001, p.7, tradução nossa).

A variação do saldo em conta corrente subjacente está inversamente relacionada à mudança na taxa de câmbio real<sup>27</sup>.

O segundo passo consiste em estimar um nível sustentável ou "normal" para o hiato poupança-investimento no médio prazo. Para Knight e Scacciavillani (1998), esse é o nível que seria consistente com equilíbrio de longo prazo se o país doméstico e seus parceiros comerciais e financeiros estivessem todos funcionando com baixa inflação e a taxas apropriadas de utilização da capacidade, ou seja, é o saldo em conta corrente que seria financiado por fluxos de capitais "normais". Assume-se o hiato de equilíbrio poupança-investimento independe da taxa de câmbio real.

O terceiro passo envolve o cálculo da taxa de câmbio real que iguala o saldo em conta corrente subjacente à posição de equilíbrio poupança-investimento, que será então comparada com a taxa de câmbio real prevalente para verificar o quanto esta teria que mudar para ser consistente com os fundamentos de médio prazo.

O passo anterior fornece uma medida quantitativa do ajuste na taxa de câmbio real de acordo com a abordagem de equilíbrio macroeconômico. No entanto, somente essa estimativa não é suficiente para recomendar um ajuste na taxa de câmbio real. Isard et al. (2001) reconhecem que a recomendação de mudança na taxa de câmbio segue uma combinação de cálculos mecânicos e julgamento. As estimativas quantitativas são o ponto de partida para as recomendações de mudança na taxa de câmbio. O último passo consiste justamente em realizar uma avaliação criteriosa da taxa de câmbio. Os desvios entre a taxa de câmbio real efetiva e estimada podem ter interpretações e implicações políticas diferentes, o que para Isard et al. (2001) justifica uma análise caso a caso. Knight e Scacciavillani (1998) complementam que as estimativas não devem ser imaginadas como previsões de médio prazo incondicionais. Pelo contrário, devem fornecer uma orientação ampla para os formuladores de política econômica adotarem uma determinada postura política macroeconômica.

Isard et al. (2001) ressaltam que a metodologia descrita acima para avaliar conta corrente e taxas de câmbio de países industriais possui pressupostos e simplificações que não são inteiramente apropriados para outros países. Um pressuposto considerado inadequado pelos autores para economias de mercado emergentes é a suposição de que os países podem

---

<sup>27</sup> Supondo que um aumento na taxa de câmbio real representa uma apreciação real e vice-versa.



conceder e receber empréstimos livremente no mercado de capitais internacional por meio de um prêmio constante sobre a taxa de juros mundial. Em razão dessa e outras dificuldades, Isard et al. (2001) avaliam que o CGER tem feito somente um progresso modesto no desenvolvimento de uma estrutura adequada para economias de mercado emergentes. Acrescentam ainda que não há um critério único aceito para avaliar a sustentabilidade de desequilíbrios em conta corrente. O primeiro esforço desenvolvido pelo CGER para ampliar sua estrutura para economias de mercado emergentes foi o estudo realizado por Chinn e Prasad (2003)<sup>28</sup>, já analisado anteriormente. O objetivo era determinar um conjunto de potenciais determinantes do hiato poupança-investimento e verificar sua relação com o saldo em conta corrente. Isard et al. (2001) ressaltam que embora as normas S-I derivadas do estudo de Chinn e Prasad (2003) pareçam adequadas em muitos casos, os cálculos ainda suscitam mais dúvidas como estimativas de saldos poupança-investimento de equilíbrio. Por essa razão, não consideram apropriado sustentar avaliações de sustentabilidade dos desequilíbrios em conta corrente sobre as estimativas de Chinn e Prasad (2003).

Em razão das limitações apontadas acima, Isard et al. (2001) sugerem três critérios adicionais que o CGER tem usado junto às normas de Chinn e Prasad (2003) para avaliar a sustentabilidade dos déficits em conta corrente projetados. Os critérios consistem em verificar se o déficit em conta corrente projetado (em relação ao PIB):

- excede a experiência média durante um período histórico recente;
- implica um acréscimo na razão entre passivo externo líquido (PEL) e PIB;
- seria inconsistente com a manutenção de uma razão PEL/PIB abaixo de algum patamar no longo prazo.

Isard et al. (2001) também apontam deficiências nos critérios adicionais:

- envolvem escolhas *ad hoc* do período histórico recente e da razão PEL/PIB limite;
- abstraem considerações adicionais que são relevantes para avaliar a sustentabilidade da conta corrente. Exemplos são a medida em que a expansão do PEL reflete aumentos no investimento direto estrangeiro (IDE) e a maturidade e composição da dívida externa.

Finalmente, Isard et al. (2001) ressaltam que a ausência de uma abordagem que possa ser aplicada sistematicamente e consistentemente entre os países não implica que déficits em conta corrente elevados devam ser sempre evitados, pois os influxos de capitais podem contribuir positivamente para o desenvolvimento econômico.

---

<sup>28</sup> A versão original foi publicada como Working Paper do FMI em 2000.

## 1.8 Considerações Finais

O objetivo neste capítulo foi apresentar as principais teorias aplicadas pelo *mainstream* para explicar o comportamento da conta corrente nos países em desenvolvimento. A exposição começou com uma descrição dos elementos gerais e específicos que permitem discriminar uma teoria como *mainstream*. Com a metodologia definida o passo seguinte foi descrever o desenvolvimento das teorias de conta corrente na segunda metade do século XX. As primeiras interpretações foram realizadas com base nas abordagens de elasticidade e de absorção. No começo dos anos 1960, o debate sobre o comportamento da conta corrente foi significativamente afetado com o desenvolvimento do Modelo Mundell-Fleming. No entanto, os novos desenvolvimentos em outras áreas da macroeconomia, principalmente a idéia de expectativas racionais, associados ao comportamento da conta corrente após os choques do petróleo despertaram o interesse por explicações mais sofisticadas da conta corrente, entre as quais a abordagem intertemporal recebeu maior ênfase.

A abordagem intertemporal se tornou um instrumento fundamental de análise da conta corrente, como demonstrado por estudos recentes, como Ostry (1997), que adotam o método para investigar se os déficits em conta corrente de países em desenvolvimento são excessivos e, conseqüentemente, que resposta política é a mais adequada. O principal modelo de implementação empírica da abordagem intertemporal nos países em desenvolvimento é o *consumption-smoothing*, que se baseia na teoria de consumo renda permanente, proposto originalmente por Friedman. O modelo *consumption-smoothing* possui duas versões, uma determinística e outra estocástica. A primeira adota o pressuposto de previsão perfeita para expressar o saldo em conta corrente como desvios da renda, do investimento e do gasto do governo dos seus níveis permanentes. A versão estocástica incorpora o pressuposto de expectativas racionais. Nesse caso, o saldo em conta corrente expressa a expectativa de mudança do produto líquido e não necessariamente precisa ser interpretado como um problema. Essa implicação é crucial para entender a interpretação do *mainstream* sobre as posições em conta corrente de países em desenvolvimento. Por exemplo, o déficit em conta corrente de um país em desenvolvimento pode simplesmente refletir a expectativa de um acréscimo futuro no produto. Nessa situação, o déficit em conta corrente corresponde ao mecanismo de alocação intertemporal que permite ao país manter um nível de consumo imediato mais alto, em resposta a uma perspectiva de mudança na renda obtida ao longo de toda vida.

Os anos noventa marcaram a retomada dos fluxos de capitais para países em desenvolvimento após um período de escassez decorrente da crise da dívida durante a década anterior. A ampliação dos desequilíbrios em conta corrente foi a contrapartida da entrada de capitais nos países em desenvolvimento. A ocorrência de crises cambiais, primeiro no México, depois sucessivamente no Leste Asiático, Rússia e Brasil trouxe para o centro do debate a questão da sustentabilidade do saldo em conta corrente. Diferentes abordagens foram sugeridas para avaliar a sustentabilidade da conta corrente, desde o modelo *consumption smoothing* até modelos baseados no equilíbrio do *portfolio*. Os estudos aplicados aos países em desenvolvimento apresentam resultados divergentes. Enquanto Ostry (1997) e Ghosh e Ostry (1995) obtêm evidência favorável à teoria dominante, Teixeira (2003) e Reisen (1998) apresentam resultados na direção oposta.

Além dos modelos teóricos, os estudos empíricos do *mainstream* também tentaram definir os determinantes da conta corrente. A evidência fornecida por Calderón, Chong e Loayza (2000) e Chinn e Prasad (2003) sugere a posição das contas do setor público como potencial determinante da variação da conta corrente nos países em desenvolvimento ao longo do tempo.

A evidência encontrada por Chinn e Prasad (2003) serviu de referência para a metodologia desenvolvida pelo FMI para julgar a sustentabilidade da conta corrente de países em desenvolvimento e fazer recomendações de política econômica. Entretanto, diante das dificuldades de avaliação da conta corrente nesse grupo de países, não há ainda um critério único aceito amplamente para julgar a sustentabilidade da situação externa.

A questão empírica mais delicada discutida no capítulo foi a relação entre reversão no saldo em conta corrente e crise cambial. As estimações feitas por Milesi-Ferretti e Razin (1998) e Edwards (2001) não permitem afirmar que os dois eventos estão relacionados e nem que grandes déficits em conta corrente sejam sinônimos de crise cambial.

## 2 Teorias de conta corrente alternativas

O capítulo anterior destacou as teorias de conta corrente mais recentes do *mainstream* voltadas para países em desenvolvimento. A preocupação atual desses modelos é avaliar a sustentabilidade do saldo em conta corrente e a relevância do déficit externo para a ocorrência de crises cambiais. Constatou-se que os déficits em conta corrente não são necessariamente sinal de crise iminente e, portanto, não justificam resposta política imediata. Ao contrário, segundo a abordagem intertemporal os déficits em conta corrente são o resultado de decisões de consumo ótimas de agentes racionais maximizadores de utilidade. Sob tal perspectiva, o déficit pode refletir simplesmente a expectativa de um produto mais elevado no futuro. Além disso, a variação do saldo em conta corrente permite suavizar a trajetória do consumo frente a choques temporários. Assim, a mobilidade intensa de capitais, que financia os desequilíbrios em conta corrente, fornece um instrumento útil para os formuladores de política econômica e não é responsável pela forte instabilidade manifestada recentemente nos países em desenvolvimento.

Os estudos alternativos divergem nitidamente da interpretação proposta pelo *mainstream*, como mostra o trecho seguinte: ‘Em outras palavras, o estado do saldo em conta corrente não é simplesmente uma questão privada entre agentes que concordam sobre a alocação intertemporal de recursos para consumo, uma vez que pode gerar externalidades negativas para a sociedade em geral.’ (MCCOMBIE; THIRLWALL, 1994, p. xv, tradução nossa). O objetivo deste capítulo é fornecer uma visão alternativa à teoria exposta no primeiro capítulo. As primeiras tentativas de fornecer uma explicação alternativa ao pensamento dominante podem ser associadas aos modelos centro-periferia de crescimento e desenvolvimento da Comissão Econômica para América Latina e Caribe (CEPAL). O argumento, proposto por Prebisch após a segunda Guerra Mundial, sugere que os países da periferia tendem a sofrer dificuldades permanentes no balanço de pagamentos em razão da baixa elasticidade renda da demanda por *commodities* produzidas e exportadas por esses países. A situação dos países da periferia seria agravada pelos movimentos desfavoráveis nos termos de troca, que transfeririam os benefícios do progresso técnico da periferia para o centro. A conclusão é que as dificuldades no balanço de pagamentos sufocam o crescimento e o desenvolvimento dos países da periferia.

Mais recentemente, a preocupação de estudos não alinhados ao *mainstream* está direcionada ao comportamento do saldo em conta corrente de países em desenvolvimento nos anos noventa, período caracterizado pela aproximação com os sistemas financeiro e comercial

internacionais em decorrência de uma nova orientação política. Seguindo a orientação presente nos primeiros estudos da CEPAL, a discussão sobre o comércio exterior mais recente também está associada à questão do crescimento e do desenvolvimento econômico. Assim, neste capítulo a discussão sobre a conta corrente está diretamente ligada ao tema do crescimento econômico com base em estudos pós-keynesianos, que propõem um modelo de crescimento com restrição no balanço de pagamentos, e em estudos estruturalistas, que enfatizam as assimetrias tecnológicas Norte-Sul.

Os estudos alternativos contemplam ainda as mudanças estruturais que modificaram a relação entre comércio e crescimento nos anos noventa nos países em desenvolvimento. As transformações estão associadas, na esfera internacional, à expansão de empresas transnacionais por meio de investimento direto estrangeiro (IDE) e comércio exterior e, no âmbito doméstico, à reforma comercial adotada pelos países em desenvolvimento com o intuito de liberalizar o comércio de bens e serviços.

O capítulo está dividido em quatro partes. A primeira parte consiste na caracterização das teorias de conta corrente alternativas, contrapondo os elementos destacados com a caracterização dos estudos do *mainstream*. A segunda parte apresenta o modelo de crescimento com restrição no balanço de pagamentos pós-keynesiano e a versão estruturalista com hiatos tecnológicos, que tratam a conta corrente a partir da relação entre comércio e crescimento. A terceira parte discute as mudanças estruturais enfrentadas pelas economias da América Latina ao longo da década de noventa. Por último, são apresentadas as principais recomendações políticas das teorias alternativas que se referem à conta corrente.

## **2.1 Caracterização das Teorias de Conta Corrente Alternativas**

Embora a disponibilidade de estudos do *mainstream* sobre a conta corrente seja maior comparativamente aos estudos alternativos, estes apresentam maior diversidade, o que dificulta uma caracterização precisa. A maior diversidade de teorias alternativas pode ser atribuída ao seu caráter mais específico, voltado às particularidades de cada país. As teorias alternativas discutidas neste capítulo contemplam modelos que enfatizam aspectos tecnológicos e de demanda ao analisar a conta corrente, além de aspectos estruturais não contemplados nos modelos do *mainstream*. Sendo assim, os elementos propostos nesta seção não têm o intuito de delimitar precisamente um corpo de pesquisa homogêneo e linear, mas sim o de caracterizar certas teorias de conta corrente como alternativas ao *mainstream*. Seguindo os mesmos critérios de demarcação adotados no primeiro capítulo, inicialmente

serão destacados alguns elementos mais gerais que permitem caracterizar teorias alternativas ao *mainstream* e, em seguida, os aspectos específicos aos modelos sobre conta corrente.

O ponto essencial que parece discernir uma teoria de conta corrente alternativa é a associação estreita entre a análise do comportamento da conta corrente e o debate sobre o crescimento econômico. A razão para esta associação reside no modo como o crescimento econômico é interpretado. No pensamento dominante, o crescimento econômico é determinado somente pelo lado da oferta, especificamente pelo progresso técnico e pelo crescimento da força de trabalho<sup>29</sup>. Em compensação, os estudos alternativos privilegiam o lado da demanda na explicação do crescimento econômico. Assim, na medida em que o saldo em conta corrente constitui um dos componentes da demanda, deve influir na determinação do produto da economia.

Para Davidson (1994), um modelo de crescimento determinado pela demanda é um modelo keynesiano em que o emprego é determinado pelo ponto de demanda efetiva, onde não há lugar para o pressuposto clássico de pleno emprego. Enquanto na teoria do *mainstream* o produto depende da quantidade de insumos, na abordagem keynesiana é o produto que determina o nível de emprego. (ALONSO; GARCIAMARTÍN, 1998-99). Mesmo no longo prazo, é a demanda agregada e não a disponibilidade de recursos que restringe o crescimento (BLECKER, 1998).

As teorias alternativas não tratam todos os países como um bloco homogêneo, propondo teorias de caráter geral aplicáveis a qualquer economia independente das suas especificidades. A economia global é marcada por assimetrias entre os países no que se referem ao seu grau de desenvolvimento e poder de decisão. A preocupação em respeitar a diversidade entre os países está presente já nas primeiras teorias de desenvolvimento da CEPAL. Neste caso, a distinção era entre os países do centro e da periferia. Mais recentemente, a *United Nations Conference on Trade and Development* (UNCTAD) e os estudos pós-keynesianos enfatizam a distinção entre países desenvolvidos e em desenvolvimento. Por exemplo, a incorporação dos fluxos de capitais ao modelo de crescimento com restrição no balanço de pagamentos tem o intuito de adequar o modelo ao comportamento dos países em desenvolvimento. O modelo estruturalista propõe uma distinção entre países do Norte e Sul de acordo com o seu desenvolvimento tecnológico.

No que se refere à conta corrente, o primeiro aspecto que deve ser salientado é a sua relação com a conta capital. As teorias alternativas reconhecem a intensa mobilidade de

---

<sup>29</sup> Os novos modelos de crescimento incluem qualificação da força de trabalho (capital humano).

capitais predominante, desvinculada dos resultados obtidos na conta corrente. Sobre a relação entre a conta corrente e a conta de capitais, Kregel (1999) faz o seguinte comentário:

O que é muito mais importante, e muito freqüentemente esquecido nas discussões de balanço de pagamentos, é que eles devem ser considerados juntos, e que é completamente inapropriado considerar um separadamente do outro. Nem é apropriado considerar um como ativo e o outro como saldo passivo, no sentido de um determinando o outro. (KREGEL, 1999, p.2, tradução nossa).

A conta capital não está subordinada aos desequilíbrios em conta corrente e influi diretamente na determinação da taxa de câmbio. A intensa mobilidade de capitais associada à crescente liberalização financeira contribuiu para o fenômeno da globalização financeira. As finanças adquiriram um caráter hegemônico na atual fase do capitalismo (LACERDA, 2004). Na visão pós-keynesiana, as finanças determinam a taxa de câmbio através das decisões de *portfolio* de investidores internacionais. Os agentes tomam suas decisões levando em consideração principalmente aspectos financeiros. As expectativas possuem um papel central na explicação pós-keynesiana (HARVEY, 2003).

A variável de ajuste de desequilíbrios comerciais também difere na explicação alternativa ao *mainstream*. Segundo Alonso e Garcimartín (1998-99), o processo de ajustamento é efetuado principalmente por meio de mudanças no produto. Assim, um país que enfrenta um déficit comercial deve reduzir o produto com o intuito de contrair as importações. Segundo Blecker (1998), a abordagem pós-keynesiana se concentra nos aspectos qualitativos de competitividade refletidos nas elasticidades-renda, ao invés da competitividade baseada em custos ou preços, enfatizada pelo *mainstream*.

Finalmente, assim como as teorias do *mainstream*, os estudos alternativos podem ser distinguidos de acordo com o seu meio de divulgação. Na América Latina, o principal centro de estudos alternativos é a CEPAL. No mundo, a UNCTAD é a instituição que mais contribui para disseminar em âmbito internacional os estudos alternativos ao *mainstream*. Quanto à literatura pós-keynesiana, a maioria dos estudos é publicada no periódico *Journal of Post Keynesian Economics*.

## **2.2 Modelo de Crescimento com Restrição no Balanço de Pagamentos**

Segundo McCombie e Thirlwall (1994), a conta corrente interessa por três motivos. Primeiro, a fragilidade do balanço de pagamentos provocada por tendências adversas de longo prazo no desempenho de exportações e importações tem efeitos sobre o produto real e o emprego em setores particulares da economia atingidos. Isto significa que o resultado do balanço de pagamentos repercute sobre o funcionamento do lado real da economia. Segundo,

a taxa de crescimento não pode estar acima do nível determinado pelo equilíbrio do balanço de pagamentos, a menos que o país consiga financiar déficits em conta corrente crescentes. Por último, mesmo que o déficit em conta corrente possa ser financiado no curto prazo com a manutenção de altas taxas, tal situação incentiva a acumulação de ativos monetários em detrimento do investimento em ativos produtivos, necessário para sustentar o crescimento do produto.

Os pontos levantados acima relacionam o comportamento do saldo em conta corrente ao crescimento da economia. Essa relação foi marcante nos países da América Latina durante a década de noventa:

Na maior parte dos anos os países têm mostrado déficit em seu comércio de bens e serviços. Normalmente, o saldo mostra superávit somente nos anos de queda ou interrupção nos níveis de atividade econômica, porque reduz a demanda por importações, e no período subsequente de recuperação. (FUJII, 2002, p. 160, tradução nossa).

A passagem acima destaca uma relação inversa entre o saldo em conta corrente e o crescimento do produto. Em outras palavras, a manutenção de uma determinada taxa de crescimento provoca uma deterioração no saldo em conta corrente ou, inversamente, o equilíbrio em conta corrente pode interromper o processo de expansão do nível de atividade econômica. Segundo Lória (2003), a hipótese de restrição externa ao crescimento ganhou forma a partir das teorias estruturalistas e pós-keynesianas através da lei de Thirlwall, que define uma taxa de crescimento com restrição no balanço de pagamentos. Posteriormente, o modelo sofreu várias modificações, as quais são discutidas mais adiante.

A restrição ao crescimento do produto pode aparecer em razão da necessidade de manter o equilíbrio no balanço de pagamentos. Conforme destacado na caracterização das teorias alternativas, a teoria pós-keynesiana enfatiza o lado da demanda na determinação do crescimento econômico. Para Thirlwall, a necessidade de manter o equilíbrio na conta corrente do balanço de pagamentos consiste na principal restrição à demanda em uma economia aberta (FUJII, 2002). Segundo López e Cruz (2000, p.477), “[...] a situação do balanço de pagamentos pode restringir o crescimento da demanda agregada porque um país não pode suportar persistentemente um déficit em conta corrente sempre crescente.”

Por essa razão, McCombie e Thirlwall (1994) destacam a importância de manter um balanço de pagamentos sustentável. Uma economia possui capacidade de crescimento de curto prazo que pode não ser alcançada se a expansão da demanda implicar dificuldades no balanço de pagamentos. A restrição da demanda impede que a oferta seja plenamente utilizada, o que implica que o investimento seja desencorajado, o progresso tecnológico seja



desacelerado e os bens produzidos pelo país se tornem menos desejáveis frente aos bens estrangeiros, prejudicando ainda mais o balanço de pagamentos. Forma-se, assim, um círculo vicioso. Por outro lado, se o país consegue expandir a demanda sem entrar em dificuldades no balanço de pagamentos, a própria pressão exercida pela demanda é capaz de elevar a taxa de crescimento potencial.

Com base nesses argumentos, economistas têm proposto um crescimento conduzido pelas exportações (*export-led growth*), capaz de acelerar o crescimento sem incorrer em problemas no balanço de pagamentos. As recomendações políticas são apresentadas na seção 2.4 do capítulo.

A necessidade de manter um equilíbrio no balanço de pagamentos é o ponto de partida da análise pós-keynesiana. O resultado é a taxa de crescimento com equilíbrio no balanço de pagamentos, definida por Thirlwall (1986) como a taxa de crescimento do produto que um país pode sustentar no longo prazo com equilíbrio no balanço de pagamentos em conta corrente. Sendo assim, a primeira versão do modelo limita o equilíbrio do balanço de pagamentos ao saldo em conta corrente, ignorando o resultado da conta de capitais. A descrição do modelo aqui segue o exposto em McCombie e Thirlwall (1994). O equilíbrio do balanço de pagamentos em conta corrente medido em unidades de moeda doméstica é expresso como:

$$P_d X = P_f M E \quad (2.1)$$

onde  $X$  é a quantidade de exportações;  $P_d$  é o preço das exportações em moeda doméstica;  $M$  é a quantidade de importações;  $P_f$  é o preço das importações em moeda estrangeira; e  $E$  é a taxa de câmbio nominal<sup>30</sup>.

A equação (2.1) pode ser reescrita em termos de taxa de crescimento para expressar a condição de equilíbrio do balanço de pagamentos ao longo do tempo. O equilíbrio do balanço de pagamentos será mantido se a taxa de crescimento do valor das exportações for igual à taxa de crescimento do valor das importações, o que pode ser obtido aplicando logaritmo aos dois lados da equação (2.1) e derivando em relação ao tempo:

$$p_d + x = p_f + m + e \quad (2.2)$$

onde as letras minúsculas representam taxas contínuas de mudança das variáveis.

---

<sup>30</sup> A taxa de câmbio mede a quantidade de unidades monetárias domésticas necessárias para adquirir uma unidade de moeda estrangeira.

McCombie e Thirlwall (1994) utilizam a teoria de demanda padrão para expressar a quantidade demandada de importações:

$$M = a \left( \frac{P_f E}{P_d} \right)^\varnothing Y^{\tilde{\varnothing}} \quad (2.3)$$

onde  $a$  é uma constante,  $\varnothing$  é a elasticidade preço da demanda por importações ( $\varnothing < 0$ ),  $Y$  é a renda doméstica, e  $\tilde{\varnothing}$  é a elasticidade renda da demanda por importações ( $\tilde{\varnothing} > 0$ ).

Aplicando o mesmo procedimento adotado em (2.2), obtemos a taxa de crescimento das importações:

$$m = \varnothing (p_t + e - p_d) + \tilde{\varnothing} y \quad (2.4)$$

A quantidade demandada de exportações é expressa como função do preço dos bens domésticos em relação ao preço dos bens externos e do nível de renda mundial:

$$X = \left( \frac{P_d}{P_f E} \right)^\zeta Z^{\tilde{\zeta}} \quad (2.5)$$

onde  $\zeta$  representa a elasticidade preço da demanda por exportações ( $\zeta < 0$ ),  $Z$  a renda mundial e  $\tilde{\zeta}$  a elasticidade renda das exportações ( $\tilde{\zeta} > 0$ ).

Em termos de taxa de crescimento, as exportações podem ser expressas como:

$$x = \zeta (p_t - p_f - e) + \tilde{\zeta} z \quad (2.6)$$

Substituindo (2.4) e (2.6) em (2.2) e isolando  $y$  obtemos a equação que expressa a taxa de crescimento do produto medido em termos reais consistente com o equilíbrio do balanço de pagamentos ( $y_B$ ):

$$y_B = \frac{(1 + \zeta + \varnothing) (p_d - p_f - e) + \tilde{\zeta} z}{\tilde{\varnothing}} \quad (2.7)$$

Para McCombie e Thirlwall (1994), a equação acima expressa várias proposições econômicas fundamentais:

- Se a inflação no país doméstico for mais alta do que no país estrangeiro ( $p_d > p_f$ ), então a taxa de crescimento com equilíbrio no balanço de pagamentos será reduzida desde que a soma das elasticidades preço da demanda por exportações e importações exceda a unidade em valor absoluto, ou seja, se  $\zeta + \varnothing > 1$ ;
- Uma desvalorização cambial ( $e > 0$ ) resultará em um aumento da taxa de crescimento com equilíbrio no balanço de pagamentos se a soma das elasticidades preço da demanda por exportações e importações for maior que a unidade em valor absoluto. Essa proposição é conhecida como condição Marshall-Lerner. No entanto, deve-se ressaltar que uma única desvalorização não trará um aumento permanente de  $y_B$ , pois

após a variação inicial, o câmbio permanecerá constante, o que significa  $e = 0$ . Somente uma desvalorização contínua pode sustentar uma taxa maior de crescimento com equilíbrio no balanço de pagamentos.

- Um aumento na taxa de crescimento da renda mundial eleva a taxa de crescimento com equilíbrio no balanço de pagamentos. A magnitude da mudança depende da elasticidade renda da demanda por exportações ( $\hat{\alpha}$ ).
- Quanto maior a elasticidade renda da demanda por importações ( $\hat{\beta}$  mais dfo), menor a taxa de crescimento com equilíbrio no balanço de pagamentos.

Thirlwall (1997) afirma que o foco do modelo está nas diferenças de crescimento de longo prazo. Assim, ainda que os termos de troca ou a taxa de câmbio real possam flutuar no curto prazo, no longo prazo parecem relativamente estáveis. A hipótese de que a taxa de câmbio real permanece constante no longo prazo<sup>31</sup>, embora compartilhada pela literatura pós-keynesiana, tem sido investigada em alguns estudos mais recentes, que são discutidos na próxima seção. Por ora, supõe-se que os preços relativos medidos em uma mesma moeda permanecem constantes no longo prazo  $(p_d - p_f - e) = 0$ , de modo que a equação (2.7) pode ser reescrita como:

$$y_B = \frac{\hat{\alpha}Z}{\hat{\beta}} = \frac{x}{\hat{\beta}} \quad (2.8)$$

A equação (2.8) expressa a taxa de crescimento com equilíbrio no balanço de pagamentos como a razão entre a taxa de crescimento do volume das exportações e a elasticidade renda da demanda por importações. É essa regra simples que ficou conhecida como Lei de Thirlwall.

Na verdade, a idéia de uma taxa de crescimento expressa em termos do crescimento das exportações e da elasticidade-renda das importações já havia sido estabelecida anteriormente de modo semelhante por Harrod em 1933, através de um multiplicador estático de comércio exterior proposto para explicar o ritmo de crescimento industrial nas economias abertas e manter o balanço de pagamentos em equilíbrio. Segundo Davidson (1994), o multiplicador de comércio exterior de Harrod pode ser expresso do seguinte modo:

$$y_a = [1 / \text{mpm}][x_a] \quad (2.9)$$

Onde  $y_a$  é a mudança na renda agregada no país A,  $x_a$  é a mudança nas exportações do país A, e mpm é a propensão marginal a importar dos residentes no país A.

No entanto, Thirlwall (1997) afirma que a concepção da taxa de crescimento da renda determinada pela razão entre crescimento das exportações e elasticidade-renda das

<sup>31</sup> Trata-se da proposição da paridade do poder de compra (PPC) relativa amplamente aceita pelo *mainstream*.

importações não surgiu a partir do multiplicador de comércio exterior estático de Harrod, embora reconheça que, ao ler o livro de Harrod, percebeu que ambos empregavam os mesmos pressupostos:

- as exportações são o único componente autônomo de demanda;
- o comércio está em equilíbrio;
- os termos de troca não se alteram.

### *2.2.1 Resultados empíricos da lei de Thirlwall*

Embora a lei de Thirlwall tenha sido proposta originalmente para avaliar o crescimento de países desenvolvidos<sup>32</sup>, alguns estudos têm direcionado o modelo para países em desenvolvimento. López e Cruz (2000) aplicam o modelo para quatro países da América Latina: Argentina, Brasil, Colômbia e México. O período considerado no estudo se estende de 1965 a 1996. O objetivo é investigar a validade do pressuposto da lei de Thirlwall de que os termos de troca não têm influência sobre o crescimento de longo prazo. Em outros termos, verificar se realmente a taxa de câmbio real permanece constante no longo prazo. Contrariando o pressuposto do modelo, a taxa de câmbio real dos países selecionados apresenta no período grande flutuação e uma tendência de aumento. Para López e Cruz (2000), Thirlwall estava se referindo principalmente aos países industrializados quando propôs que a taxa de câmbio real permaneceria estável no longo prazo.

O método proposto por López e Cruz (2000) para avaliar a lei de Thirlwall consiste em estabelecer uma relação estável entre as taxas de crescimento das exportações e do produto no longo prazo. A estimação do modelo usando análise de co-integração e modelos de Vetores Autoregressivos (VAR) confirma a validade da lei de Thirlwall para as economias da América Latina. Além disso, os testes de causalidade de Granger indicam que a direção de causalidade é no sentido das exportações para o produto, o que significa que exportações mais altas tendem a elevar o produto.

Em razão da forte instabilidade apresentada pela taxa de câmbio real nas economias analisadas, López e Cruz (2000) estimam um VAR com produto doméstico e taxa de câmbio real. Os resultados apontam uma relação estável entre produto doméstico e taxa de câmbio real em todos os países selecionados. No entanto, na Argentina e no Brasil, a taxa de câmbio real apresenta um sinal negativo, o que significa que uma taxa de câmbio real mais alta tende a reduzir o crescimento do produto. Duas razões alternativas, mas que podem ser combinadas,

---

<sup>32</sup> No estudo de 1979, Thirlwall mostrou a correspondência entre o crescimento do produto e a razão do crescimento das exportações pela elasticidade renda da demanda por importações para uma amostra de países desenvolvidos durante as décadas de cinquenta e sessenta.

são destacadas para explicar a relação inversa. Primeiro, a condição Marshall-Lerner pode não se verificar. Conforme exposto na seção anterior, prevalecendo a condição Marshall-Lerner, uma desvalorização cambial tende a melhorar o saldo comercial desde que a soma das elasticidades preço da demanda por exportações e importações seja maior do que um em valor absoluto. Segundo, mesmo que a depreciação cambial, que eleva a taxa de câmbio real, produza uma melhora no saldo comercial, o efeito será mais do que compensado pela queda da demanda doméstica.

Para verificar a condição Marshall-Lerner, López e Cruz (2000) estimam um VAR para o saldo comercial, incluindo o produto mundial, o PIB doméstico e a taxa de câmbio real para os quatro países da amostra. Em todos os casos, o saldo comercial apresenta uma relação positiva com o produto mundial e uma associação negativa com o produto doméstico. No que se refere à taxa de câmbio real, os resultados para Brasil e Argentina são diferentes. No Brasil, a taxa de câmbio real apresenta uma associação negativa com o saldo comercial, resultado contrário à condição Marshall-Lerner. Nesse país, a relação inversa entre a taxa de câmbio real e o crescimento do produto pode ser atribuída ao não cumprimento da condição Marshall-Lerner. Em outros termos, a depreciação cambial em termos reais deteriora o saldo comercial e, através da queda na demanda agregada reduz o crescimento do produto. Já na Argentina, a relação positiva entre o saldo comercial e a taxa de câmbio real confirma a condição Marshall-Lerner. Neste caso, a taxa de câmbio real mais alta está associada a uma redução do crescimento do produto em razão do seu impacto negativo sobre a demanda interna superar o efeito positivo sobre o saldo comercial.

Em resumo, o estudo de López e Cruz (2000) confirma a validade da lei de Thirlwall para os países da América Latina. No entanto, a evidência contraria o pressuposto de que a taxa de câmbio real tenderia a permanecer constante no longo prazo.

Lória (2003) chega a um resultado similar para a taxa de câmbio real ao testar o modelo de crescimento com restrição no balanço de pagamentos para a economia mexicana no período de 1970 a 1999. O modelo adotado é uma versão da lei de Thirlwall ampliada para taxa de câmbio. O autor confirma a existência de um *trade-off* de longo prazo entre crescimento econômico e as contas externas. Novamente, os testes empíricos ratificam a importância da taxa de câmbio real ao crescimento com restrição externa. O resultado leva o autor a sugerir o gerenciamento da taxa de câmbio, para evitar flutuações intensas e de longa duração, como condição para promoção do crescimento econômico sustentável.

Moreno-Brid (2003), por sua vez, não encontram evidências de que os termos de troca tenham um papel significativo no crescimento econômico de longo prazo do México em razão

da elasticidade preço da demanda por importações não ser significativa.<sup>33</sup> O próprio autor reconhece o contraste com resultados anteriores sobre as importações mexicanas. O argumento é que os estudos anteriores focaram períodos de tempo bastante curtos, nos quais a influência dos preços relativos pode ser relevante.

Hernández (2000) aplica o modelo de Thirlwall à economia mexicana no período de 1960 a 1997 e, assim como Moreno-Brid (2003), encontra baixos valores para as elasticidades preço da demanda por exportações e importações, cuja soma é inferior a um. Esse resultado é contrário à condição Marshall-Lerner e implica a rejeição da política cambial como instrumento para corrigir os desequilíbrios em conta corrente e assegurar a trajetória de crescimento econômico, como proposto por Lória (2003). Pelo contrário, as desvalorizações cambiais tiveram um caráter recessivo no México durante o período em análise.

Holland, Vieira e Canuto [200-] criticam o procedimento adotado por López e Cruz (2000) de estimar o modelo VAR usando variáveis com diferentes ordens de integração. Outra crítica é direcionada para a relação simples estabelecida entre a taxa de câmbio real e o produto doméstico. O argumento é que López e Cruz (2000) não levaram em consideração que o canal de interdependência entre a taxa de câmbio real e o crescimento do produto não é direto. A análise deveria considerar também a relação entre a taxa de câmbio, as exportações, importações e crescimento do produto doméstico e estrangeiro. A sugestão é verificar se a condição Marshall-Lerner prevalece nos países em questão.

Cabe observar que esta última crítica lançada por Holland, Vieira e Canuto [200-] parece desnecessária, pois, como visto anteriormente, López e Cruz (2000) ressaltam a necessidade de explicar a associação entre taxa de câmbio real e crescimento econômico através do impacto que uma mudança cambial tem sobre o saldo comercial e a demanda interna. O efeito de uma depreciação cambial sobre o saldo comercial serve para avaliar justamente a condição Marshall-Lerner, logo, a sugestão de Holland, Vieira e Canuto [200-] já está contemplada no modelo de López e Cruz (2000).

Holland, Vieira e Canuto [200-] avaliam a evidência econométrica sobre o modelo de crescimento com restrição balanço de pagamentos para dez países da América Latina<sup>34</sup>, entre 1950 e 2000. Os autores apresentam os resultados estimados e as taxas de crescimento anuais médias do PIB real com o intuito de avaliar se o modelo é capaz de prever as trajetórias de

---

<sup>33</sup> Thirlwall (1997) reconhece que ainda que os termos de troca não sejam constantes, as elasticidades preço da demanda por exportações ou importações teriam de ser estatisticamente significativas e maiores do que a unidade para que o crescimento não seja influenciado pelo balanço de pagamentos, mas sim determinado pelas condições de oferta.

<sup>34</sup> Os países analisados são: Argentina, Bolívia, Brasil, Chile, Colômbia, Equador, México, Peru, Uruguai e Venezuela.

crescimento de longo prazo da renda real para países em desenvolvimento. A comparação das taxas verdadeira e estimada é considerada similar nos casos da Argentina, Chile, Peru e Uruguai. Nos demais países, as diferenças giram em torno de 1,0 e 1,5 ponto porcentual. As diferenças não são consideradas muito grandes, uma vez que o modelo estimado compreende somente três variáveis: PIB real, exportações e importações.

No entanto, Holland, Vieira e Canuto [200-] reconhecem a limitação do modelo em razão do foco estar sobre o lado da renda das economias da América Latina. As divergências encontradas entre o crescimento estimado e o crescimento efetivo são atribuídas a dois aspectos do modelo: o pressuposto de taxa de câmbio real constante, considerado altamente restritivo, e a ausência de fluxos de capitais. Com base nessa avaliação, os autores fazem a seguinte recomendação para pesquisas futuras:

O foco da evidência empírica foi o lado da renda como proposto pela regra original de Thirlwall, mas nós estamos cientes que é muito importante levar em consideração variáveis tais como taxa de câmbio e termos de troca, algo a ser feito em pesquisa futura. Nos anos 90, a América Latina experimentou um influxo intensivo de capital, um fato a ser considerado como uma questão importante ao se testar a lei de Thirlwall. (HOLLAND; VIEIRA; CANUTO, 200-, tradução nossa).

O próximo item aborda justamente um dos focos de pesquisa recomendados no trecho acima: a importância dos fluxos de capitais.

### 2.2.2 *O modelo com fluxos de capitais*

McCombie e Thirlwall (1994) reconhecem a possibilidade de países em desenvolvimento conseguirem crescer a um ritmo mais rápido do que o determinado pela regra simples estabelecida em (2.8). Essa situação pode ocorrer se frente a um déficit em conta corrente, o país consegue sustentar o ritmo de crescimento com a entrada de capitais. O crescimento do produto passa a ser determinado, em última instância, pela taxa de crescimento dos influxos de capital. Nesse caso, a regra simples adotada anteriormente para explicar as diferentes taxas de crescimento entre os países não seria um bom indicador do comportamento dos países em desenvolvimento, em razão do financiamento dos déficits em conta corrente via entrada de capitais ser mais comum nesses países. Contudo, deve-se ressaltar que a entrada de capitais pode ser compensada pelo efeito negativo sobre o crescimento decorrente de termos de troca desfavoráveis.

McCombie e Thirlwall (1994) modificam o modelo de crescimento proposto anteriormente, supondo que a situação inicial é caracterizada por um desequilíbrio em conta corrente. Nesse caso, teríamos:

$$P_d X + F = P_f M E \quad (2.10)$$

onde  $F$  é o valor nominal dos fluxos de capitais medido em moeda doméstica.  $F$  positivo indica entrada de capital e vice-versa. Em termos de taxas de mudança, a equação pode ser estabelecida do seguinte modo:

$$\dot{\epsilon}(p_d + x) + (1 - \dot{\epsilon})f = p_d + m + e \quad (2.11)$$

onde  $\dot{\epsilon} = P_d X / (P_d X + F)$  e  $(1 - \dot{\epsilon}) = F / (P_d X + F)$  expressam as parcelas de exportações e fluxos de capital nas divisas totais recebidas.

Adotando as mesmas funções demanda por importação e exportação estabelecidas em (2.4) e (2.6), podemos substituí-las em (2.11) para obtermos a taxa de crescimento com restrição do balanço de pagamentos, partindo de um desequilíbrio em conta corrente:

$$y_B = \frac{(\dot{\epsilon}\eta + \vartheta)(p_d - e - p_f) + (p_d - e - p_f) + \dot{\epsilon}\dot{\alpha} + (1 - \dot{\epsilon})(f - p_d)}{\dot{\sigma}} \quad (2.12)$$

O lado direito da equação compreende os seguintes termos:

- $(\dot{\epsilon}\eta + \vartheta)(p_d - e - p_f)$ : efeito volume de mudanças de preços relativos sobre o crescimento da renda real restrito pelo balanço de pagamentos;
- $(p_d - e - p_f)$ : efeito termos de troca;
- $\dot{\epsilon}\dot{\alpha}$ : efeito de mudanças exógenas no crescimento da renda no exterior;
- $(1 - \dot{\epsilon})(f - p_d)$ : efeito da taxa de crescimento dos fluxos de capital.

Adotando novamente o pressuposto de preços relativos constantes em uma mesma moeda e sabendo que  $\dot{\alpha} = x$ , pode-se reescrever a equação (2.12) como segue:

$$y_B^* = \frac{\dot{\epsilon}x + (1 - \dot{\epsilon})(f - p_d)}{\dot{\sigma}} \quad (2.13)$$

A equação (2.13) define a taxa de crescimento com restrição no balanço de pagamentos partindo de um desequilíbrio em conta corrente como a soma ponderada do crescimento das exportações e dos fluxos reais de capitais dividida pela elasticidade renda da demanda por importações. Os desvios em relação ao modelo acima são promovidos pelos dois termos que incorporam as mudanças de preço relativo: o primeiro capta o efeito puro dos termos de troca sobre o crescimento da renda real; e o segundo capta o impacto das mudanças de preço relativo sobre o crescimento do produto através da resposta do volume de importações.

McCombie e Thirlwall (1994) comparam o resultado obtido em (2.13) com a regra simples estabelecida sob a condição de equilíbrio do balanço de pagamentos em conta corrente e fazem três observações:



- Na ausência de desequilíbrio inicial em conta corrente e fluxos de capitais, o que significa  $\dot{e} = 1$  e  $(1 - \dot{e}) = 0$ , a equação (2.13) pode ser expressa novamente pela regra simples  $y = x/\delta$ .
- Um desequilíbrio inicial em conta corrente associado a uma taxa de crescimento dos influxos de capitais igual a zero reduz a taxa de crescimento para:

$$y_B^{**} = \frac{\dot{e}x - (1 - \dot{e})(p_d)}{\delta} \quad (2.14)$$

onde  $y_B^{**} < y_B$ , desde que  $p_d$  seja positivo. O desequilíbrio inicial em conta corrente é financiado pela entrada de capitais. No entanto, o déficit inicial será ampliado à medida que as taxas de crescimento de importações e exportações sejam iguais, pois o valor inicial das importações é superior ao das exportações. Dado que os influxos de capitais permanecem constantes, não serão suficientes para financiar um desequilíbrio em conta corrente cada vez maior. Logo, o crescimento do produto terá de ser reduzido até que o crescimento das importações fique abaixo do crescimento das exportações e o déficit em conta corrente possa ser financiado pela entrada de capitais. A redução na taxa de crescimento pode ser calculada pela diferença entre as equações (2.8) e (2.14), fornecendo o seguinte resultado:

$$y_B - y_B^{**} = \frac{(1 - \dot{e})(p_d + x)}{\delta} \quad (2.15)$$

- Para que a taxa de crescimento do produto com desequilíbrio inicial em conta corrente seja igual à taxa de crescimento registrada com equilíbrio no balanço de pagamentos em conta corrente, os influxos de capitais devem crescer a uma taxa positiva. Igualando as equações (2.8) e (2.13) e resolvendo para  $f$ , determina-se a taxa de crescimento do fluxo de capitais necessária para sustentar o crescimento do produto:

$$f = p_d + x \quad (2.16)$$

A introdução de fluxos de capitais torna o modelo de crescimento com restrição no balanço de pagamentos mais útil para análise empírica de países em desenvolvimento. No entanto, o modelo não impõe nenhum limite sobre o acúmulo de dívida externa decorrente da entrada de capitais. A experiência recente de crescimento de países em desenvolvimento sugere que este é um elemento importante para o processo de crescimento econômico. A deficiência do modelo levanta dúvidas quanto ao seu aproveitamento para descrever a trajetória de crescimento de longo prazo (MORENO-BRID, 1998/99). A próxima seção apresenta uma revisão do modelo que trata de assegurar uma trajetória sustentável de crescimento da dívida externa.

### 2.2.3 O endividamento externo e o pagamento de juros

O modelo apresentado na seção anterior permitiu a entrada de fluxos de capitais sem impor, em contrapartida, nenhuma restrição sobre a sua trajetória a não ser o princípio de equilíbrio do balanço de pagamentos, ou seja, que débitos se igualem aos créditos (MORENO-BRID, 1998/99). No entanto, a restrição não parece ser suficiente:

Claramente, a restrição contábil é insuficiente para garantir que a trajetória dos influxos de capitais externos – se em termos reais ou nominais – resulte em um padrão de endividamento externo sustentável no longo prazo. Mas, como a história da América Latina dolorosamente prova, capital externo pode estar fluindo constantemente, ajudando a financiar expansões econômicas de curto prazo, e pode estar simultaneamente alimentando um acúmulo de dívida externa a uma velocidade que inevitavelmente principiará uma crise cambial e trará uma interrupção repentina na atividade econômica. (MORENO-BRID, 1998/99, p. 284, tradução nossa).

Para superar essa limitação, Moreno-Brid (1998/99) propõe uma nova abordagem para o modelo, que leva em consideração a importância dos fluxos de capitais para o crescimento econômico de longo prazo e garante, simultaneamente, uma trajetória sustentável para a dívida externa. Moreno-Brid (2002) denomina a nova abordagem de terceira geração dos modelos de crescimento com restrição no balanço de pagamentos. A restrição adicional imposta ao modelo é que a participação do déficit em conta corrente na renda doméstica, em termos nominais, se mantenha constante. A condição garante que a razão entre dívida externa e renda doméstica também seja constante. Moreno-Brid (1998/99) ressalta que as participações do déficit em conta corrente e da dívida externa na renda doméstica são os indicadores que afetam o acesso dos países em desenvolvimento ao mercado de capitais global. O acesso ao financiamento externo tende a ser dificultado quando os dois indicadores se aproximam de determinados níveis críticos.

Para integrar a condição de endividamento externo sustentável ao modelo, Moreno-Brid (1998/99) assume que a taxa de câmbio nominal é constante e igual a um<sup>35</sup>. A condição adicionada ao modelo determina que a participação do déficit em conta corrente na renda nominal doméstica seja constante. Em outros termos, isso implica que a razão entre os influxos de capitais e a renda doméstica seja igual a uma constante  $k$ :

$$\frac{F}{Y} = k \quad (2.17)$$

---

<sup>35</sup> Moreno-Brid (1998/99) adota uma nomenclatura diferente para algumas variáveis e expressa as taxas de crescimento das variáveis usando o operador de diferencial. Com o intuito de simplificar a apresentação, as definições adotadas nas seções anteriores são mantidas.

Em termos de taxa de crescimento, a razão acima pode ser expressa pela seguinte igualdade<sup>36</sup>:

$$f = y + p_d \quad (2.18)$$

Substituindo a equação (2.18) em (2.12) e re-arrumando os termos, determina-se a taxa de crescimento de longo prazo da renda real associada a uma trajetória de endividamento externo sustentável  $y_{ca}$ :

$$\hat{y}_{ca} = \frac{\hat{\epsilon} \hat{\alpha} z + (\hat{\epsilon} \hat{c}_f + \varnothing + 1)(p_d - p_f)}{\hat{\alpha} - (1 - \hat{\epsilon})} \quad (2.19)$$

Moreno-Brid (2002) avalia a adequação empírica da terceira geração do modelo de crescimento com restrição de balanço de pagamentos ao comportamento da economia do México entre 1967 e 1999. Supõe que os termos de troca são constantes e substitui  $x = \hat{\alpha} p_{ca}$  obter uma versão mais simplificada da equação (2.19), como segue:

$$y_{ca} = \frac{\hat{\epsilon} x}{\hat{\alpha} - (1 - \hat{\epsilon})} \quad (2.20)$$

Os testes abrangem a versão do modelo descrita pela equação (2.20) e a formulação original de Thirlwall proposta na equação (2.8). O critério consiste em verificar se a elasticidade renda da demanda por importações de longo prazo,  $\hat{\alpha}$ , não difere significativamente do seu valor de equilíbrio hipotético,  $\hat{\alpha}_H$ . Este é definido como o valor da elasticidade renda da demanda por importações que igualaria a taxa de crescimento efetivamente registrada pelo México à taxa de crescimento estimada pelo modelo. A elasticidade renda da demanda por importações de longo prazo,  $\hat{\alpha}$ , é estimada usando técnicas de série de tempo.

Na estimação da elasticidade renda da demanda por importações, Moreno-Brid (2002) encontra evidências de que os preços relativos não têm efeito de longo prazo sobre as importações. Por essa razão, estimam também a elasticidade renda da demanda por importações excluindo os preços relativos. Os resultados – considerando a estimação da elasticidade renda da demanda por importações de longo prazo incluindo os preços relativos – rejeitam a hipótese de que a lei de Thirlwall, em sua formulação original, forneça uma interpretação adequada do crescimento econômico de longo prazo do México no período em análise. Por outro lado, confirmam a relevância da versão modificada da lei de Thirlwall exposta na equação (2.20). Para Moreno-Brid (2002), o resultado sugere que a terceira geração do modelo de crescimento com restrição de balanço de pagamentos pode reforçar a

<sup>36</sup> Moreno-Brid expressa em seus estudos a taxa de crescimento dos fluxos de capitais medidos em termos reais. No entanto, continuamos expressando a taxa de crescimento dos fluxos de capitais em termos nominais para facilitar a adequação da nova versão ao modelo descrito na seção anterior.

relevância empírica da teoria de crescimento econômico restringido pelo balanço de pagamentos. Os resultados obtidos com a estimação da elasticidade renda da demanda por importações de longo prazo excluindo os preços relativos confirmam a maior relevância da versão modificada da lei de Thirlwall frente à sua primeira versão, embora, dessa vez, a formulação original não seja rejeitada.

Mais recentemente, o próprio Moreno-Brid (2003) reconheceu que mesmo com as modificações, as novas versões da lei de Thirlwall não capturam explicitamente a influência do pagamento de juros e os estudos empíricos falham em não levar este elemento em consideração. A importância de incorporar mais este elemento à análise é justificada no trecho a seguir:

Claramente, estimativas da elasticidade renda da demanda por importações ou exportações se relacionam somente à evolução do comércio em bens e serviços, e não à evolução do pagamento líquido de juros ao exterior. Portanto, quando tais pagamentos são uma grande parte dos fluxos correntes, as aplicações empíricas – do modelo de crescimento com restrição de balanço de pagamentos – que assumem ausentes tais pagamentos ou implicitamente os tratam como um item da conta de importações podem ter baixos poderes preditivos. (MORENO-BRID, 2003, p. 347, tradução nossa).

Moreno-Brid (2003) apresenta um modelo de crescimento com restrição de balanço de pagamentos que introduz despesas com juros e que garante, ao mesmo tempo, uma trajetória sustentável para o endividamento externo. O modelo tem de ser alterado para levar em consideração o pagamento de juros. A condição de igualdade do balanço de pagamentos pode ser expressa do seguinte modo<sup>37</sup>:

$$P_f M + P_d R = P_d X + F \quad (2.21)$$

onde R expressa o pagamento líquido de juros medido em termos reais.

A condição de igualdade do balanço de pagamentos pode ser expressa em termos de taxas de crescimento:

$$p_f + m = \hat{\epsilon}_1 (p_d + x) - \hat{\epsilon}_2 (r + p_d) + (1 - \hat{\epsilon}_1 + \hat{\epsilon}_2) f \quad (2.22)$$

onde  $\hat{\epsilon}_1 = P_d X / P_f M$  é a razão entre o valor das exportações e das importações e  $\hat{\epsilon}_2 = P_d R / P_f M$  é a razão entre o pagamento líquido de juros em moeda doméstica e o valor das importações em moeda estrangeira.

Substituindo (2.4), (2.6) e (2.18) em (2.22) e resolvendo para  $y$ , obtém-se a expressão para a taxa de crescimento da renda real com equilíbrio no balanço de pagamentos que captura a influência do pagamento de juros e assegura uma trajetória sustentável ao endividamento externo:

<sup>37</sup> Moreno-Brid (2003) mantém o pressuposto de que a taxa de câmbio nominal é constante e igual a um.

$$y_r = \frac{\hat{\epsilon}_1 \hat{\alpha} - \hat{\epsilon}_2 r + (\hat{\epsilon}_1 \zeta + \vartheta + 1)(p_d - p_f)}{\hat{\delta} - (1 - \hat{\epsilon}_1 + \hat{\epsilon}_2)} \quad (2.23)$$

Supondo que os termos de troca permanecem constantes e sabendo que  $\hat{\alpha} = x$ , a equação (2.23) pode ser simplificada para:

$$y_r = \frac{\hat{\epsilon}_1 x - \hat{\epsilon}_2 r}{\hat{\delta} - (1 - \hat{\epsilon}_1 + \hat{\epsilon}_2)} \quad (2.24)$$

A equação pode ser modificada ainda supondo que não há déficit em conta corrente, o que significa  $1 - \hat{\epsilon}_1 + \hat{\epsilon}_2 = 0$ , ou seja:

$$y_r = \frac{\hat{\epsilon}_1 x - \hat{\epsilon}_2 r}{\hat{\delta}} \quad (2.25)$$

Moreno-Brid (2003) testa a relevância empírica do modelo verificando se não há diferença significativa entre a elasticidade renda da demanda por importações e o seu valor hipotético. A elasticidade renda da demanda por importações é encontrada através da estimação da demanda por importações de longo prazo do México. Em razão da insignificância da elasticidade preço da demanda por importações, Moreno-Brid (2003) obtém duas estimativas para a elasticidade renda da demanda por importações: uma incluindo e a outra excluindo a variável de preços relativos.

Os testes aplicados ao México no período de 1967 a 1999 envolvem três formulações da taxa de crescimento restringida pelo balanço de pagamentos: a formulação original, a versão assegurando uma trajetória de endividamento externo sustentável e o modelo com pagamento de juros, expressos pelas equações (2.8), (2.20) e (2.24), respectivamente. Os resultados do teste, independente da inclusão dos preços relativos na estimação da elasticidade renda da demanda por importações, são ainda mais favoráveis ao modelo que introduz o pagamento de juros e mantém uma razão constante entre o déficit em conta corrente e a renda nominal doméstica. Moreno-Brid (2003) não considera o resultado surpreendente em razão do montante expressivo de pagamento de juros ao exterior realizado pela economia mexicana durante parte importante do período da amostra. A conclusão é que o balanço de pagamentos foi uma restrição importante ao crescimento econômico de longo prazo no México entre 1967 e 1999, sendo que o pagamento de juros foi um determinante significativo. Enfim, os resultados confirmam a relevância empírica do modelo de crescimento com restrição de balanço de pagamentos.

Os dois próximos itens apresentam modelos que adicionam assimetrias tecnológicas à restrição de divisas.

### 2.2.4 Modelo Estruturalista Norte-Sul

Segundo Jayme Júnior (2001a), as tradições estruturalista e pós-keynesiana analisam comércio e crescimento através do crescimento liderado pelas exportações (*export-led growth*), da estratégia de substituição de importações e das restrições de balanço de pagamentos. A ênfase dos estruturalistas está sobre os déficits em conta corrente e os aspectos financeiros da conta capital.

A persistência de desequilíbrios na balança comercial tem marcado o processo de crescimento dos países em desenvolvimento, especialmente das economias da América Latina. A tradição estruturalista atribui os desequilíbrios à lenta e desigual difusão do progresso técnico, que promove assimetrias tecnológicas entre os países expressas em diferenças de competitividade internacional (PORCILE; CURADO, 2002).

Porcile e Curado (2002) seguem a tradição estruturalista ao propor um modelo capaz de analisar fatos estilizados – específicos aos países em desenvolvimento nos âmbitos institucional, tecnológico e produtivo – e discutir as implicações para a dinâmica do comércio e crescimento nesses países. O modelo divide os países em dois grupos: Norte e Sul. Os países do Norte são capazes de gerar inovações tecnológicas, que os países do Sul imitam de forma parcial. A taxa de imitação do Sul está diretamente associada ao nível do hiato tecnológico e ao parâmetro que expressa a capacidade de aprendizado do sistema tecnológico e produtivo do Sul. A taxa de progresso técnico no Sul é expressa pela seguinte equação:

$$\frac{dT_s}{dtT_s} = m - m \left( \frac{1}{H} \right) \quad (2.26)$$

onde  $H = T_n/T_s$  é o hiato tecnológico Norte-Sul,  $T_s$  e  $T_n$  são os estoques de conhecimentos tecnológicos no Sul e no Norte, respectivamente, e  $m$  é um parâmetro associado aos recursos e à eficiência do sistema de ciência e tecnologia no Sul.

A equação (2.26) indica que a difusão de tecnologia em direção ao Sul será mais rápida quanto maior for o hiato tecnológico em relação ao Norte. Além disso, a taxa de progresso técnico no Sul está diretamente associada ao desenvolvimento do seu sistema de ciência e tecnologia.

Supondo que a taxa de progresso técnico no Norte é constante e igual a  $r$ , o hiato tecnológico, expresso pela diferença entre as taxas de progresso técnico no Norte e no Sul, pode ser expresso como segue:

$$\frac{dT_n}{dtT_n} - \frac{dT_s}{dtT_s} = r - m + m \left( \frac{1}{H} \right) \quad (2.27)$$

O hiato tecnológico entre o Norte e o Sul atinge o equilíbrio estável quando não há diferença entre as taxas de progresso técnico, o que implica  $H^* = m/(m-r)$ . Uma taxa de progresso técnico mais alta no Norte e um esforço tecnológico menor no Sul contribuem para elevar o diferencial tecnológico Norte-Sul de equilíbrio.

Para avaliar a evolução do setor externo, Porcile e Curado (2002) definem equações de movimento das exportações e importações com base em McCombie e Thirlwall (1994):

$$\frac{dx}{dt} = a_1 \left( \frac{dq}{dt} \right) + b_1 \log \left( \frac{T_s}{T_n} \right) + c_1 \left( \frac{dz}{dt} \right) \quad (2.28)$$

$$\frac{dm}{dt} = a_2 \left( \frac{dq}{dt} \right) + b_2 \log \left( \frac{T_n}{T_s} \right) + c_2 \left( \frac{dy}{dt} \right) \quad (2.29)$$

onde  $dx/dt$  é a taxa de crescimento no tempo do volume das exportações do Sul;  $dm/dt$  é a taxa de crescimento do volume das importações do Sul;  $dq/dt$  é a variação da taxa de câmbio real,  $q = EP^*/P$ ;  $dz/dt$  é a taxa de crescimento do Norte;  $dy/dt$  é a taxa de crescimento do Sul;  $c_1$  e  $c_2$  são os coeficientes de ajustamento da demanda, respectivamente, de exportações e importações às variações da renda no tempo ( $c_1$  e  $c_2$  são positivos);  $a_1$  (positivo) e  $a_2$  (negativo) são os coeficientes de ajustamento a variações da taxa de câmbio real;  $b_1$  e  $b_2$  (positivos) são os coeficientes de ajustamento a variações no nível do hiato tecnológico.

O modelo é simplificado supondo que prevalece a paridade do poder de compra (PPC) no curto e no longo prazo, o que significa que não há variação na taxa de câmbio real ( $dq/dt = 0$ ). Porcile e Curado (2002) justificam o pressuposto com o argumento de que permite dirigir o foco da análise para a dinâmica tecnológica e para a evolução da competitividade em qualidade do Sul (*non-price competitiveness*), expressa pelo logaritmo do inverso do hiato tecnológico  $S = \log (T_s/T_n)$ . Além disso, supõe-se que o hiato tecnológico está no seu valor de equilíbrio  $(T_n/T_s)^*$ , de modo que a competitividade em qualidade permanece estável em  $S_e = \log (1/H^*) = \log (T_s/T_n)^*$ . Nessas condições, a evolução do balanço de pagamentos no tempo ( $dbp/dt$ ) é determinada pela seguinte equação:

$$\frac{dx}{dt} + \frac{df}{dt} - \frac{dm}{dt} - isf = \frac{d(bp)}{dt} \quad (2.30)$$

Dados os pressupostos acima, a substituição de (2.28) e (2.29) em (2.30) resulta na seguinte equação:

$$\frac{d(bp)}{dt} = (b_1 + b_2)S_e + \frac{c_1 dz}{dt} + \frac{df}{dt} - \frac{c_2 dy}{dt} - isf \quad (2.31)$$

onde  $df/dt$  corresponde à entrada de capital externo;  $isf$  representa o pagamento de juros sobre a parcela (suposta constante) do estoque acumulado de capital externo que representa dívida externa ( $0 < s < 1$ ).

Como o foco do presente estudo é a conta corrente do balanço de pagamentos, a equação (2.31) pode ser expressa em termos da evolução do saldo em transações correntes ( $d(cc)/dt$ ), cuja contrapartida é a entrada de capital do exterior. Nesse caso, temos que:

$$\frac{d(cc)}{dt} = bS_e + \frac{c_1 dz}{dt} - \frac{c_2 dy}{dt} - isf = -\frac{df}{dt} \quad (2.32)$$

Em razão da competitividade em qualidade do Sul ser inferior a do Norte no equilíbrio, seu efeito será reduzir a expansão das exportações do Sul. Logo, o único termo que tende a contribuir para melhorar o saldo em conta corrente é o crescimento do resto do mundo. Como Porcile e Curado (2002) ressaltam que os outros termos tendem a ser sistematicamente maiores que  $c_1(dz/dt)$ , o resultado é a pressão sobre o balanço de pagamentos em razão da manutenção de déficits em conta corrente e da dependência de financiamento externo. O problema está na rigidez da balança comercial associada à defasagem tecnológica dos países do Sul. “Trata-se de um traço estrutural de rigidez do déficit comercial associado à persistência de um hiato tecnológico Norte-Sul, que outorga sempre uma vantagem competitiva ao Norte no comércio internacional.” (PORCILE e CURADO, 2002, p. 488).

A rigidez do déficit comercial impõe aos países do Sul a necessidade de recorrer ao financiamento externo. Se a manutenção de uma política monetária restritiva, com o intuito de manter um diferencial de juros em relação ao Norte, fosse suficiente para atrair as divisas necessárias, a restrição externa ao crescimento não existiria, a não ser em razão do aumento do endividamento. No entanto, Porcile e Curado (2002) adotam a hipótese adicional de que existem limites para os fluxos de capitais direcionados aos países em desenvolvimento em razão do risco crescente associado a este tipo de aplicação. O argumento é que as economias receptoras de capitais possuem um caráter “emergente” que implica uma relação risco/retorno crescente à medida que aumenta a participação do estoque de títulos do Sul na riqueza dos agentes do Norte.

O acréscimo na relação risco/retorno decorrente da aquisição de ativos financeiros do Sul restringe a absorção de financiamento externo. Desse modo, Porcile e Curado (2002) reiteram a conclusão já defendida pelos pós-keynesianos, embora com um enfoque diferente, de que a taxa de crescimento nos países em desenvolvimento está condicionada ao comportamento do balanço de pagamentos. A taxa de crescimento pode superar a taxa



consistente com equilíbrio na balança comercial por um período limitado, mais precisamente, até o momento em que o estoque de títulos do Sul na riqueza dos agentes do Norte alcance o seu máximo. Neste momento, o país terá de honrar os compromissos associados ao endividamento externo acumulado ao longo dos anos de maior crescimento do produto. Caso a competitividade do Sul permaneça constante, a taxa de crescimento com equilíbrio no balanço de pagamentos será reduzida pelo pagamento de juros, conclusão semelhante à obtida no estudo de Moreno-Brid (2003).

Porcile e Curado (2002) ressaltam, no entanto, que a fase de crescimento financiada com a entrada de capital externo não precisa terminar necessariamente em redução da taxa de crescimento. O financiamento externo pode ser utilizado para melhorar a competitividade e absorção de tecnologia do Sul, caso em que o país pode honrar seus compromissos externos e sustentar sua taxa de crescimento.

#### *2.2.5 Modelo de comércio generalizado com hiato tecnológico*

Os primeiros modelos discutidos neste capítulo enfatizavam o crescimento com restrição no balanço de pagamentos. Algumas modificações foram introduzidas no modelo com o intuito de abranger aspectos relevantes para a trajetória de crescimento nos países em desenvolvimento. Primeiro, o modelo foi ampliado para captar a importância dos fluxos de capitais. Em seguida, foi adicionada uma restrição à trajetória de endividamento externo. Por fim, a modificação mais recente foi incorporar o pagamento de juros, item importante do déficit em conta corrente dos países em desenvolvimento no período recente.

O modelo estruturalista Norte-Sul estabeleceu a rigidez da balança comercial como o determinante dos déficits em conta corrente dos países em desenvolvimento, especialmente na América Latina. O aspecto central do modelo é a existência de um hiato tecnológico que prejudica a competitividade dos países do Sul e contribui para a deterioração do saldo em conta corrente do balanço de pagamentos.

O modelo apresentado nesta seção consiste em uma generalização, pois contempla os aspectos de demanda enfatizados na literatura pós-keynesiana de crescimento com restrição de balanço de pagamentos e os aspectos tecnológicos predominantes nos modelos estruturalistas Norte-Sul.

A versão original do modelo pode ser encontrada em Cimoli e Soete (1992). A versão apresentada aqui é uma adaptação feita por Canuto (1998), que introduz dinâmicas setorialmente diferenciadas, o que implica variações de produtividade específicas aos setores e não aos países. Outra novidade é o emprego de funções de demanda de importações e

exportações enfatizadas na abordagem pós-keynesianos. O modelo contempla dois países, um fator de produção (trabalho) e um número muito grande de setores definidos em um conjunto  $Z = [1, \dots, \bar{Z}]$ . Na verdade, os elementos podem representar diferentes etapas de produção distribuídas espacialmente e não necessariamente bens.

As produtividades do trabalho no Sul e no Norte são representadas por  $a_z$  e  $a_z^*$ , respectivamente. A produtividade no Norte cresce a um ritmo estável determinado pela taxa de inovação  $i_z$ , expressa do seguinte modo:

$$da_z^*/dt = i_z \cdot a_z^* \quad (2.33)$$

A produtividade varia em resposta a inovações de processo e diferenciação vertical de produto. No Sul, o crescimento da produtividade ao longo do tempo depende do hiato tecnológico em relação ao Norte:

$$da_z/dt = g_z (a_z^* - a_z) \quad (2.34)$$

onde  $g_z$  expressa o ritmo de imitação do Sul, que depende da transferência de tecnologias desenvolvidas pelas firmas do Norte para o Sul. A produtividade varia entre os setores. As diferenças de produtividade entre os países refletem, portanto, diferentes padrões de especialização.

Para que a razão entre as produtividades do Norte e do Sul seja mantida constante, é preciso que a sua taxa de crescimento seja igual a zero, o que significa:

$$d(a_z^*/a_z)/dt = [(da_z^*/dt)a_z - (da_z/dt)a_z^*]/(a_z)^2 = 0 \quad (2.35)$$

Substituindo (2.33) e (2.34) em (2.35) e resolvendo para  $a_z^*/a_z$ , chega-se ao seguinte resultado:

$$(a_z^*/a_z) = (i_z + g_z)/g_z \quad (2.36)$$

A equação (2.36) sugere que a razão entre as produtividades será estabilizada quando atingir o nível dado por  $(i_z + g_z)/g_z$ . Nesta situação, nos dois grupos de países as produtividades crescem a mesma taxa  $i_z$ .

As atividades produtivas são ordenadas em uma escala crescente dentro de um intervalo contínuo  $[0, \bar{Z}]$  de acordo com a razão de produtividade estável  $(a_z^*/a_z)$  expressa pela função  $A(Z)$ .

A competitividade entre os dois grupos de países depende da razão entre os seus custos.  $W$  e  $W^*$  representam os salários no Sul e no Norte, respectivamente, e  $\phi$  a taxa de câmbio nominal que converte a moeda do Sul em divisas<sup>38</sup>. A competitividade do Sul será maior que a do Norte quando  $P_z = \phi W/\phi$  for menor que  $P_z^* = W^*/a_z^*$ , ou quando  $W^*/\phi W$  for

<sup>38</sup>  $\phi$  é o inverso da taxa de câmbio nominal definida nas seções anteriores, ou seja,  $\phi = 1/E$ . Por essa razão, uma valorização cambial de  $\phi$  corresponde a uma desvalorização cambial de  $E$  e vice-versa.

maior que  $A(Z) = a_z^*/a_z$  e vice-versa. Em outras palavras, os países do Sul serão mais competitivos nos setores em que a vantagem de produtividade do Norte não for suficiente para cobrir o diferencial de salários.

As atividades produtivas são repartidas entre os países do Sul e do Norte, que respondem pelos subconjuntos  $[0, \tilde{Z}]$  e  $[\tilde{Z}, \bar{Z}]$ , respectivamente. A divisão de setores entre o Sul e do Norte está representada na Figura 2.1.

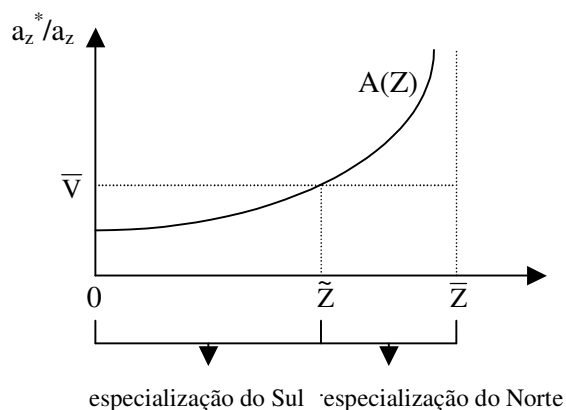


Figura 2.1. Estruturas produtivas do Sul e do Norte

Fonte: Canuto (1998)

Na Figura 2.1,  $V$  corresponde ao salário relativo do Norte  $W^*/\bar{W}$ .

Considerando a inversibilidade de  $A(Z)$ , podemos encontrar a atividade limiar de competitividade  $\tilde{Z}$  do seguinte modo:

$$\tilde{Z} = A^{-1}(V) \quad (2.37)$$

A especialização do Sul é determinada pelas variações nos salários nominais e na taxa de câmbio, de acordo com a inclinação de  $A(Z)$ . As mudanças na especialização do Sul podem ser avaliadas pela elasticidade (no ponto) da competitividade em relação a salários-câmbio<sup>39</sup>, expressa pela seguinte equação:

$$\Pi(\tilde{Z}) = \frac{(\partial \tilde{Z} / \tilde{Z})}{(\partial V / V)} \quad (2.38)$$

A valorização cambial (aumento em  $\hat{\theta}$ ) implica um afastamento de atividades do Sul, na medida em que reduz o salário relativo do Norte. O salário nominal do Sul, embora constante, aumenta em termos da moeda do Norte, prejudicando a sua competitividade. No entanto, o salário real do Sul aumenta na medida em que as importações provenientes do Norte ficam mais baratas na moeda do Sul.

<sup>39</sup> Cimoli e Soete (1992) denominam o mesmo termo de multiplicador do hiato tecnológico.

O modelo proposto por Canuto (1998) contempla, além das assimetrias tecnológicas e setoriais, assimetrias de demanda entre o Norte e o Sul. Para incorporar a restrição de balanço de pagamentos é preciso definir as equações de exportação e importações setoriais. Canuto (1998) supõe que as preferências de consumo são uniformes e que as elasticidades renda e elasticidades preço são constantes para definir as seguintes demandas setoriais.

$$m_z = Y^{\hat{\alpha}} [P_z / P_z^*]^{\hat{\alpha}} = Y^{\hat{\alpha}} [(\hat{\sigma}W^*)A(Z)]^{\hat{\alpha}} \quad (2.39)$$

$$x_z = Y^{*\hat{\alpha}_z} [P_z / P_z^*]^{-\hat{\alpha}_z} = Y^{*\hat{\alpha}_z} [(\hat{\sigma}W / W^*)A(Z)]^{-\hat{\alpha}_z} \quad (2.40)$$

onde  $m_z$  é a despesa do Sul com importação de Z do Norte;  $x_z$  é a despesa do Norte com importação de Z do Sul;  $\hat{\alpha}$  é a elasticidade renda da importação de Z pelo Sul;  $\hat{\alpha}^*$  é a elasticidade renda da importação de Z pelo Norte;  $\hat{\alpha}_z$  é a elasticidade preço (em termos absolutos) da importação de Z pelo Sul;  $\hat{\alpha}_z^*$  é a elasticidade preço (em termos absolutos) da importação de Z pelo Norte;  $Y$  é a renda monetária do Sul e  $Y^*$  é a renda monetária do Norte.

Canuto (1998) supõe que a renda é igual ao salário pago aos indivíduos empregados, ou seja:

$$Y = \sigma W L \quad (2.41)$$

$$Y^* = W^* L^* \quad (2.42)$$

$$\dot{Y} = \dot{\sigma} + \dot{W} + \dot{L} \quad (2.43)$$

$$\dot{Y}^* = \dot{W}^* \quad (2.44)$$

onde  $L$  é o nível de emprego no Sul;  $L^*$  é o nível de pleno emprego no Norte; e as letras minúsculas com ponto representam taxas de crescimento das variáveis.

Os gastos totais com importações do Sul e do Norte podem ser obtidos agregando as demandas setoriais do seguinte modo:

$$m = \int_{\bar{z}}^{\bar{z}} m_z dZ \quad (2.45)$$

$$x = \int_0^{\bar{z}} x_z dZ \quad (2.46)$$

Supondo o modelo sem fluxos de capitais, o equilíbrio do balanço de pagamentos requer igualdade entre os gastos de importação do Norte e do Sul:

$$\int_{\bar{z}}^{\bar{z}} m_z dZ = \int_0^{\bar{z}} x_z dZ \quad (2.47)$$

De acordo com as equações (2.38) a (2.46), a condição de ajuste contínuo determina que:

$$\begin{aligned}
& (\alpha_z^* + \beta_z) \int_{\tilde{z}}^{\bar{z}} \varepsilon_z dZ + (\beta_z + \alpha_z^* - \beta_z^*) \int_{\tilde{z}}^{\bar{z}} \alpha_z dZ + (\beta_z + \alpha_z^* - \beta_z^*) \Pi(\tilde{Z}) \tilde{Z} m_z \\
& = \beta_z^* \int_0^{\tilde{z}} \varepsilon_z^* dZ - (\beta_z + \alpha_z^* - \beta_z^*) \int_0^{\tilde{z}} \alpha_z^* dZ - (\beta_z + \alpha_z^* - \beta_z^*) \Pi(\tilde{Z}) \tilde{Z} x_z \quad (2.48)
\end{aligned}$$

A equação acima pode ser reescrita para facilitar a compreensão:

$$\begin{aligned}
& (\alpha_z^* + \beta_z) \int_{\tilde{z}}^{\bar{z}} \varepsilon_z dZ - \beta_z^* \int_0^{\tilde{z}} \varepsilon_z^* dZ + (\beta_z + \alpha_z^* - \beta_z^*) \left[ \int_{\tilde{z}}^{\bar{z}} \alpha_z dZ + \int_0^{\tilde{z}} \alpha_z^* dZ \right] + \\
& (\beta_z + \alpha_z^* - \beta_z^*) \Pi(\tilde{Z}) \tilde{Z} [x_z + m_z] = 0 \quad (2.49)
\end{aligned}$$

A equação (2.49) contempla os seguintes efeitos: os dois primeiros termos captam os efeitos-renda, o terceiro expressa os efeitos-preço (condição Marshall-Lerner) e o último representa o efeito de mudanças no padrão de especialização. O ajuste do balanço de pagamentos depende da compensação entre os três efeitos.

Canuto (1998) conclui:

Como resultado geral do modelo, aponta-se um vínculo estreito entre os padrões de especialização na estrutura produtiva do país e suas possibilidades de crescimento. Estas possibilidades não apenas dependem das elasticidades-preço e -renda associados a cada padrão, bem como dos hiatos tecnológicos, mas também são função do dinamismo tecnológico na fronteira dos setores que compõem tal padrão. (CANUTO, 1998, p.13).

A passagem acima destaca a relevância dos aspectos tecnológicos e das condições de demanda para o crescimento. Desse modo, o modelo proposto torna relevante para o equilíbrio em conta corrente as assimetrias tecnológicas assinaladas pelos estruturalistas e as assimetrias de demanda enfatizadas pelos estudos pós-keynesianos.

Com base no modelo, Canuto (1998) observa que em setores caracterizados por altas elasticidades renda e dinamismo tecnológico, a instauração de regimes comerciais totalmente abertos pode resultar em déficits comerciais cada vez maiores em função dos vieses pró-importações presentes na renda e nos preços relativos. A reforma comercial é uma das mudanças estruturais ocorridas na década de noventa, que são o foco da próxima seção.

## 2.3 Mudanças estruturais nos anos noventa

### 2.3.1 Globalização produtiva das empresas transnacionais: IDE e comércio exterior

Os modelos apresentados nas seções anteriores compartilham o argumento de que há uma restrição externa ao crescimento econômico. Nesse sentido, o déficit em conta corrente pode impedir a manutenção de uma determinada taxa de crescimento, a menos que o país

consiga financiá-lo com fluxos de capitais provenientes do exterior. As teorias alternativas contemplam ainda o efeito de mudanças estruturais sobre o comportamento da conta corrente nos países em desenvolvimento. Nesta seção, discute-se a importância da atuação de empresas transnacionais mediante fluxos de IDE e comércio exterior para a reestruturação produtiva de países em desenvolvimento.

O termo globalização tem sido adotado amplamente na discussão econômica mais recente e com significados muito diferentes. De acordo com a UNCTAD (1997), o aspecto mais nítido da globalização é a expansão significativa dos fluxos de capitais internacionais. Segundo Carneiro (2002), a globalização determinou um afastamento dos fluxos de capitais dos fluxos reais de comércio ou de investimento direto estrangeiro (IDE). A acentuada mobilidade de capitais associada à liberalização financeira proporcionaram à dimensão financeira da globalização um caráter hegemônico (LACERDA, 2004).

No âmbito produtivo, a globalização abrange as inovações tecnológicas, o crescimento do comércio exterior e dos fluxos de investimento direto estrangeiro (LACERDA, 2004). No entanto, embora relevante, a globalização produtiva ainda permanece subordinada (CARNEIRO, 2002). As transformações na esfera produtiva parecem estar diretamente associadas à atuação das empresas transnacionais (TNCs na sigla em inglês), que são as grandes propulsoras do IDE e do comércio internacional (LACERDA, 2004). Os dois instrumentos adotados pelas empresas transnacionais são analisados adiante.

Os fluxos de IDE têm contribuído mais do que o comércio em bens e serviços para a integração econômica global na esfera produtiva (UNCTAD, 1997). O IDE tem uma participação crescente na reestruturação da indústria, em grande parte associada aos processos de fusões e aquisições (F&A), privatização e ao aumento do coeficiente do comércio externo no produto (LACERDA, 2004).

Embora a parcela mais expressiva dos fluxos de IDE ainda esteja concentrada nos países desenvolvidos, os fluxos destinados aos países em desenvolvimento também cresceram acentuadamente. A expansão das empresas transnacionais em busca de novos mercados permitiu que parte dos fluxos de IDE fosse destinado aos países em desenvolvimento. Entre 1990 e 2000, os fluxos de IDE destinados aos países em desenvolvimento passaram de US\$ 37 bilhões para US\$ 246 bilhões. Na América Latina, o montante era de US\$ 9,7 bilhões e subiu para US\$ 95 bilhões no mesmo período<sup>40</sup>. Lacerda (2004) credita a expansão do IDE a

---

<sup>40</sup> Dados disponíveis em UNCTAD (2004).

três fatores: liquidez do mercado internacional, desregulamentação das economias nacionais e estratégias das empresas transnacionais.

Para Mortimore (2000), a política nacional de incentivo e de garantias ao IDE faz parte do “Novo Modelo Econômico” evidente na América Latina durante os anos noventa. As restrições foram substituídas por mecanismos de incentivo ao IDE. O objetivo era tornar o IDE um componente mais importante do crescimento econômico.

Os processos de privatização e de fusões e aquisições foram fundamentais para a inserção das empresas transnacionais nos países em desenvolvimento. As operações de fusões e aquisições cresceram muito nos últimos anos, tornando-se o principal motivador dos investimentos diretos estrangeiros. Em torno de 90% do IDE está relacionado à aquisição de empresas já existentes (LACERDA, 2004). O predomínio das operações de fusões e aquisições implica que grande parte dos fluxos de IDE não estava sendo usada para a expansão da capacidade de produção das economias, mas sim para transferência de patrimônio (LACERDA, 2004).

Ao incentivar a entrada de IDE acreditava-se que esta fosse a melhor alternativa de financiamento externo, pelos motivos sugeridos no trecho seguinte:

Desenvolveu-se, assim, a noção de que o IDE é a forma de empréstimo mais apropriada, pois ele não possui o elemento de juros fixo da dívida bancária e nem a volatilidade associada ao investimento de *portfolio*. Isso, basicamente, porque o IDE é considerado um investimento em tijolos e argamassa, que não podem ser movidos com facilidade. (KREGEL, 1996, p. 34).

O IDE, em oposição ao investimento de *portfolio*, determina o controle estrangeiro de ativos produtivos, supostamente de natureza mais ou menos permanente. Entretanto, Kregel (1996) ressalta que as definições oficiais de IDE não estão relacionadas a sua permanência ou mobilidade. Acrescenta ainda que as inovações financeiras têm contribuído para eliminar o caráter permanente do investimento. Por essa razão, o IDE pode expressar uma variedade de investimentos financeiros sem o caráter permanente salientado na citação acima.

Kregel (1996) também rebate a idéia de que o IDE seria preferível ao empréstimo bancário por não ter em contrapartida um fluxo de juros. Embora o IDE não implique o pagamento de juros como uma dívida, isto não significa que o país em desenvolvimento que recebe o investimento esteja isento de qualquer pagamento ao estrangeiro. O investidor estrangeiro tem a expectativa de retorno lucrativo como em qualquer investimento. Na verdade, o IDE representa um empréstimo cuja contrapartida é a remessa de lucros. Desse modo, o IDE, embora não determine nenhum pagamento imediato ao exterior, implica uma corrente futura de lucros que prejudica o saldo na balança de serviços da conta corrente.

Kregel (1996) afirma que a maior parte de IDE corresponde ao reinvestimento dos lucros. Essa operação equivale a capitalizar os juros de um empréstimo, postergando para o futuro o impacto sobre as reservas estrangeiras. Dessa maneira, ainda que não implique um pagamento imediato ao exterior, o reinvestimento gera um passivo sobre as reservas estrangeiras em razão da repatriação de lucros. Além disso, as estatísticas disponíveis não discriminam se os recursos estão sendo reinvestidos em capital físico ou se estão sendo aplicados em ativos financeiros (UNCTAD, 1997).

Mortimore (2000) avalia que o IDE tem sido um fator muito importante na transformação das economias da América Latina, mas ressalta que uma compreensão adequada deste fenômeno deve levar em consideração os objetivos das TNCs responsáveis pelos investimentos. Mortimore (2000) separa os investimentos das empresas transnacionais na América Latina ao longo da década de noventa em quatro objetivos principais: acesso ampliado a recursos naturais; maior acesso aos mercados para manufaturas; acesso ao novo mercado de serviços; e melhorar a eficiência dos sistemas internacionais de produção integrada.

Pela importância no fluxo total de IDE, os dois objetivos mais importantes foram o maior acesso ao novo mercado de serviços e a eficiência dos sistemas internacionais de produção. Na primeira metade da década de noventa, predominaram os investimentos destinados à eficiência dos sistemas internacionais de produção integrada das empresas transnacionais. A transformação teve resultado expressivo em termos de fluxos comerciais.

Na segunda metade da década, a busca por maior acesso ao mercado de serviços absorveu parte expressiva do IDE, em razão do setor ter permanecido fechado aos investidores estrangeiros no período anterior. Os recursos foram obtidos a partir da privatização de empresas estatais e aquisições de ativos do setor privado mediante operações de fusões e aquisições. A expressiva entrada de IDE aumenta o grau de desnacionalização que, especialmente nos serviços de utilidade pública, pressiona ainda mais o saldo em conta corrente, pois nesse setor o aumento na remessa de lucros ao exterior não é acompanhado por exportações adicionais (GONÇALVES, 1999b).

O déficit em conta corrente tende a crescer ainda mais uma vez que as empresas transnacionais que atuam nos setores comercializáveis (*tradeables*) utilizam grande proporção de insumos importados. Além disso, as empresas transnacionais têm financiado uma grande parcela de seus investimentos com empréstimos, inclusive das suas matrizes, contribuindo para elevar o endividamento externo (UNCTAD, 2003).



Quanto maiores a entrada de IDE e o seu retorno, mais frágil tende ser a posição em conta corrente do país, a menos que o investimento seja efetivamente permanente, o que significa que os lucros e o principal não sejam repatriados nunca (KREGEL, 1996). A implementação de políticas favoráveis à entrada de investimento direto recomendadas pelo Consenso de Washington realmente aumentou a fragilidade externa de muitas economias na América Latina (UNCTAD, 2003).

Enfim, embora o IDE seja considerado uma forma de financiamento mais apropriada do que os investimentos em *portfolio*, este tem seus impactos sobre as reservas estrangeiras e a política cambial limitados ao curto prazo, enquanto aquele pode afetar a composição dos fluxos de pagamentos ao exterior tanto no curto como no longo prazo (KREGEL, 1996).

Além do IDE, as empresas transnacionais podem internacionalizar a produção exportando seus produtos. A evidência indica que as empresas transnacionais têm elevado sua participação nas exportações de cada país (LACERDA, 2004). As empresas transnacionais expandem suas atividades para diferentes países em busca de maior eficiência. A internacionalização das cadeias de produção leva ao estabelecimento de verdadeiras redes de produção internacionais, definidas pela UNCTAD (2002) do seguinte modo:

Redes de produção internacionais envolvem grandes transnacionais que produzem um conjunto de produtos padronizados em várias localizações, ou grupos de pequenas e médias empresas localizadas em países diferentes e conectadas através de sub-contratação internacional (UNCTAD, 2002, p.63, tradução nossa).

As redes de produção internacionais e as políticas que governam o acesso aos mercados foram os principais determinantes do crescimento diferenciado dos produtos no comércio mundial. A participação em redes de produção internacionais tende a elevar o conteúdo direto importado adicionado às exportações, do mesmo modo que a liberalização comercial (UNCTAD, 2002).

A participação dos países em desenvolvimento cresceu no volume total de exportações mundiais entre 1990 e 1998. Há uma associação direta entre a atuação das empresas transnacionais e o desempenho exportador dos países. O processo de internacionalização da produção permite às grandes corporações internacionais influenciarem cada vez mais o padrão e a dinâmica do comércio exterior dos países. As empresas transnacionais elevaram sua participação nas exportações da maioria de países que conseguiram alcançar os maiores ganhos de participação nas exportações mundiais. A presença das empresas transnacionais é mais forte nos produtos que apresentaram as maiores taxas de crescimento no comércio

mundial entre 1985 e 2000. A atuação se estende para os serviços de maior comercialização e valorização atualmente, assim como recursos naturais e agricultura (LACERDA, 2004).

As exportações dos países em desenvolvimento não só cresceram e aumentaram sua fatia no valor global como também mudaram qualitativamente, em razão da alteração na pauta de produtos e serviços exportados. Os produtos manufaturados ganharam espaço na pauta de exportações, enquanto os produtos agrícolas e combustíveis e minérios perderam espaço (LACERDA, 2004). No entanto, mesmo crescendo, a participação dos produtos dinâmicos nas exportações de países em desenvolvimento ainda é pequena. Em muitos países em desenvolvimento, a maior parte das exportações continua concentrada em produtos de alta volatilidade e tendência declinante no comércio mundial. A participação dos países em desenvolvimento na exportação mundial de produtos intensivos em P&D, complexidade tecnológica e economias de escala perfaz somente 10%. A situação é ainda menos promissora em termos de valor adicionado (UNCTAD, 2002).

Outro problema é que, embora a participação dos países em desenvolvimento no comércio mundial tenha crescido recentemente no novo ambiente marcado pela liberalização comercial e entrada de IDE, a expansão rápida das exportações foi superada em quase todos esses países pela expansão das importações. A consequência direta é a deterioração do saldo comercial desses países (UNCTAD, 2002).

Para avaliar melhor a inserção dos países em desenvolvimento no comércio internacional, o estudo da UNCTAD (2002) classifica os produtos de acordo com a combinação de qualificação, tecnologia e intensidade de capital e conforme as características de escala em cinco categorias: *commodities* primárias, manufaturas intensivas em recursos naturais e trabalho e manufaturas com baixa, média e alta intensidade de qualificação e tecnologia. A participação de cada categoria nas exportações de países em desenvolvimento é apresentada na Tabela 2.1.

Tabela 2.1 Estrutura das exportações<sup>a</sup> de países em desenvolvimento por categorias de produtos de acordo com a intensidade de fatores (participação em %)

Categoria de produtos/Ano	1980	1998
<i>Commodities</i> primárias	50,8	19,0
Manufaturas baseadas em recursos e intensivas em trabalho	21,8	23,2
Manufaturas com baixa intensidade tecnológica e qualificação	5,8	7,3
Manufaturas com média intensidade tecnológica e qualificação	8,2	16,8
Manufaturas com alta intensidade tecnológica e qualificação	11,6	31,0

Fonte: UNCTAD (2002)

(a) excluindo combustíveis.

Os dados indicam uma queda acentuada na participação das *commodities* primárias, a relativa manutenção das manufaturas baseadas em recursos naturais e intensivas em trabalho e das manufaturas com baixa intensidade em qualificação e tecnologia. As categorias que elevaram sua participação na pauta de exportações foram as manufaturas de média e alta intensidade em qualificação e tecnologia. A última categoria tem a maior participação nas exportações de países em desenvolvimento desde meados dos anos noventa.

A inserção dos países em desenvolvimento nas redes de produção internacionais foi crucial para a expansão das suas exportações. No entanto, a evidência aponta que à exceção da primeira série de economias recentemente industrializadas, as exportações de países em desenvolvimento ainda estão concentradas na exploração de recursos naturais ou trabalho não qualificado, produtos sem dinamismo nos mercados mundiais. As estatísticas que mostram um crescimento expressivo das exportações intensivas em qualificação e tecnologia por parte dos países em desenvolvimento são equivocadas. Na verdade, esses países estão inseridos na produção global organizada por empresas transnacionais nos estágios de montagem com baixa qualificação e baixo valor adicionado. A qualificação incorporada ao produto refere-se aos componentes importados dos países mais tecnologicamente avançados. A consequência é que a expansão das exportações não está proporcionando acréscimos proporcionais no valor adicionado e na renda adquirida por países em desenvolvimento (UNCTAD, 2002).

Assim, mesmo que a participação de produtos com alta tecnologia e qualificação tenha sido ampliada nas exportações de países em desenvolvimento, isso não significa que tem ocorrido um aperfeiçoamento tecnológico rápido e sustentado nas exportações desses países. O crescimento bruto das exportações de países em desenvolvimento é insuficiente para revelar a natureza da participação desses países no comércio mundial (UNCTAD, 2002).

Entre os países em desenvolvimento, a exportação de produtos dinâmicos parece restrita a algumas economias do Leste Asiático. Os países da América do Sul não participam significativamente das redes de produção internacionais em razão da distribuição geográfica em relação aos países desenvolvidos, dos altos salários comparados à produtividade e da infra-estrutura inadequada. As exportações mais dinâmicas da região contemplam produtos que não estão integrados nos sistemas de produção global. Na verdade, o crescimento das exportações da região ainda depende fortemente da abundância de recursos naturais (UNCTAD, 2002).

A América Latina não tem conseguido traduzir seus ganhos de exportação em aumento do investimento, ao contrário de algumas economias do Leste Asiático, para reduzir

sua dependência em relação às exportações de *commodities* e melhorar sua capacidade, produtividade e competitividade manufatureira (UNCTAD, 2002). A expansão das exportações é fundamental para sustentar o processo de crescimento, pois além de elevar a poupança doméstica fornece as divisas necessárias para a importação de bens de capitais. No entanto, para aumentar as exportações é preciso investir na ampliação da capacidade produtiva e no crescimento da produtividade. A manutenção de um processo de crescimento sustentável depende da relação de interdependência entre exportação e investimento (UNCTAD, 1997). A capacidade de traduzir ganhos de exportação em aumento do investimento é crucial para o sucesso de uma estratégia de desenvolvimento orientada para o exterior (UNCTAD, 1996).

### *2.3.2 Reforma comercial*

Uma nova orientação política foi seguida pelos países da América Latina na década de noventa, em um ambiente mais favorável no mercado de capitais internacionais, após a renegociação da dívida proposta no Plano Brady (UNCTAD, 2003). As novas medidas contemplaram uma liberalização dos mercados domésticos à concorrência internacional. A preferência por políticas liberais foi motivada pelas distorções protecionistas predominantes no período seguinte à crise da dívida. Os créditos estruturais concedidos por organismos internacionais em apoio a reformas políticas também contribuíram para a liberalização dos regimes comerciais da América Latina. O processo foi implementado antes mesmo do término das negociações da Rodada do Uruguai. As empresas tiveram que se ajustar ao novo ambiente competitivo antes que fossem concluídas as negociações (VENTURA–DIAS, 2003).

De modo geral, a liberalização tem sido do tipo “*big bang*”, ou seja, implementada unilateralmente por países que não conseguiram estabelecer indústrias competitivas mantendo altas tarifas (UNCTAD, 1999a). As reformas nos mecanismos de proteção comercial compreenderam a eliminação de quase todas as barreiras não tarifárias, a adoção de tarifas médias baixas e uma maior uniformidade nas estruturas tarifárias. O regime liberal preencheu o espaço ocupado anteriormente pelas políticas discricionárias do regime comercial de substituição de importações. Ainda assim, os governos conseguiram conservar um poder discricionário para conduzir o processo maior do que o previsto originalmente. A liberalização do comércio em cada país foi determinada pela sua estrutura de produção e comércio, além das suas características de integração à economia mundial (VENTURA–DIAS, 2003).

A abertura dos mercados domésticos era um instrumento da política de estabilização de preços seguida por grande parte dos países da América Latina nos anos noventa. A liberalização comercial foi implementada com o intuito de amortecer os preços domésticos mediante competição com produtos importados. Os programas de estabilização dependiam da estabilidade da taxa de câmbio nominal para a sua implementação ser bem sucedida. No entanto, na medida em que as taxas de inflação foram sendo reduzidas, a âncora cambial implicou uma apreciação cambial em termos reais. O programa de estabilização seguido pelas economias da América Latina levou a um acréscimo de demanda e crescimento que, no ambiente de sobrevalorização cambial e abertura comercial, promoveu a deterioração do saldo comercial desses países (UNCTAD, 2003). A piora do saldo comercial, especialmente até 1998, foi crucial para a ampliação dos déficits em conta corrente dos países latino-americanos ao longo da década de noventa, como evidencia o Gráfico 2.1.

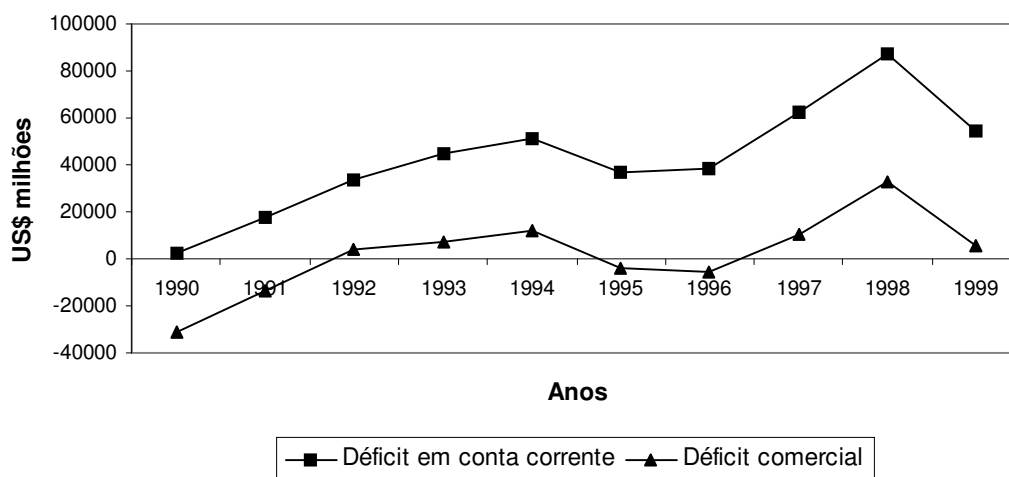


Gráfico 2.1 Déficit comercial e em conta corrente dos países da América Latina e Caribe.

Fonte: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (1999, 2002).

O Gráfico 2.1 acima mostra que o déficit comercial foi o principal determinante do déficit em conta corrente dos países latino-americanos nos anos noventa. Apenas em 1996, o comportamento da conta corrente não acompanhou a variação na balança comercial. Esta relação é importante na medida em que os modelos apresentados ao longo da seção 2.2 enfatizam o aspecto comercial da conta corrente.

Em muitos casos, as conseqüências da liberalização comercial foram ainda mais graves, culminando em uma crise, conforme se destaca no trecho abaixo:

Assim, em muitos casos, liberalização rápida foi seguida por uma combinação de grandes influxos de capitais, apreciações cambiais e acúmulo

de déficits comerciais, mas freqüentemente terminava com uma crise envolvendo uma reversão dos influxos de capitais, colapso e ultrapassagem da taxa de câmbio, drásticos cortes nas importações e uma forte contração econômica. (UNCTAD, 1999a, p. 90, tradução nossa).

A liberalização comercial tinha ainda o objetivo de elevar o valor das exportações por meio de acréscimos de produtividade e introdução de novos processos e produtos que melhorassem a competitividade dos produtores domésticos. Para o processo de ajustamento, era crucial que o progresso técnico acelerasse o crescimento da produtividade e ampliasse o potencial exportador (UNCTAD, 2003).

No entanto, a resposta determinada pelo mercado foi um aumento nas exportações de produtos baseados em recursos naturais que não dependiam de proteção, em razão da vantagem comparativa que os países detinham nesses setores. Em compensação, nos setores que dependiam de proteção para atuar no mercado doméstico, caso das indústrias de equipamento e maquinário, a eliminação de tarifas e a apreciação cambial minaram a competitividade e dificultaram a expansão das exportações. Diante de um ambiente mais competitivo, a saída foi reduzir a participação no produto e nas exportações de setores com maior potencial para crescimento de produtividade (UNCTAD, 2003).

A liberalização foi adotada também com o argumento de que levaria ao uso e alocação mais eficientes dos recursos, abrindo a economia à competição com produtos importados e facilitando o acesso a tecnologias de ponta. A expectativa era um crescimento de médio prazo mais alto nos países em desenvolvimento (UNCTAD, 1999a). No entanto, a abertura do mercado doméstico ao comércio externo associada à sobrevalorização cambial dificultou a resposta da indústria doméstica a uma nova estrutura produtiva e de preços determinada pelos mercados internacionais. As mudanças políticas implementadas foram insuficientes para promover a transformação real da estrutura produtiva mediante aumento do investimento e mudança tecnológica (UNCTAD, 2003).

A liberalização rápida levou os países da América Latina a se especializarem em atividades com baixo valor adicionado, sem as transformações do padrão de exportação e produção doméstica que possibilitariam o comércio ser o motor do crescimento. Enquanto as principais economias da América do Sul se concentraram em setores da indústria baseados em recursos naturais, os países latino-americanos mais próximos do mercado norte-americano expandiram as indústrias especializadas em montagem tipo maquiladora com o intuito de atender quase exclusivamente aquele país (UNCTAD, 2003).

Levando em consideração a posição da indústria nos países da América Latina, não surpreende o desempenho desanimador das exportações da região em comparação com os

países do Leste Asiático. A deterioração da elasticidade da demanda por importações das três maiores economias da América Latina, entre as décadas de setenta e noventa, também contribuiu para o desempenho insatisfatório (UNCTAD, 2003).

A sustentação do crescimento do produto nos países latino-americanos está mais dependente da absorção de capitais externos do que antes das reformas voltadas para o mercado, criando dificuldades para os países da região financiarem os bens de capital necessários para sustentar o processo de industrialização (UNCTAD, 2003).

A conclusão é que as reformas implementadas na América Latina na década de noventa não produziram os resultados esperados, especialmente em termos de crescimento, como sugere a passagem a seguir:

No geral, a experiência da América Latina não apóia a lógica implícita da nova abordagem política, que uma estratégia de crescimento por substituição por importações poderia efetivamente ser substituída por uma estratégia voltada para o exterior simplesmente eliminando inflação e abrindo os mercados para o comércio exterior e fluxos de investimento de modo a elevar eficiência e acelerar o crescimento através da rápida acumulação de capital, mudança estrutural e crescimento da produtividade. (UNCTAD, 2003, p. 139, tradução nossa).

Reconhecendo a importância da reforma comercial para o desempenho comercial dos países que a implementaram, Hernández (2000) adicionou este elemento ao modelo de crescimento com restrição de balanço de pagamentos. Para incorporar o efeito da política comercial, adiciona à equação de importação (2.3) uma variável que mede o grau de abertura comercial, expressa pela sigla AC. Com esta modificação, a taxa de crescimento das importações deve ser reescrita como segue:

$$m = \theta (p_f + e - p_d) + \delta y + \epsilon(\alpha) \quad (2.50)$$

onde  $\theta$  expressa a elasticidade das importações às mudanças no grau de abertura comercial e  $\delta$  representa o ritmo de abertura da economia doméstica à competição estrangeira.

Substituindo as equações (2.6) e (2.50) em (2.2) e resolvendo para  $y$ , determina-se a taxa de crescimento consistente com o equilíbrio em conta corrente  $y_{AC}$ :

$$y_{AC} = \frac{(1 + \zeta + \theta) (p_d - p_f - e) - \epsilon(\alpha) + \alpha z}{\delta} \quad (2.51)$$

O impacto da abertura comercial sobre o crescimento do produto depende da resposta das importações à política comercial. Hernández (2000) ressalta que o modelo não incorpora efeitos favoráveis que podem incidir sobre as exportações em resposta ao aumento de competitividade e produtividade da indústria nacional decorrente do acesso a insumos de maior qualidade e menor preço.

A atenção de Hernández (2000) estava voltada para a economia do México no período de 1960 a 1997 ao incorporar a reforma comercial ao modelo. A hipótese é que ocorre uma mudança estrutural após 1982 nas funções de exportação e importação que acentua a restrição externa ao crescimento econômico. Os resultados confirmam que a política comercial foi fundamental para a dinâmica da balança comercial do México a partir de 1983. O aumento registrado na elasticidade renda da demanda por importações deteriorou as condições de crescimento de longo prazo da economia mexicana, confirmando a hipótese proposta pelo autor.

## **2.4 Recomendações Políticas**

De modo geral, os estudos alternativos reconhecem o espaço para uma atuação mais efetiva do Estado:

Dado que os mercados não geram automaticamente os incentivos necessários para alterar o ritmo e o padrão de integração na economia global ou superar os impedimentos para uma interação mais dinâmica entre comércio e crescimento, há um espaço considerável para política. (UNCTAD, 2002, p.54, tradução nossa).

As recomendações políticas contemplam as propostas da UNCTAD e dos estudos pós-keynesianos. Ambas convergem, ao enfatizar em suas recomendações, medidas para a melhoria do saldo comercial, seja através do aumento das exportações ou da redução das importações.

A UNCTAD parte do diagnóstico de que as tendências atuais de liberalização, globalização e mudança tecnológica causam distorções nos ganhos com o comércio internacional. O êxito exportador está restrito a alguns países em desenvolvimento, sendo que a concentração se agrava à medida que cresce a sofisticação tecnológica envolvida (UNCTAD, 1999b). Em quase todos os países em desenvolvimento, as exportações ainda estão concentradas nos produtos intensivos em trabalho ou baseados em recursos naturais<sup>41</sup> (UNCTAD, 2002). A importância das exportações pode ser avaliada pelo fornecimento de divisas necessárias ao pagamento de bens e serviços importados, obtenção de economias de especialização, escala e escopo na produção e aquisição de aprendizado nos mercados exportadores. No cenário atual, o desempenho exportador pode ser adotado como medida de competitividade da indústria do país (UNCTAD, 1999b). A expansão da quantidade vendida deve ser acompanhada por uma melhora qualitativa da pauta de exportação.

---

<sup>41</sup> A exceção é o grupo de países recentemente industrializados do Leste Asiático.



Os países em desenvolvimento podem seguir um conjunto comum de pré-condições para elevar a sua competitividade exportadora. As medidas contemplam a liberalização dos regimes comerciais e de IDE, a atração de IDE orientado para exportação e *upgrading* da atividade das empresas transnacionais, fortalecimento das instituições, capacidades e qualificação domésticas (UNCTAD, 1999b).

A liberalização do comércio e do investimento precede a atração de IDE voltado para exportações. No ambiente globalizado, a maior participação no comércio e investimento internacional é o caminho para elevar a competitividade e o padrão de vida. No entanto, a liberalização por si só não é suficiente para os países explorarem suas dotações iniciais ou criar novas vantagens baseadas em tecnologia e qualificação. O ritmo de liberalização deve ser ajustado com o intuito de melhorar a capacidade doméstica e a estrutura produtiva. Nos países que ainda privilegiam o protecionismo, a liberalização seletiva é considerada o mecanismo adequado aos objetivos de assegurar a entrada de IDE voltado para exportações e proteger atividades produtivas específicas (UNCTAD, 1999b).

A segunda questão política comum aos países em desenvolvimento é a atração de IDE voltado à competitividade e *upgrading* das exportações (UNCTAD, 1999b). Esta é uma área em que especialmente os países latino-americanos precisam adotar uma mudança fundamental de política. Nesses países, os influxos de IDE têm contribuído para elevar a instabilidade financeira, em função da deterioração nas contas externas e do aumento de obrigações externas, sem a ampliação em contrapartida do potencial de pagamento. O IDE pode tornar o comércio o motor do crescimento do produto e do lucro das transnacionais se for destinado à melhoria da tecnologia doméstica, ao aumento da produtividade e à criação de um setor exportador competitivo em manufaturas de alto valor adicionado. Desse modo, pode-se obter maior estabilidade das contas externas e reduzir a dependência por empréstimos do exterior. Para alcançar esses objetivos é recomendado o uso de critérios de desempenho para o IDE do mesmo tipo que o adotado na Ásia (UNCTAD, 2003). Segundo Mortimore (2000), é o momento de orientar a política de atração de IDE de acordo com os objetivos da economia nacional para que o êxito das empresas transnacionais contribua neste sentido.

O terceiro aspecto de política diz respeito à capacidade doméstica. No longo prazo, o elemento mais importante da política determinada pelas exportações é o fortalecimento tanto das empresas domésticas, como das qualificações, capacidades e instituições à sua disposição. A confiança nas empresas transnacionais não elimina a necessidade de promover a capacitação doméstica. Na verdade, as empresas transnacionais podem complementar e catalisar o processo, mas não podem ser responsáveis por toda a reestruturação. As políticas

baseadas na empresa doméstica e na empresa transnacional não são estratégias mutuamente excludentes. Ambas podem trabalhar juntas quando o objetivo é exportar (UNCTAD, 1999b).

A contribuição das empresas transnacionais é resumida no trecho abaixo:

Em conclusão, as empresas transnacionais têm o potencial de contribuir para competitividade exportadora dos países receptores do investimento. Seu papel é particularmente grande nos segmentos mais dinâmicos da atividade exportadora e, dentro dele, nas atividades onde montantes crescentes de comércio estão inseridos nas redes corporativas. Como os países em desenvolvimento usam esse potencial depende em grande parte das suas próprias estratégias e esforços. (UNCTAD, 1999b, p. 255, tradução nossa).

Os países que optam por simplesmente liberalizar seus mercados absorvem os benefícios decorrentes das suas vantagens comparativas em recursos naturais e capacidades iniciais. Se tais capacidades são fracas e estáticas, o efeito do IDE sobre a atividade exportadora é temporário. Por outro lado, os países que complementam a liberalização com políticas ativas podem desenvolver uma base exportadora mais dinâmica e sustentável. Para atrair investimento de maior qualidade é preciso investir no aperfeiçoamento do seu capital humano. A inserção dos países em desenvolvimento nos segmentos dinâmicos da atividade exportadora requer capacitação doméstica. A participação das empresas transnacionais pode levar a um círculo virtuoso de aumento da renda, IDE de maior qualidade e competitividade dinâmica no comércio (UNCTAD, 1999b).

A estratégia mais viável para a expansão da atividade industrial dos países em desenvolvimento associa o aperfeiçoamento tecnológico em produtos com mercados mais dinâmicos a uma ênfase maior no mercado doméstico. Por exemplo, os países que se dedicam às etapas intensivas em trabalho das redes de produção internacionais precisam adotar uma estratégia que contemple a substituição de partes e componentes intensivos em tecnologia e qualificação importados por outros produzidos domesticamente para elevar o valor adicionado às exportações (UNCTAD, 2002).

No entanto, o fortalecimento da competitividade doméstica não depende somente da política doméstica dos países em desenvolvimento. As exportações desses países precisam ter acesso aos mercados de países desenvolvidos. O estabelecimento de um sistema comercial multilateral baseado em regras é considerado crucial para os países em desenvolvimento. Enquanto o ambiente comercial multilateral continua em discussão, os países em desenvolvimento devem formular suas políticas avaliando cuidadosamente a relação entre comércio e IDE (UNCTAD, 1999b).

A literatura pós-keynesiana enfatiza políticas direcionadas à superação da restrição externa ao crescimento. Aparentemente, o modelo pós-keynesiano de comércio e crescimento

se resume a um modelo *export-led* (JAYME JÚNIOR, 2001a). A exportação é enfatizada, pois é o único componente da demanda que pode expandir o crescimento sem prejudicar o saldo do balanço de pagamentos (MCCOMBIE; THIRLWALL, 1994). Além disso, as exportações fornecem as divisas necessárias para o pagamento da parcela importada dos outros componentes da demanda (THIRLWALL, 1997). No entanto, a simples implementação de uma estratégia de crescimento determinada pelas exportações (*export-led*) não impede que o crescimento seja limitado pelo balanço de pagamentos no longo prazo, caso a elasticidade renda das importações permaneça inalterada. Se a elasticidade renda da demanda por importações for alta, o crescimento econômico de curto prazo implica uma deterioração do saldo em transações correntes. Neste caso, a estratégia de crescimento determinada pelas exportações não produz o resultado esperado, pelo contrário, pode desencadear um círculo vicioso, caracterizado por baixa produtividade e crescimento reduzido (JAYME JÚNIOR, 2001a).

Para Jayme Júnior (2001a), os estudos pós-keynesianos seguem um modelo de crescimento *export-led* que considera a elasticidade renda da demanda por importações. Os dois elementos estão presentes nas recomendações políticas. Por exemplo, Holland, Vieira e Canuto [200-] recomendam o aumento da taxa de crescimento das exportações e a redução da elasticidade renda de importações, que requer uma estratégia de substituição de importações.

Para os países em que o comportamento exportador dinâmico não foi suficiente para relaxar as pressões do setor externo em razão do aumento ainda mais acentuado das importações, Fujii (2002) sugere uma maior integração do sistema produtivo nacional, que reduza a proporção de bens intermediários importados.

Thirlwall (1997) sugere políticas do lado da oferta para tornar as exportações mais atrativas e reduzir a elasticidade renda da demanda por importações:

Em países com restrição do balanço de pagamentos, políticas do lado da oferta são necessárias para mudar a estrutura da produção no sentido amplo da alocação de recursos entre produção primária e secundária e entre bens comercializáveis e não comercializáveis, e no sentido específico das características dos bens produzidos (THIRLWALL, 1997, p.383, tradução nossa).

López e Cruz (2000) também acreditam que as políticas do lado da oferta são necessárias para aumentar a taxa de crescimento do produto sem incorrer em desajustes no balanço de pagamentos, mas ressaltam que os resultados de tais medidas “estruturais” podem ser demorados. Por essa razão, recomendam a taxa de câmbio como instrumento para elevar o produto e o emprego no curto e médio prazo mediante a ocupação de recursos ociosos. Com

base em seus resultados, os autores salientam que a taxa de câmbio real pode ter um efeito significativo sobre o produto de algumas economias da América Latina. Embora uma desvalorização cambial eleve somente temporariamente a taxa de crescimento do produto, seu efeito ainda é positivo, pois o produto passa a crescer a partir de um patamar superior ainda que à mesma taxa prevalecente antes da variação cambial. Entretanto, a taxa de câmbio real deve ser supervisionada atentamente. Em primeiro lugar, é preciso verificar se a desvalorização cambial melhora o saldo comercial, ou seja, constatar a validade da condição Marshall-Lerner. Ainda que a condição anterior prevaleça, o gerenciamento da taxa de câmbio real precisa ser combinado com uma política de demanda que evite uma possível queda da demanda agregada diante de uma depreciação cambial em termos reais.

Lória (2003) também destaca a importância da taxa de câmbio real para a determinação do crescimento econômico. Sendo assim, a manutenção do crescimento econômico requer a ausência de desajustes acentuados e prolongados da taxa de câmbio.

Blecker (2002) rejeita a estratégia de crescimento *export-led* como a mais adequada para os países em desenvolvimento em razão do problema caracterizado por “[...] falácia de composição [...]”. Este problema ocorre porque o mercado para os produtos manufaturados dos países recentemente industrializados é limitado pela capacidade e disposição dos países industrializados absorverem importações. Por esse motivo, a estratégia de crescimento *export-led* pode funcionar somente para um número limitado de países. A recomendação é para que o desenvolvimento dos países em desenvolvimento seja direcionado para o mercado doméstico, confiando menos nos mercados de exportação, sobretudo os Estados Unidos. O aumento nos salários domésticos deve ser promovido com o intuito de criar uma massa de consumidores domésticos. O fortalecimento de acordos regionais entre países em desenvolvimento<sup>42</sup> é sugerido desde que sejam resolvidos os problemas macroeconômicos e financeiros dentro de cada região.

De modo geral, as recomendações de política alternativas contemplam medidas direcionadas ao aumento das exportações e redução da elasticidade renda da demanda por importações. O aumento das exportações é recomendado na medida em que permite expandir o produto sem comprometer o saldo em transações correntes e ainda gera divisas para saldar os compromissos externos. Na verdade, o que se almeja não é apenas a expansão quantitativa das vendas externas, mas sim uma melhora qualitativa da pauta de exportações, diversificando-a em favor de produtos mais dinâmicos, que agregam maior valor à economia

---

<sup>42</sup> O Mercosul é citado como exemplo.

doméstica. A inserção em segmentos produtivos com maior intensidade tecnológica e qualificação deve ser acompanhada por uma maior integração do sistema produtivo doméstico. O intuito é diminuir o conteúdo importado da produção e conseqüentemente aumentar o valor adicionado ao longo da cadeia produtiva. A produção doméstica de bens intensivos em tecnologia e qualificação que atualmente são importados, incluindo a substituição de partes e componentes, permite reduzir a elasticidade renda da demanda por importações, necessária para assegurar a estratégia de crescimento orientada pelas exportações.

Deve-se ressaltar que o processo de reestruturação pode ser dificultado pelas estratégias de empresas transnacionais e políticas restritivas de países desenvolvidos. As próprias políticas adotadas pelos países latino-americanos ao longo dos anos noventa contribuíram para restringir ainda mais o escopo de ações políticas futuras<sup>43</sup> (UNCTAD, 2003). No entanto, os obstáculos não eliminam a necessidade de uma atuação mais direta do Estado no sentido de assegurar condições mais favoráveis de inserção do país no comércio internacional, independente da estratégia de reestruturação escolhida.

## **2.5 Considerações Finais**

O capítulo foi dedicado às teorias alternativas de conta corrente. A caracterização das teorias de conta corrente alternativas seguiu os mesmos critérios de demarcação do primeiro capítulo. Os elementos gerais e os aspectos específicos à conta corrente demonstraram a distinção entre as duas escolas de pensamento abordadas no presente estudo.

A seção 2.2 do capítulo foi dedicada à apresentação dos modelos alternativos. Na abordagem pós-keynesiana, a conta corrente depende das elasticidades renda. A teoria tem o intuito de explicar o crescimento econômico a partir de uma regra simples que estabelece a taxa de crescimento com equilíbrio no balanço de pagamentos em conta corrente igual à razão entre o crescimento das exportações e a elasticidade renda da demanda por importações. Este resultado é conhecido como lei de Thirlwall. O saldo em conta corrente é visto como o componente da demanda determinante do crescimento econômico. A necessidade de manter um equilíbrio em conta corrente pode restringir o crescimento da economia em razão da queda na demanda.

Os resultados empíricos confirmam a validade da lei de Thirlwall para os países em desenvolvimento. No entanto, a evidência sobre os seus pressupostos, especialmente no que se refere aos termos de troca, ainda é controversa.

---

<sup>43</sup> A restrição mais importante é o montante de dívida externa e doméstica acumulada.

Na abordagem estruturalista, o saldo em conta corrente depende da diferença de competitividade entre os países do Sul e do Norte. O hiato tecnológico entre os dois grupos de países gera uma rigidez na balança comercial que mantém sistematicamente o déficit em conta corrente e a dependência em relação ao financiamento externo.

A seção 2.3 do capítulo destacou o contexto de mudanças estruturais nos países em desenvolvimento ao longo da década de noventa. A primeira transformação ocorreu na esfera produtiva associada aos fluxos crescentes de investimento direto estrangeiro (IDE) destinados aos países em desenvolvimento. Estes recursos geraram em contrapartida um fluxo crescente de remessas de lucros e dividendos que prejudicaram o saldo em conta corrente daquele grupo de países.

No âmbito doméstico, os países em desenvolvimento, mais especificamente os países latino-americanos, implementaram uma reforma comercial com o intuito de abrir o mercado doméstico à concorrência estrangeira. A abertura comercial foi uma das medidas contempladas na nova orientação política predominante na América Latina nos anos noventa que contribuiu para o sucesso no combate à inflação. No entanto, a combinação de liberalização comercial e taxas de câmbio reais apreciadas foi prejudicial para a balança comercial dos países da região. Ainda que os países tenham elevado os ganhos de exportação ao longo da década, este movimento foi mais do que compensado pelo crescimento das importações.

A liberalização comercial afetou ainda negativamente a relação entre comércio e crescimento nos países em desenvolvimento. “A evidência apresentada acima mostra que, com algumas exceções notáveis, a relação entre saldos comerciais e crescimento econômico nos países em desenvolvimento tem tomado um caminho desfavorável durante a década passada.” (UNCTAD, 1999a, p. 84, tradução nossa).

A condição dos países em desenvolvimento é agravada ainda pela sua inserção no comércio internacional. As exportações desses países ainda são, em grande parte, baseadas na exploração de recursos naturais ou trabalho pouco qualificado. As estatísticas que apontam uma participação crescente e majoritária de produtos manufaturados intensivos em tecnologia e qualificação na pauta de exportações devem ser qualificadas. Na verdade, a maior participação dos países em desenvolvimento na produção de bens intensivos em tecnologia e qualificação reflete a inserção em estágios intensivos em trabalho com baixa qualificação das redes de produção internacionais. Esse tipo de inserção implica baixo valor adicionado em razão da necessidade de partes e componentes importados. A exportação de produtos dinâmicos entre os países em desenvolvimento está restrita a alguns países do Leste Asiático.

Os países da América do Sul não participam expressivamente nas redes de produção internacionais, dependendo ainda basicamente da exploração de recursos naturais para expandir suas exportações.

A combinação de fluxos expressivos de IDE e liberalização comercial não trouxeram os resultados esperados pelos seus defensores:

Brevemente, as novas políticas adotadas e os influxos crescentes têm falhado em impulsionar a formação doméstica de capital como base para transformar a composição do produto em direção aos bens comercializáveis de alto valor adicionado e melhorar o potencial exportador do país. Os influxos de capitais crescentes necessários para fechar o hiato comercial têm sucessivamente ampliado o déficit externo, não somente através do serviço da dívida, mas também através do impacto adverso das operações de corporações de propriedade estrangeira sobre a conta corrente. (UNCTAD, 2003, p.144, tradução nossa).

As recomendações políticas enfatizam a expansão das exportações e a redução da elasticidade renda da demanda por importações. O primeiro aspecto requer uma estratégia de atração de IDE segundo os objetivos nacionais. A abertura comercial e financeira indiscriminada não promove uma expansão qualitativa das vendas externas, que significa uma maior participação de produtos dinâmicos na pauta de exportações. A política deve contemplar também a capacitação doméstica. O fortalecimento das empresas domésticas pode ser realizado com a ajuda das empresas transnacionais, embora estas não possam ser responsáveis por todo o processo de reestruturação. A consolidação deste processo deve contribuir para a substituição de partes e componentes importados, especialmente nos segmentos intensivos em qualificação e tecnologia, elevando o valor adicionado ao longo da produção e reduzindo a participação de produtos importados altamente sensíveis a mudanças na renda, isto é, reduzindo a elasticidade renda da demanda por importações.

### 3 Conta Corrente do Brasil na Década de Noventa

Os dois capítulos anteriores foram dedicados à apresentação das teorias de conta corrente. O primeiro capítulo expôs as teorias de conta corrente do *mainstream*. A preocupação com os desequilíbrios em conta corrente e por desenvolvimentos teóricos que explicassem os novos desdobramentos teve início na década de setenta. A dimensão intertemporal da conta corrente recebeu maior ênfase, sendo que atualmente ainda é adotada como referencial para avaliar o comportamento da conta corrente. Mais recentemente, especialmente após os episódios de crises cambiais registrados por todo o globo, o foco dos estudos do *mainstream* foi deslocado para a questão da sustentabilidade da conta corrente. O primeiro capítulo explorou os critérios adotados para julgar a sustentabilidade e os resultados de estudos empíricos aplicados à conta corrente de países em desenvolvimento.

O segundo capítulo discutiu as teorias de conta corrente alternativas ao *mainstream*. A principal questão enfatizada pelos estudos alternativos é a existência de uma restrição externa ao crescimento. O modelo de crescimento com restrição de balanço de pagamentos propõe que a necessidade de manter o equilíbrio em conta corrente no longo prazo pode interromper a trajetória de crescimento. Supondo que os termos de troca permanecem constantes no longo prazo, o desempenho econômico depende do crescimento das exportações e da elasticidade renda da demanda por importações. Os modelos estruturalistas, por sua vez, enfatizam a assimetria tecnológica no comércio Norte-Sul. Os estudos alternativos contemplam ainda mudanças estruturais ocorridas ao longo da década de noventa que modificaram a relação entre comércio e crescimento.

O objetivo deste terceiro capítulo é verificar a adequação das teorias contempladas neste estudo ao comportamento da conta corrente do Brasil nos anos noventa. Com este intuito, estrutura-se o capítulo em três partes. A primeira parte contempla os estudos do *mainstream* aplicados à economia brasileira cujo foco é a sustentabilidade da conta corrente. Os estudos abrangem os três critérios apresentados no primeiro capítulo para avaliar sustentabilidade: aritmética da solvência intertemporal, abordagem de equilíbrio dos fluxos e perspectiva de equilíbrio do estoque. Os resultados dos estudos alternativos são apresentados na segunda parte. A restrição externa ao crescimento da economia brasileira será avaliada com base no modelo com restrição de balanço de pagamentos e nas mudanças estruturais promovidas ao longo da década de noventa. A última parte é destinada a uma apreciação crítica dos resultados com base em indicadores selecionados.



### 3.1 Sustentabilidade da Conta Corrente do Brasil

No primeiro capítulo foram discutidos três critérios para avaliar a sustentabilidade da conta corrente. A primeira abordagem consiste na aritmética da solvência intertemporal. O critério determina que o país obedeça a sua restrição orçamentária intertemporal. Para ser solvente, um país devedor como o Brasil precisa gerar um fluxo futuro de transferências de recursos reais ao exterior igual ao valor inicial da dívida. O caminho que o país dispõe para transferir recursos ao exterior é promover saldos comerciais positivos. Desse modo, um país devedor que registra sucessivos déficits comerciais deve reverter, em algum momento no futuro, o saldo comercial para honrar seus compromissos externos.

A abordagem de equilíbrio dos fluxos é outro instrumento adotado pela *mainstream* para julgar sustentabilidade da conta corrente. O critério baseia-se no modelo intertemporal para a conta corrente para gerar uma trajetória de conta corrente ótima que será comparada ao resultado em conta corrente efetivamente registrado.

No terceiro critério, denominado por Calderón, Loayza e Servén (1999) de abordagem de equilíbrio do estoque, a sustentabilidade externa depende do equilíbrio de *portfolio* no longo prazo e da realocação de ativos no curto prazo.

Os três critérios foram utilizados para julgar a sustentabilidade da conta corrente no Brasil. Os resultados obtidos são apresentados a seguir.

#### 3.1.1 Aritmética de solvência intertemporal

Rocha e Bender (2000) verificam sustentabilidade a partir da condição de solvência. No entanto, os próprios autores reconhecem que esse procedimento não é consensual na literatura sobre desequilíbrios externos. A distinção entre os dois termos já foi discutida no primeiro capítulo. A justificativa para avaliar a sustentabilidade da conta corrente do Brasil é apresentada no trecho abaixo:

A questão de solvência/sustentabilidade é importante porque, se a trajetória recente de endividamento externo permite-nos prever eventuais problemas de financiamento Ponzi, podemos argumentar em alguma medida que os ataques especulativos recentes sobre a moeda brasileira refletem expectativas negativas sobre os déficits em conta corrente ao invés de irracionalidade ou puro pânico por parte de investidores e detentores de ativos nacionais e estrangeiros. (ROCHA; BENDER, 2000, p. 206, tradução nossa).

O critério adotado por Rocha e Bender (2000) segue o proposto em Sawada (1994). O ponto de partida é a restrição orçamentária externa no período  $t^{44}$ :

<sup>44</sup> Rocha e Bender (2000) assumem que todos os títulos possuem maturidade de um período.

$$M_t - X_t + r_t B_{t-1} = \Delta B_t = B_t - B_{t-1} \quad (3.1)$$

onde  $X_t$  representa as exportações,  $M_t$  as importações,  $B_t$  a dívida externa e  $r_t$  a taxa de juros. A equação (3.1) estabelece que o déficit em conta corrente seja financiado com a ampliação da dívida externa.

Seguindo o método de substituição iterativa<sup>45</sup>, a identidade (3.1) implica a seguinte restrição:

$$B_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{1}{(1+r)^t} (X_t - M_t) + \lim_{n \rightarrow \infty} \frac{1}{(1+r)^n} B_n \quad (3.2)$$

A equação (3.2) corresponde à restrição orçamentária externa intertemporal. Prevalendo a condição de transversalidade<sup>46</sup>, o último termo se iguala a zero e o valor presente dos saldos comerciais futuros corresponde ao estoque inicial de dívida externa. A condição de transversalidade garante que o país não incorra em um jogo de Ponzi, ou seja, impede que o país mantenha o pagamento de juros criando nova dívida. Caso contrário, o país cria uma bolha financeira em torno da sua dívida externa.

Para derivar um modelo empírico testável, Rocha e Bender (2000) assumem que a taxa de juros é estacionária com média incondicional  $r$ . O próximo passo é adicionar e subtrair  $rB_{t-1}$  ao lado esquerdo da equação (3.1) para obter:

$$E_t + (1+r) B_{t-1} = X_t + B_t \quad (3.3)$$

onde  $E_t = M_t + (r_t - r)B_{t-1}$ .

Ao tomar a primeira diferença da equação (3.3), obtém-se:

$$\Delta B_t = (1+r)\Delta B_{t-1} + \Delta E_t - \Delta X_t \quad (3.4)$$

Aplicando o mesmo método de substituição iterativa e substituindo o resultado para  $\Delta B_t$  em (3.1), chega-se à seguinte expressão:

$$MM_t = X_t + \lim_{i \rightarrow \infty} \frac{\Delta B_{t+i}}{(1+r)^i} + \sum_{j=t+1}^{\infty} \frac{\Delta X_j - \Delta E_j}{(1+r)^{j-t}} \quad (3.5)$$

onde  $MM_t = M_t + r_t B_{t-1}$ .

Prevalendo a condição de solvência, o limite na equação (3.5) tende a zero. Rocha e Bender (2000) assumem que  $X$  e  $E$  não são processos estacionários e que seguem caminhos aleatórios com tendência para obter a seguinte equação de regressão:

$$X_t = a + bMM_t + e_t \quad (3.6)$$

A hipótese nula para satisfazer a restrição orçamentária externa é que  $b = 1$  e que  $e_t$  seja um processo estacionário. Para Sawada (1994), a cointegração entre  $X$  e  $MM$  é uma

<sup>45</sup> O método de substituição iterativa é detalhado em Obstfeld e Rogoff (1996).

<sup>46</sup> Ver nota de rodapé número oito do primeiro capítulo.

condição necessária para solvência quando estes são processos não estacionários e integrados de primeira ordem.

O período contemplado por Rocha e Bender (2000) se estende de 1947 a 1997. Os resultados confirmam que a primeira diferença de  $X$  e  $MM$  são estacionárias. No entanto, os testes de cointegração indicam que a restrição orçamentária externa não foi satisfeita. Os autores fornecem a seguinte interpretação para os resultados:

Os resultados obtidos antes sugerem que a conta corrente é não estacionária, e, portanto, que o Brasil está violando sua restrição orçamentária. Eles também implicam que os déficits atuais não são sustentáveis, dado que existe a possibilidade que eles cresçam sem limite. (ROCHA; BENDER, 2000, p. 217, tradução nossa).

Rocha e Bender (2000) consideram a possibilidade de uma quebra estrutural na trajetória de déficit durante a década de oitenta. Outro momento de quebra estrutural pode ter ocorrido no começo dos anos noventa em razão da liberalização comercial e da entrada de IDE. No entanto, os autores acreditam não terem observações suficientes para testar a última possibilidade de quebra estrutural. Mesmo considerando uma quebra estrutural em 1982, os resultados não são alterados, ou seja, o equilíbrio externo intertemporal continua não sendo satisfeito. Rocha e Bender (2000) concluem que o valor presente da restrição externa não se sustenta e que os déficits em conta corrente registrados recentemente no Brasil devem ser problemáticos.

Jayme Júnior (2001b) avalia a sustentabilidade da conta corrente do Brasil com o mesmo modelo. A equação testada pelo autor apresenta uma ligeira modificação em relação a (3.6):

$$EX_t = a + bMM_t + u_t \quad (3.7)$$

Onde  $EX_t = X_t + TR_t + RE_{t-1}$ ,  $TR_t$  é a renda líquida recebida do exterior e  $RE_{t-1}$  é o nível de reservas internacionais no período  $t-1$ .

A primeira questão avaliada por Jayme Júnior (2001b) é a estacionariedade de  $EX$  e  $MM$ . A amostra contempla dados trimestrais desde 1969 até 2000. Os testes de raízes unitárias indicam que  $MM$  é estacionário enquanto  $EX$  não. O autor não considera o resultado um problema em razão da estacionariedade ser apenas o primeiro passo para testar sustentabilidade.

Para realizar os testes de cointegração, Jayme Júnior (2001b) contempla em sua análise três sub-divisões do período: 1969-1983, 1984-2000 e 1990-2000. A cointegração entre as variáveis  $EX$  e  $MM$  é rejeitada para a amostra completa (1969-2000), o que para o autor sugere a insustentabilidade da conta corrente. E o mais importante, para o presente

estudo, é que a amostra abrangendo somente a década de noventa apresenta um resultado similar. Para Jayme Júnior (2001b), este resultado confirma a existência de uma restrição externa ao desenvolvimento no Brasil, mesmo após as reformas estruturais realizadas na década de noventa, em razão destas terem sido incapazes de gerar uma trajetória sustentável das contas externas.

Jayme Júnior (2001b) também considera a possibilidade de quebra estrutural durante o período em análise. Os resultados indicam a ocorrência de uma quebra no segundo trimestre de 1983 somente para a série de importação adicionada ao pagamento de juros (MM). No entanto, a cointegração entre as séries EX e MM continua sendo rejeitada, resultado que confirma a trajetória insustentável da conta corrente do Brasil no período de 1969 a 2000.

Jayme Júnior (2001b) adota ainda mais dois critérios para avaliar a sustentabilidade da conta corrente e da dívida externa. O primeiro critério consiste em verificar a existência de um vetor de cointegração entre a dívida externa líquida e o saldo comercial. A amostra abrange dados trimestrais de 1982 a 2000. Como as variáveis não são cointegradas, a dívida externa é considerada insustentável no período em análise. O resultado confirma a conclusão derivada do modelo anterior. Por fim, o autor realiza um teste de raiz unitária para a série de dívida externa descontada. Para que a dívida externa seja sustentável é necessário que a dívida seja um processo estacionário. A amostra é a mesma do modelo anterior. Novamente, a dívida externa é considerada insustentável, pois a série de dívida descontada não é estacionária. Enfim, usando modelos, variáveis e períodos diferentes, o resultado alcançado foi o mesmo: dívida externa e déficits em conta corrente insustentáveis no longo prazo.

Os testes de sustentabilidade baseados na aritmética de solvência intertemporal propostos por Rocha e Bender (2000) e Jayme Júnior (2001) apresentam resultados semelhantes mesmo aplicando o modelo para períodos distintos. A amostra de Rocha e Bender (2000) é mais extensa, mas a de Jayme Júnior (2001) contempla dados mais recentes. No entanto, ambos concluem que a trajetória da conta corrente no Brasil é insustentável.

### *3.1.2 Abordagem de equilíbrio dos fluxos*

A abordagem de equilíbrio dos fluxos consiste em aplicar o modelo intertemporal para determinação da conta corrente. Conforme exposto no primeiro capítulo, a conta corrente funciona como um mecanismo de alocação intertemporal que permite suavizar a trajetória do consumo ao longo do tempo. A trajetória para a conta corrente prevista pelo modelo serve de parâmetro para comparação com a série efetivamente registrada. Com base na comparação entre as duas séries é possível avaliar se os déficits externos são excessivos. Dado que o

modelo assume plena mobilidade de capitais, serve também como referência para julgar a mobilidade de capitais no país.

Ghosh e Ostry (1995) aplicaram este modelo intertemporal para um grupo de países em desenvolvimento, inclusive o Brasil, com o intuito de avaliar se a conta corrente age efetivamente como um amortecedor que suaviza o consumo na presença de choques sobre o produto líquido<sup>47</sup>. Embora os resultados do teste sejam favoráveis ao modelo no caso do Brasil, a amostra de dados se estende somente até 1990. Portanto, o estudo não contempla o agravamento recente do déficit em conta corrente promovido após 1994. Uma aplicação mais recente do modelo à conta corrente do Brasil foi feita por Senna e Issler (2000). A pretensão dos autores é justamente refazer a análise de Ghosh e Ostry (1995) com maior rigor econométrico e com um período de tempo mais longo. A amostra contempla dados anuais de 1947 a 1997, coincidentemente o mesmo período de tempo adotado por Rocha e Bender (2000) para avaliar a sustentabilidade da conta corrente.

Senna e Issler (2000) testam quatro proposições do modelo intertemporal da conta corrente para verificar sua adequação aos dados brasileiros:

- Verificam a estacionariedade da conta corrente em nível e a cointegração entre seus elementos.
- Constatam se a conta corrente auxilia na previsão de mudanças do produto líquido, ou seja, se a conta corrente causa, no sentido de Granger variações do produto líquido.
- Comparam a magnitude e o sentido dos movimentos da série de conta corrente prevista pelo modelo com a série efetivamente registrada.
- Comparam a volatilidade e estimam a correlação entre as duas séries de conta corrente.

Os resultados confirmam a estacionariedade da conta corrente e a cointegração entre seus elementos  $C_t$  e  $Y_t + rB_t - I_t - G_t$ . No entanto, os testes rejeitam a proposição de que a conta corrente ajuda a prever variações do produto líquido no Brasil. Este resultado é crítico para o modelo, uma vez que a previsão das variações do produto líquido, que definem o saldo atual da conta corrente, depende da própria conta corrente. Desse modo, contraria-se um dos pressupostos cruciais para implementação empírica da abordagem intertemporal para a conta corrente. Em outras palavras, a conta corrente não é levada em consideração pelos agentes na formação de suas expectativas sobre a variação do produto líquido. Para Senna e Issler

---

<sup>47</sup> O produto líquido corresponde ao produto subtraído do investimento e dos gastos do governo. Para maiores detalhes ver seção 1.3.

(2000), os agentes econômicos não possuem indicadores adicionais para prever as variações do produto líquido, além das informações contidas nas próprias séries desta variável.

A igualdade entre a série de conta corrente ótima e a série efetivamente observada na economia brasileira é testada comparando as séries de variações da conta corrente ótima e observada em torno de suas respectivas médias. Os testes indicam que as duas séries são estatisticamente iguais. Para Senna e Issler (2000) este resultado está “indicando que o Brasil consegue utilizar a conta corrente como instrumento para suavizar consumo intertemporalmente”. Assim, ainda que a conta corrente não ajude a prever as variações do produto líquido, seu comportamento segue a trajetória determinada pelo modelo intertemporal. Apesar da igualdade estatística entre as séries de conta corrente observada e estimada, Senna e Issler (2000) ressaltam que graficamente as duas séries apresentam grandes diferenças. A conta corrente observada tem um saldo constantemente maior que o saldo em conta corrente ótimo.

Senna e Issler (2000) observam ainda que a série de conta corrente observada é mais volátil que a série ótima. O comportamento é confirmado ao comparar a variância das duas séries. A explicação para este resultado pode estar no acentuado fluxo de capitais especulativos no país. O modelo intertemporal determina um nível ótimo de fluxo de capitais igual ao inverso do saldo em conta corrente. Desse modo, se a série de conta corrente observada é mais volátil que a série ótima, há um movimento excessivo de capitais em relação ao que seria previsto pelo modelo. Por fim, Senna e Issler (2000) testam a correlação entre as duas séries, obtendo um coeficiente de 0,5185. O resultado indica, para os autores, que as duas séries variam no mesmo sentido, mas não são muito próximas.

Como nem todas as proposições testáveis do modelo intertemporal foram confirmadas, visto que a conta corrente não ajuda a prever variações do produto líquido e a série observada é mais volátil que a série ótima, Senna e Issler (2000) concluem que o modelo intertemporal da conta corrente é rejeitado para o Brasil.

Os estudos baseados no modelo intertemporal analisados nesta seção não contemplam as condicionalidades impostas ao Brasil durante a década de oitenta como contrapartida às negociações com o FMI. O aspecto negligenciado pode afetar o resultado do modelo, uma vez que as condições envolviam a geração de mega-superávits e limites para o déficit em transações correntes.

### 3.1.3 Abordagem de equilíbrio do estoque de ativos

Calderón, Loayza e Servén (1999) reconhecem limitações na abordagem anterior e, por essa razão, propõem um terceiro critério para julgar sustentabilidade externa, que depende do equilíbrio do estoque de ativos. No curto prazo, os investidores domésticos e internacionais recompõem sua carteira de ativos com o intuito de alcançar a composição desejada. Esta realocação de ativos determina o saldo em conta corrente, pois este corresponde à mudança na posição de ativos externos líquida do país. No longo prazo, o saldo em conta corrente é determinado pelo equilíbrio do *portfolio*.

Como visto no primeiro capítulo, a relação de equilíbrio de longo prazo resultante da alocação ótima de ativos entre os países é determinada pela seguinte equação:

$$\frac{NFA_i}{W_i} = f(\bar{RE}_{if}, \bar{RI}_{if}, \bar{W}_f / \bar{W}_i) \quad (1.22)$$

A estimativa da razão de equilíbrio entre a posição de ativos externos líquida e a riqueza é obtida a partir dos valores observados para as variáveis explicativas. A comparação desta estimativa com a razão efetivamente observada permite avaliar a sustentabilidade das posições de ativos externos líquidos atuais. Para o Brasil, Calderón, Loayza e Servén (1999) fazem o seguinte comentário:

As tendências gerais nas séries de equilíbrio e efetiva são similares: ambas permanecem negativas por todo o período amostral, e mostram um padrão declinante até o começo dos anos 80 e um aumento daí em diante. A observação minuciosa revela que o movimento inicial para baixo é em grande parte conduzido por retornos constantemente altos (principalmente um reflexo do rápido crescimento) e risco declinante. Depois de 1982-83, entretanto, retornos caem drasticamente, e isso é seguido por uma mudança para cima no índice de risco; pelos dois motivos, a razão de equilíbrio se eleva de volta próxima a zero. No final do período amostral, as razões de equilíbrio e efetiva são virtualmente idênticas. (CALDERÓN; LOAYZA; SERVÉN, 1999, p. 24, tradução nossa).

Portanto, no período mais recente da amostra, que se estende até 1997, o modelo apresenta uma razão de equilíbrio próxima da razão efetivamente observada, o que significa que a posição de ativos externos líquidos do Brasil era sustentável. No entanto, o estudo contempla o período da década de noventa em que a entrada de recursos do exterior permitiu não só financiar o déficit em transações correntes, mas também ampliar as reservas internacionais. A questão é se o modelo ainda se sustentaria nos momentos de menor entrada de recursos do exterior. Tendo em vista o comportamento observado nos anos oitenta, a resposta parece ser negativa.

Edwards (2001) apresenta resultados diferentes para a conta corrente a partir de uma teoria de *portfolio* padrão. O saldo em conta corrente sustentável de longo prazo é calculado com base na seguinte equação<sup>48</sup>:

$$(C/Y)_j = \{ g_j + \tilde{\theta}^*_j \} [ \{ \hat{q}_j \tilde{e}_j - (1 - \hat{q}_j) \} \tilde{e}_j ] \quad (1.26)$$

Os números apresentados por Edwards (2001) com base em cálculos da Goldman Sachs indicam um déficit em conta corrente sustentável de 1,9%. A comparação com o déficit em relação ao PIB efetivamente observado mostra uma situação preocupante. O Gráfico 3.1 mostra um nítido aumento do déficit em proporção ao PIB a partir de 1995. Neste ano, o déficit efetivamente observado ultrapassa o seu nível de longo prazo. Com base nos números, o déficit em conta corrente registrado na segunda metade da década de noventa deve ser considerado insustentável.

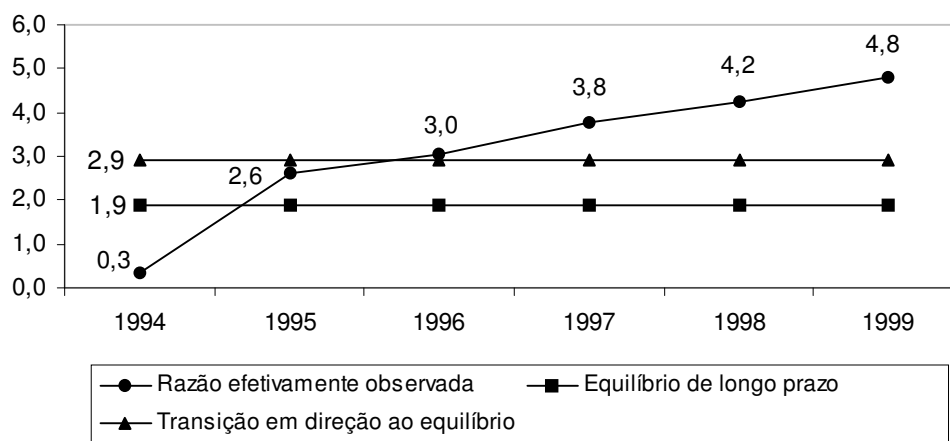


Gráfico 3.1 Déficit em conta corrente sustentável (em proporção ao PIB)

Fonte: Elaboração própria com base em Edwards (2001) e dados do Banco Central do Brasil.

No entanto, o próprio Edwards (2001) reconhece as limitações presentes no modelo. O aspecto mais criticado é a ausência de mudanças transitórias na alocação de *portfolio*, que pode implicar em trajetórias de ajustamento complexas da conta corrente, não capturadas pelo modelo. Assim, uma trajetória de equilíbrio pode ser considerada insustentável pela análise acima. Com o intuito de levar em consideração as mudanças transitórias nas preferências de alocação do *portfolio*, Edwards (2001) introduz as seguintes modificações no modelo:

$$(C/Y)_t = (g + \tilde{\theta}^*) \tilde{c}^*_t + \hat{\alpha} (\tilde{c}^*_t - \tilde{c}^*_{t-1}) - \zeta ((C/Y)_{t-1} - (g + \tilde{\theta}^*) \tilde{c}^*_t) \quad (1.27)$$

A equação acima incorpora dois termos para explicar os desvios de curto prazo da conta corrente de seu nível sustentável de longo prazo. O primeiro termo de ajustamento

<sup>48</sup> O desenvolvimento do modelo está na seção 1.4.



captura os desvios entre o estoque demandado e o estoque atual de ativos. O segundo é um termo autocorretivo, inserido com o intuito de garantir alguma forma de *consumption smoothing*. Com base na equação (1.27), o déficit em conta corrente sustentável atinge 2,9% para a economia brasileira. Mesmo com a modificação, a razão déficit/PIB ainda se mantém acima do nível sustentável desde 1996. Novamente, o déficit em conta corrente é insustentável. Edwards (2001) reconhece a dificuldade de estimar uma trajetória de equilíbrio em conta corrente e que os níveis sustentáveis podem ser altamente enganosos.

### 3.2 Restrição externa ao crescimento

O segundo capítulo enfatizou o agravamento da restrição externa ao crescimento decorrente da deterioração acentuada do saldo em conta corrente nos países em desenvolvimento, especialmente os latino-americanos. O caso do Brasil não é diferente, como sugere Fujii (2002) no trecho a seguir:

No Brasil, a instabilidade dos anos 1989-1992 foi acompanhada por um saldo externo equilibrado, porém a fase de crescimento que passou entre 1993 e 1997 foi aprofundando notavelmente o déficit externo, que alcançou entre 3 e 5 por cento do PIB entre 1996 e 1998. A necessidade de equilibrar o setor externo conduziu à contração da economia em 1998 e à desvalorização de 1999, que permitiu ir reduzindo o déficit em conta corrente em proporção ao produto até ir alcançando proporções mais manejáveis. Contudo, isto tem obrigado a manter taxas de crescimento relativamente modestas em 2000-2001. (FUJII, 2002, p. 157, tradução nossa).

A discussão sobre a restrição externa ao crescimento no Brasil está dividida em duas partes. Primeiro, apresentam-se os resultados empíricos obtidos com a aplicação do modelo de crescimento com restrição de balanço de pagamentos ao Brasil. Segundo, discute-se o impacto das reformas estruturais promovidas durante a década de noventa sobre o saldo em conta corrente e o crescimento econômico.

#### 3.2.1 Resultados empíricos do modelo de crescimento com restrição de balanço de pagamentos no Brasil

No modelo de crescimento com restrição de balanço de pagamentos, a necessidade de manter o equilíbrio em conta corrente no longo prazo representa a principal restrição ao crescimento econômico. Partindo do equilíbrio em conta corrente, a taxa de crescimento é determinada pela razão entre o crescimento das exportações e a elasticidade renda da demanda por importações, como segue:

$$y_B = \frac{\dot{OZ}}{\bar{O}} = \frac{X}{\bar{O}} \quad (2.8)$$

Esta regra ficou conhecida como lei de Thirlwall e constitui o referencial teórico de estudos pós-keynesianos que tratam da conta corrente. Os estudos que aplicam o modelo ao Brasil avaliam três questões principais:

- confirmação da lei de Thirlwall;
- causalidade entre exportações e produto;
- validade do pressuposto de PPC, ou seja, que os termos de troca não influenciam o ajuste comercial e nem o crescimento da economia brasileira no longo prazo.

Holland, Canuto e Xavier (1998) verificam a adequação da lei de Thirlwall à economia brasileira com dados de 1981 a 1995. A estimação é feita com uma regressão simples, que compreende a razão entre as elasticidades renda de demanda por exportação e importação ( $\hat{y}/\hat{z}$ ) e a razão entre as taxas de crescimento econômico da economia doméstica e do resto do mundo ( $y_B/z$ ). O ajuste do modelo é considerado bastante satisfatório.

O procedimento mais adotado para validar a lei de Thirlwall é o teste de cointegração entre exportações e o produto. López e Cruz (2000) estimam um vetor autoregressivo para PIB e exportações reais para o Brasil entre 1965 e 1995. O resultado confirma a validade da lei de Thirlwall para a economia brasileira naquele período. Jayme Júnior (2003) faz o teste de cointegração entre crescimento das exportações e crescimento do PIB com dados de 1955 a 1998. Novamente, o modelo parece adequado ao comportamento da economia brasileira considerando tanto a amostra inteira como sub-períodos selecionados<sup>49</sup>.

Nakabashi (2003) adota um critério diferente para julgar a adequação da lei de Thirlwall ao crescimento econômico brasileiro. A metodologia consiste em estimar a elasticidade renda das importações prevista pela lei de Thirlwall, por meio da seguinte equação:

$$\ln(Y) = (1/\hat{\sigma}) \ln(X) \quad (3.8)$$

onde  $\ln(Y)$  é o logaritmo natural da renda do Brasil e  $\ln(X)$  é o logaritmo natural das exportações brasileiras.

A equação acima estima a elasticidade renda da demanda por importações que prevalece se o crescimento é restringido pelo balanço de pagamentos. A elasticidade estimada é comparada com a elasticidade renda real da demanda por importações da economia ( $\hat{\sigma}^*$ ), que mede a sensibilidade das importações ao crescimento da renda no Brasil. A elasticidade real é obtida a partir da seguinte equação:

$$\ln(M) = \hat{\sigma}^* \ln(Y) \quad (3.9)$$

<sup>49</sup> O período mais recente se estende de 1981 até 1998.

onde  $\ln(M)$  é o logaritmo natural das importações.

A estimação é feita com dados de 1947 a 2000 e os resultados apresentados graficamente pelo autor. No começo da década de noventa, a elasticidade estimada apresenta uma tendência de queda enquanto a elasticidade real cresce. Assim, no período de 1994 a 1997 a elasticidade real ultrapassa a elasticidade estimada, mantendo-se acima até o final do período. O modelo estima a elasticidade renda por importações supondo que o crescimento está sendo restringido pelo balanço de pagamentos. A mesma taxa de crescimento é utilizada para calcular a sensibilidade efetiva das importações frente a variações na renda. Como a elasticidade real está acima da elasticidade estimada, o crescimento econômico está sendo sustentado com um nível de importações acima do previsto pelo modelo. Portanto, o resultado é contrário à hipótese de que o crescimento está sendo restringido pelo balanço de pagamentos em conta corrente.

Nakabashi (2003) atribui ao fluxo de capitais das contas de capital e de serviço a diferença entre as duas elasticidades. Por essa razão, refaz a estimação da elasticidade renda da demanda por importações incorporando o saldo da conta capital e da conta de serviços, conforme a equação abaixo:

$$\ln(Y) = (1/\tilde{\sigma}) \ln(S) \quad (3.10)$$

onde  $\ln(S)$  é o logaritmo natural da soma das exportações, do saldo da balança de serviços e do saldo da conta capital.

Ao adicionar os fluxos de capitais, Nakabashi (2003) está testando a versão do modelo de crescimento com restrição de balanço de pagamentos que parte de um desequilíbrio em conta corrente para estabelecer uma taxa de crescimento igual à soma ponderada das exportações e dos fluxos de capitais dividida pela elasticidade renda da demanda por importações:

$$y_B^* = \frac{\tilde{\epsilon}x + (1 - \tilde{\epsilon})(f - p_d)}{\tilde{\sigma}} \quad (2.13)$$

A única diferença introduzida por Nakabashi (2003) é o saldo da balança de serviços que não aparece de forma explícita no modelo com fluxos de capitais. O cálculo da elasticidade renda real da demanda por importações não muda. Novamente, o resultado é apresentado graficamente.

As duas elasticidades apresentam maior proximidade do que no caso anterior ao inserir os fluxos de capitais. Somente nos anos oitenta, há uma grande divergência entre as elasticidades renda estimada e real. A conclusão de Nakabashi (2003) é de "que a equação da Lei de Thirlwall oferece um elevado poder explicativo do crescimento da economia

brasileira". O resultado confirma a importância da restrição externa ao crescimento da economia brasileira no período analisado.

Jayme Júnior (2003) e Holland, Vieira e Canuto [200-] realizam um exercício similar ao de Nakabashi, mas utilizam como variável a taxa de crescimento. Jayme Júnior (2003) compara a taxa de crescimento prevista pelo modelo com a taxa de crescimento efetivamente registrada entre 1955 e 1998. O coeficiente de correlação encontrado (0,63) é considerado razoável. Se o período anterior a 1965 for retirado da amostra, época em que a economia brasileira era mais fechada, o coeficiente de correlação aumenta sensivelmente, chegando a 0,91.

Holland, Vieira e Canuto [200-] comparam a taxa de crescimento média do PIB observada com a taxa de crescimento média do PIB estimada pelo modelo. Para o Brasil, obtêm uma estimativa de 5,35% para a taxa de crescimento média do PIB entre 1951 e 2000. No mesmo período, a taxa de crescimento média do PIB observada foi 3,42%. Assim como Jayme Júnior (2003), os autores atribuem a diferença entre as duas taxas às variáveis que não foram incluídas no modelo, como mudanças de preço e fluxos de capitais. A melhora no ajuste do modelo introduzida pelos fluxos de capitais foi reconhecida por Nakabashi (2003). A importância das mudanças de preços relativos será investigada a seguir.

Conforme definido no segundo capítulo, o modelo de crescimento com restrição de balanço de pagamentos compartilha o pressuposto de que os termos de troca permanecem constantes no longo prazo. Enfim, o modelo reconhece a validade da PPC relativa no longo prazo. O saldo comercial responde às mudanças na renda, cujo efeito depende das elasticidades renda da demanda por exportações e importações.

Para avaliar o impacto de variações de preço e renda sobre o comércio exterior, Holland, Canuto e Xavier (1998) estimam uma equação para o saldo comercial brasileiro em termos do crescimento relativo ao resto do mundo, da taxa de câmbio real e da razão entre as elasticidades renda de exportações e importações. Essas variáveis apresentam uma relação de equilíbrio de longo prazo no período de 1990 a 1995. Os coeficientes apresentam os sinais esperados: desvalorizações cambiais em termos reais e aumentos na razão entre as elasticidades renda melhoram o saldo comercial, enquanto acréscimos no crescimento doméstico relativo ao resto do mundo produzem o resultado oposto. A razão entre as elasticidades renda revela-se a variável de ajuste mais significativa da balança comercial. Isto significa que o efeito renda é mais importante do que o efeito preço para o ajuste comercial brasileiro, resultado compatível com o pressuposto da PPC.

López e Cruz (2000) encontram grandes flutuações na taxa de câmbio real do Brasil entre 1965 e 1996. Por essa razão, avaliam a importância da taxa de câmbio real para a determinação da taxa de crescimento com equilíbrio externo no Brasil. O teste de cointegração revela uma relação de longo prazo negativa entre o produto e a taxa de câmbio real. Isto significa que taxas de câmbio reais mais altas (depreciações cambiais) estão associadas a menores taxas de crescimento do produto. Conforme discutido no segundo capítulo, a relação negativa entre a taxa de câmbio real e o produto no Brasil está associada ao não cumprimento da condição Marshall-Lerner. A estimação de um vetor autoregressivo para o saldo comercial apresenta um sinal negativo para a taxa de câmbio real. Sendo assim, depreciações cambiais tendem a reduzir o saldo comercial no Brasil e, por esse caminho, reduzir o crescimento do produto. Portanto, López e Cruz (2000) encontram no Brasil evidência contrária à validade do pressuposto de que os termos de troca permanecem constantes no longo prazo.

Jayme Júnior (2003) considera problemático o resultado encontrado por López e Cruz (2000) de que depreciações cambiais pioram o saldo comercial. A condição Marshall-Lerner, ainda que não seja considerada um pressuposto razoável para um país pequeno, não pode ser rejeitada para o Brasil, tendo em vista os megasuperávits obtidos pelo Brasil nos anos oitenta.

Holland, Vieira e Canuto [200-] criticam o procedimento adotado por López e Cruz (2000) de estimar o modelo de vetores autoregressivos usando variáveis com ordens de integração diferentes. No caso do Brasil, o PIB é  $I(2)$ , o saldo comercial é  $I(1)$  e a taxa de câmbio real é  $I(0)$ . Considerando que todos os resultados de López e Cruz (2000), apresentados anteriormente, foram obtidos por esse método, os resultados podem ser contestados.

Holland, Vieira e Canuto [200-] também avaliam o pressuposto de que a taxa de câmbio real permanece constante por meio de testes de raiz unitária. O resultado obtido é que a taxa de câmbio real não é estacionária em nível. Isto significa que a hipótese de uma taxa de câmbio real de equilíbrio de longo prazo não possui apoio empírico.

Revuelta e Fidalgo (2003) adotam o método proposto por Alonso e Garcimartín (1998-99) de estimar um modelo de desequilíbrio em tempo contínuo, considerando o ajuste do equilíbrio externo tanto via renda como via preços. Para o Brasil, o melhor ajuste é efetuado através da renda, uma vez que os parâmetros, além de estatisticamente significantes, apresentam os sinais esperados.

Uma última questão levada em consideração para validar a lei de Thirlwall é a causalidade entre exportações e crescimento do produto. Jayme Júnior (2003) considera

insuficiente analisar a relação entre exportações e PIB por meio somente da cointegração, pois não há relação causal envolvida na equação de cointegração.

Os testes de causalidade de Granger realizados por López e Cruz (2000) reforçam a conclusão obtida por meio do teste de cointegração sobre a validade da lei de Thirlwall. As exportações causam, no sentido de Granger, o produto, resultado de acordo com o modelo de Thirlwall, que enfatiza o lado da demanda na determinação do produto.

Jayme Júnior (2003) obtém resultados diferentes utilizando um Vetor de Correção de Erros (VEC) para avaliar a relação de causalidade. Os resultados contrariam, pelo menos no curto prazo, a relação de causalidade entre exportações e PIB coerente com o modelo de Thirlwall. A explicação, segundo o autor, pode estar no efeito preço, uma vez que a política cambial foi aspecto importante da política macroeconômica seguida após a crise da dívida nos anos oitenta.

De um modo geral, apesar da controvérsia em torno do pressuposto de que a taxa de câmbio real permanece constante, os resultados obtidos, com técnicas distintas e para períodos diferentes de tempo, são favoráveis à lei de Thirlwall no Brasil. Este resultado confirma a importância da restrição externa ao crescimento econômico do país. A próxima seção enfatiza as mudanças estruturais na economia brasileira que contribuíram para a permanência da restrição externa ao crescimento na década de noventa.

### *3.2.2 Mudanças estruturais*

A aplicação da lei de Thirlwall à economia brasileira confirmou a predominância da restrição externa ao crescimento nos anos noventa. O objetivo nesta seção é verificar em que medida as mudanças estruturais promovidas ao longo da década contribuíram para aquele resultado. Duas modificações são investigadas: a internacionalização da estrutura produtiva caracterizada por uma expansão acentuada dos fluxos de investimento direto estrangeiro direcionados ao Brasil e a importância da reforma comercial, implementada com o intuito de liberalizar os mercados domésticos à concorrência estrangeira.

O processo de internacionalização da estrutura produtiva foi marcado por uma retomada do fluxo de investimento direto estrangeiro destinado à economia brasileira nos anos noventa (LAPLANE; SARTI, 1999). Nos primeiros anos do período, os fluxos mantêm praticamente o mesmo nível da década anterior. A entrada de IDE cresce acentuadamente na segunda metade da década, atingindo o ápice de US\$ 28,9 bilhões em 1998. A nítida trajetória de crescimento do IDE a partir de 1995 é apresentada no Gráfico 3.2.

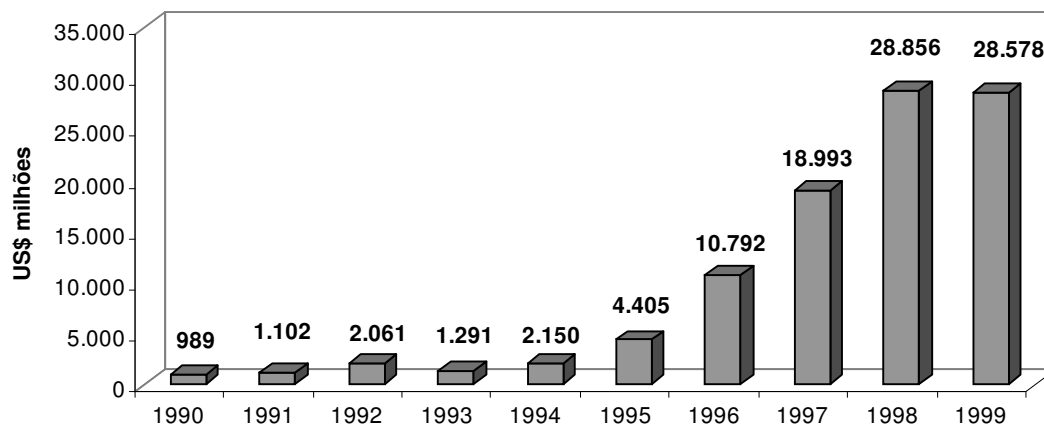


Gráfico 3.2 Investimento direto estrangeiro na economia brasileira, 1990-1999

Fonte: Banco Central do Brasil.

Seguindo a tendência manifestada nos países em desenvolvimento, as operações de fusões e aquisições (F&A) constituíram a forma predominante de IDE destinado à economia brasileira. Na verdade, a participação das operações de F&A no montante total de IDE ao Brasil supera a média registrada nos países em desenvolvimento. Este resultado decorre da presença do capital estrangeiro no processo de privatização de empresas públicas, promovido durante a década de noventa (IEDI, 2003).

O processo de privatização de empresas estatais brasileiras, especialmente nos setores de telecomunicações e geração e distribuição de energia elétrica, implicou uma mudança na distribuição setorial do fluxo crescente de IDE. Na primeira metade da década, a indústria responde pela maior parcela do estoque acumulado de investimentos estrangeiros. Entre 1996 e 2000, o setor de serviços absorve a maior parte do fluxo crescente de IDE (80%) (IEDI, 2003).

A expansão dos investimentos estrangeiros, impulsionada pelo processo de privatizações, aumentou o grau de desnacionalização da maioria dos setores (LACERDA, 2004). O comportamento de empresas com participação estrangeira adquire maior importância para o desempenho da economia e para o resultado comercial e em transações correntes do país.

A expansão dos fluxos de IDE a partir de meados da década contribui para a reestruturação industrial em curso desde a abertura comercial. A liberalização da economia acentuou a concorrência doméstica. A resposta das empresas foi promover um intenso ajuste para enfrentar a nova realidade (LACERDA, 2004).

As principais medidas do processo de liberalização comercial foram a redução de tarifas de importação e a eliminação de barreiras não-tarifárias. A tarifa nominal média de importação caiu de aproximadamente 40% em 1990 para 13% em 1995 (LACERDA, 2004). Em 1996 e 1997, a alíquota de importação foi elevada para 13,6% e 13,8%, respectivamente, com o intuito de conter a ampliação do déficit em conta corrente (AVERBUG, 1999).

A abertura comercial foi fundamental para o processo de reestruturação conduzido pelas empresas brasileiras, tanto pela concorrência exercida pelos produtos importados como pelo maior acesso a insumos e equipamentos provenientes do exterior. A heterogeneidade característica do movimento de reestruturação foi acentuada pelo amadurecimento dos investimentos de empresas multinacionais no país. A reestruturação produtiva resultou em aumento intenso e amplo da produtividade (CASTRO, 1998).

Moreira (1999) encontra correlação positiva e estatisticamente significativa entre o crescimento da produtividade do trabalho e a presença de empresas estrangeiras em 21 setores da indústria de transformação, cruzando dados do imposto de renda da pessoa jurídica com os dados das contas nacionais do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). Laplane e Sarti (1999) concordam que os investimentos recentes têm efeitos favoráveis sobre a eficiência das empresas industriais. O problema é que os resultados positivos no âmbito microeconômico não se refletem em benefícios para a economia em termos de crescimento e superávit comercial. Para fortalecer sua competitividade a indústria realiza operações como importar equipamentos e componentes, abandonar linhas de produção, reduzir o potencial de inovação doméstico, que enfraquecem a sua capacidade de obter crescimento e distribuição de renda (LAPLANE; SARTI, 1999). Para Castro (1999), a racionalidade microeconômica se reflete de modo desfavorável no plano agregado, em razão da deterioração externa e do aumento do desemprego. Embora a estrutura produtiva seja microeconomicamente mais eficiente, os resultados macroeconômicos são insatisfatórios (LAPLANE; SARTI, 2002).

A preponderância de operações de F&A na nova onda de investimentos explica porque a taxa de investimento da economia brasileira não acompanhou o crescimento do fluxo de IDE entrante no país. Para Laplane e Sarti (2002), este comportamento evidencia a pequena contribuição do IDE para o aumento da taxa de investimento na economia, pois parte considerável foi destinada à aquisição de ativos já existentes. Este tipo de operação, em contraposição à construção de novos ativos (*greenfield investment*), não pode ser contabilizado como investimento no sentido macroeconômico. A simples transferência patrimonial determinada pelo fluxo recente de IDE pode ter repercussões adversas sobre a conta corrente ao longo do tempo:



O problema principal está no fato de que um mesmo volume de ativos produtivos deverá gerar uma transferência de renda proporcionalmente maior para o exterior, uma vez que terá de remunerar um estoque relativamente maior de capital externo. Para um país que apresenta tradicionalmente dificuldades nas suas contas externas, isso recoloca a pressão sobre a base produtiva pela geração de um volume maior de divisas líquidas. (SOUZA, 2002, p. 65).

O crescimento expressivo do IDE foi acompanhado por uma deterioração acentuada do déficit em conta corrente. Enquanto o IDE subiu de US\$ 2,2 bilhões para US\$ 28,9 bilhões entre 1994 e 1998, o déficit em transações correntes cresceu de US\$ 1,8 bilhões para US\$ 33,4 bilhões no mesmo período. Em um primeiro momento o IDE não requer nenhum retorno imediato para o investidor. O seu impacto sobre a conta corrente é diluído ao longo do tempo mediante remessa de lucros e dividendos (LAPLANE; SARTI, 1997). Para o Brasil, que mantinha déficits na balança de serviços, a entrada de IDE comprometeria ainda o mais o desequilíbrio externo caso o país não conseguisse elevar sua capacidade de geração de divisas. Assim, o instrumento de benefício imediato associado à entrada de divisas aprofundaria a vulnerabilidade externa (SOUZA, 2002). O quadro adverso parece ter se confirmado, pois: “O IDE destinado ao Brasil concentrou-se basicamente em setores *non-tradeables*, fazendo com que do ponto de vista do impacto no Balanço de Pagamentos, essas atividades demandem remessas de lucros e dividendos, sem geração de receita adicional exportadora.” (LACERDA, 2004, p.91).

Assim, o fluxo recente de IDE teria prejudicado a capacidade de geração de divisas do Brasil por dois motivos. Primeiro, a preponderância das operações de F&A em detrimento da criação de novos ativos não elevou a taxa de investimento da economia. Segundo, a distribuição setorial do IDE, concentrada no setor de serviços, dificultou a obtenção direta de divisas por serem setores que atendem preponderantemente o mercado doméstico.

A avaliação dos impactos do fluxo recente de IDE requer ainda uma compreensão da sua contribuição para a deterioração do saldo comercial. Para Laplane e Sarti (1999), o processo de internacionalização da estrutura produtiva está presente também no comércio exterior. Em artigo anterior, Laplane e Sarti (1997) destacaram a participação ativa das empresas estrangeiras no processo de internacionalização produtiva. As empresas implementaram uma estratégia de especialização que, por um lado, trouxe aumentos de rentabilidade e maior competitividade, mediante ganhos de produtividade e reduções de custos operacionais e financeiros, mas, por outro lado, enfraqueceu os encadeamentos produtivos e tecnológicos, reduzindo a taxa de crescimento da indústria em relação aos

demais setores da economia e, principalmente, deteriorando o saldo da balança comercial (LAPLANE; SARTI, 1997).

Laplane e Sarti (1997) assumem a hipótese de que a estratégia de especialização adotada pelas empresas estrangeiras contribuiu para o aumento das importações totais e setoriais em razão da redução nos índices de nacionalização dos bens finais. A estratégia contempla a substituição de fornecedores locais por fornecedores estrangeiros que atuam mundialmente (*global sourcing*), a terceirização de algumas atividades produtivas e a importação de bens finais complementares às linhas de produto comercializadas.

Em relação às exportações, avalia-se que o maior esforço exportador realizado pelas grandes empresas, especialmente as estrangeiras, no período 1992/94, não representa uma mudança de orientação do mercado interno para o externo. Na verdade, o desempenho exportador parece estar inversamente relacionado ao movimento da demanda interna. Ainda que o aumento de competitividade decorrente da reestruturação produtiva tenha contribuído para melhorar a inserção internacional, minorando as perdas associadas à valorização cambial, a retração da demanda interna foi o fator decisivo. De modo contrário, no biênio 1995/96 as empresas estrangeiras diminuíram seu esforço exportador em resposta à recuperação da demanda interna promovida após a implementação do Plano Real (LAPLANE; SARTI, 1997).

A deterioração do saldo comercial pode ser atribuída à estratégia adotada por empresas nacionais e estrangeiras que em busca da eficiência elevaram suas importações de equipamentos, insumos e componentes sem contrapartida no desempenho das exportações. Portanto, a expansão do fluxo de IDE foi desfavorável, em um primeiro momento, ao saldo da balança comercial (LAPLANE; SARTI, 1997).

Estudos posteriores confirmam as principais conclusões obtidas por Laplane e Sarti (1997). IEDI (2002) analisa o comércio exterior de empresas estrangeiras e nacionais com base em uma amostra de 165 grandes empresas industriais (80 nacionais e 85 estrangeiras) com participação relevante na estrutura industrial brasileira nos anos de 1989, 1997 e 2000. A primeira conclusão extraída pelo estudo é que o envolvimento comercial das empresas estrangeiras cresceu mais acentuadamente entre 1989 e 1997. O problema é que as importações aumentaram muito mais do que as exportações. Novamente, o argumento usado para explicar o movimento das importações é o ajuste importador mais intenso das empresas estrangeiras. O estudo também reconhece que os ganhos de produtividade sustentaram as exportações daquele grupo de empresas. Embora o coeficiente de exportação das grandes

empresas estrangeiras tenha crescido entre 1989 e 1997 (de 13,1% para 15,1%), o coeficiente de importação aumentou de maneira mais acentuada (5,2% para 13,2%).

A composição da pauta de comércio revela ainda que enquanto as importações das grandes empresas estrangeiras concentraram-se em produtos de alta e média intensidade tecnológica, as exportações de *commodities* primárias ainda predominavam em relação aos produtos de maior conteúdo tecnológico. O IEDI (2002) conclui, com base no desempenho das exportações e importações, que a "globalização" brasileira foi assimétrica, no sentido de que as empresas estrangeiras implantadas no Brasil não se dedicaram às exportações de produtos adequados à atual etapa de industrialização, preferindo deslocar suas vendas para o mercado regional em detrimento de mercados de países desenvolvidos, mas ampliaram as importações de produtos de alta e média tecnologia, provenientes principalmente de países desenvolvidos.

Laplane e Sarti (2002) confirmam seus resultados anteriores com uma análise detalhada do comércio exterior das filiais brasileiras de empresas estrangeiras. A amostra contempla os fluxos de exportação e de importação das 500 maiores empresas privadas brasileiras em 1989, 1992, 1997 e 2000. Para efeito de comparação, o conjunto de empresas é dividido em nacionais e filiais estrangeiras. Embora os coeficientes de exportação e de importação das filiais estrangeiras sejam maiores que os coeficientes das empresas nacionais, as diferenças mais expressivas entre os dois grupos são encontradas nos coeficientes de importação. Os resultados confirmam que as empresas estrangeiras possuem maior propensão ao comércio com o exterior do que as empresas nacionais. Desse modo, ainda que exportem mais do que as empresas nacionais, as filiais estrangeiras contribuem pouco para o saldo comercial em razão da sua maior propensão a importar.

Laplane e Sarti (2002) testam ainda a existência de diferenças estatisticamente significativas entre os coeficientes de comércio de empresas nacionais e estrangeiras para um conjunto de empresas em que foi possível isolar o efeito da propriedade do capital do tamanho e de aspectos setoriais. Enquanto não há diferença estatisticamente significativa entre os coeficientes de exportação, as filiais estrangeiras apresentam um coeficiente de importação estatisticamente superior ao das empresas nacionais do mesmo porte e setor para os anos de 1997 e 2000.

A conclusão de Laplane e Sarti (2002) é de que o processo de internacionalização da estrutura produtiva brasileira contrasta com a experiência do México e de países da Ásia. Enquanto nestes países o processo foi orientado para o exterior, por meio de investimentos das empresas nacionais ou exportação da produção doméstica, no Brasil o foco da

internacionalização foi o mercado doméstico. Por essa razão, o processo é denominado pelos autores de internacionalização do mercado doméstico.

Negri e Laplane (2003) também investigam quanto a origem do capital influencia os fluxos de comércio por meio de equações de exportação e importação estimadas por meio de dados em painel. Mais uma vez, os resultados indicam que a origem do capital da firma repercute mais sobre suas importações do que sobre suas exportações. Com base nesse resultado, os autores afirmam que o aumento das importações é a única mudança relevante de curto prazo trazida pela desnacionalização.

Por terem maior acesso aos mercados externos, as empresas estrangeiras reagem mais intensamente aos sinais macroeconômicos, especialmente aqueles associados à taxa de câmbio. Por esse motivo, suas importações cresceram mais acentuadamente do que suas exportações no período de forte valorização cambial posterior à implantação do Plano Real, contribuindo para a deterioração do saldo comercial (NEGRI; LAPLANE, 2003).

Com base no Censo de Capitais Estrangeiros de 2000, o IEDI (2003) avalia o impacto do fluxo de IDE, na segunda metade da década noventa, sobre o desempenho comercial das empresas estrangeiras, verificando os setores que absorveram a maior parte desses investimentos. As empresas estrangeiras foram divididas em quatro grupos de acordo com suas propensões a exportar e importar. O primeiro grupo de setores de exportação-superávit possui propensão a exportar acima da média e propensão a importar abaixo da média. Os setores com propensão a exportar abaixo da média e propensão a importar acima da média constituem o grupo de setores deficitários. O terceiro grupo apresenta tanto propensão a exportar quanto a importar abaixo da média e, por essa razão, abrange setores de baixo comércio. O último grupo de setores de elevado comércio é o oposto do anterior, pois possui propensões a exportar e a importar acima da média.

A maior parte (60,2%) do IDE absorvido entre 1996 e 2001 foi destinada aos setores de baixo comércio. Esse grupo abrange predominantemente setores de serviços que receberam um fluxo expressivo de IDE na segunda metade da década de noventa. A segunda maior participação no IDE acumulado durante o mesmo período é dos setores deficitários, com 26,2% do total. Aos setores de exportação-superávit e de elevado comércio foram destinados 6,9% e 6,5% do fluxo total de IDE. Os resultados mostram que a maior parte dos investimentos estrangeiros foi destinada a setores com baixo efeito direto positivo sobre o saldo comercial. Além disso, parte expressiva do fluxo total de IDE foi deslocada para setores deficitários na balança comercial. Os setores que apresentam saldos comerciais positivos receberam uma parcela menor dos investimentos estrangeiros, assim como setores com maior

envolvimento comercial. A conclusão do IEDI (2003) evidencia os resultados negativos do fluxo recente de IDE sobre a balança comercial:

A principal conclusão das informações analisadas no item anterior foi que a composição setorial do ciclo recente de investimentos estrangeiros na economia brasileira não favoreceu a melhora nos resultados da balança comercial. Pelo contrário, em sua maioria, os fluxos foram direcionados a setores que contribuíram para a geração de déficits comerciais. (IEDI, 2003, p.35).

Portanto, os estudos mostram que, além do aumento da remessa de lucros e dividendos, o fluxo crescente de IDE registrado no final da década de noventa contribuiu também para a deterioração do saldo comercial. O IEDI (2003) avalia o impacto do recente ciclo de IDE sobre o déficit em transações correntes com base em dados de empresas estrangeiras reunidos nos Censos de Capitais Estrangeiros realizados em 1995 e 2000. As empresas estrangeiras são sub-divididas em empresas com participação estrangeira majoritária e minoritária. Os itens da conta corrente contemplados pelo IEDI (2003) são a balança comercial, lucros e dividendos, juros e *royalties*, que constituem quase 80% do saldo em transações correntes registrado nos dois censos. Para os demais itens não há dados desagregados para empresas estrangeiras.

O estudo aponta que o déficit em transações correntes das empresas com participação estrangeira aumentou de US\$ 3,3 bilhões em 1995 para US\$ 10,9 bilhões em 2000. A ampliação do déficit foi determinada principalmente pelas despesas com juros da dívida externa e *royalties*. Em 1995, as empresas com participação estrangeira eram responsáveis por 17,9% do déficit em conta corrente. A participação subiu para 45% em 2000. O comportamento das empresas com participação estrangeira majoritária<sup>50</sup> foi o principal determinante do desequilíbrio externo provocado pelas empresas com participação estrangeira.

A conclusão do IEDI (2003) é que o fluxo recente de IDE contribuiu para a deterioração das contas externas brasileiras principalmente em função do modo como as empresas com participação estrangeira majoritária financiaram seus investimentos e pela distribuição setorial dos investimentos.

A elevação do déficit em conta corrente ampliou o passivo externo líquido (PEL) da economia brasileira. Batista Júnior (2001) estima que o PEL passou de US\$ 149,5 bilhões em 1994 para US\$ 252,6 bilhões em 1997. A ampliação do PEL durante o período de expansão recente do IDE agrava ainda mais o déficit em conta corrente na medida em que aumenta o

---

<sup>50</sup> São as empresas em que os não-residentes participam do capital social com mais de 50% do capital votante.

fluxo de remessas de lucros e dividendos, sem contrapartida de novos investimentos (LAPLANE; SARTI, 2002). O crescimento do PEL a taxas superiores à expansão das exportações levou a uma deterioração das condições de solvência do país (SOUZA, 2002). O aumento do passivo externo impõe o problema da restrição externa sobre o desempenho futuro da economia (LACERDA, 2004).

Laplane e Sarti (1997) atribuem a restrição externa ao crescimento aos resultados assimétricos da internacionalização produtiva dos anos 90 que determinou uma expansão das importações acima do avanço das exportações. A diferença de crescimento deve-se a uma elasticidade renda da demanda por importações muito acima da elasticidade renda da demanda por exportações. Os autores acreditam que a superação da restrição externa é dificultada pela ausência de um núcleo de geração e difusão de inovações benéfico aos setores industriais mais dinâmicos. Por este motivo, consideram o déficit comercial do Brasil estrutural. Em estudo posterior, Laplane e Sarti (2002) ratificam que as mudanças decorrentes da internacionalização produtiva da economia brasileira agravaram a restrição externa.

Castro (1998) avalia que os ganhos de produtividade não foram suficientes para aliviar a restrição macroeconômica externa. O autor enfatiza a relação entre a conta corrente e o crescimento da economia:

No caso do déficit de transações correntes, o próprio crescimento da economia, seja qual for a sua origem, tende a agravar o problema. Aliás, se a magnitude do déficit (já) estiver sendo percebida como crítica - como parece ser o caso na atualidade - o crescimento torna-se praticamente impossível. (CASTRO, 1998, p.156)

Em outro artigo, Castro (1999) reconhece que mesmo diante de um crescimento medíocre o déficit em conta corrente foi ampliado. No entanto, a tentativa de retomar o crescimento em 1997 deteriorou ainda mais o déficit externo. Estes fatos evidenciam um novo regime de *stop and go*<sup>51</sup>.

Os estudos analisados indicam que a abertura comercial promovida desde o final dos anos oitenta e a entrada expressiva de IDE a partir de meados da década de noventa ampliaram a internacionalização da indústria brasileira. As mudanças em curso foram fundamentais para a reestruturação produtiva, que trouxe ganhos inegáveis de produtividade. No entanto, a estratégia adotada pelas empresas trouxe consigo um aumento expressivo de importações, que se tornou crítico para o saldo da balança comercial diante da valorização cambial adotada na implementação do Plano Real. A retomada dos fluxos de IDE aumentou a desnacionalização das empresas brasileiras, especialmente no setor de serviços, e contribuiu

---

<sup>51</sup> Dificuldade de sustentar o processo de retomada do crescimento.

para a deterioração das contas externas por dois motivos. Primeiro, os investimentos externos ampliam a remessa de lucros e dividendos remetidos ao exterior, agravando o déficit na balança de serviços. Segundo, a distribuição setorial do IDE, concentrada em setores que não contribuem para a geração de divisas, e o desempenho comercial das empresas com participação estrangeira contribuíram para a ampliação do déficit comercial. A conclusão é que as mudanças estruturais agravaram a restrição externa ao crescimento, resultado de acordo com a evidência obtida pela aplicação do modelo de crescimento com restrição de balanço de pagamentos.

### 3.3 Apreciação crítica das teorias de conta corrente do *mainstream* e alternativas

As duas primeiras partes deste capítulo enfatizaram os resultados de estudos tanto do *mainstream* como alternativos aplicados à economia brasileira. O objetivo é complementar as evidências anteriores com indicadores relacionados às teorias de conta corrente de cada matriz teórica. Antes, porém, apresenta-se um panorama geral da evolução da conta corrente do Brasil nos anos noventa.

#### 3.3.1 A conta corrente do Brasil nos anos noventa

O saldo em transações correntes do Brasil apresenta dois momentos distintos ao longo da década de noventa. Entre 1990 e 1992, a melhora da balança comercial e a redução do déficit na balança de serviços contribuem para reverter o déficit de US\$ 3,8 bilhões para um superávit de US\$ 6,1 bilhões. No ano seguinte, o saldo volta a ser negativo e a partir de 1995 o déficit cresce acentuadamente. Como mostra a Tabela 3.1, entre 1993 e 1998, o déficit em transações correntes aumenta de US\$ 676 milhões para US\$ 33,4 bilhões. No último ano da década, o saldo volta a crescer, mas ainda se mantém fortemente negativo.

Tabela 3.1 Transações correntes do Brasil, 1990 a 1999 (US\$ milhões)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
<b>TRANSAÇÕES CORRENTES</b>	-3784	-1407	6109	-676	-1811	-18384	-23502	-30452	-33416	-25335
<b>Balança comercial (FOB)</b>	10752	10580	15239	13299	10466	-3466	-5599	-6753	-6575	-1199
Exportação de bens	31414	31620	35793	38555	43545	46506	47747	52994	51140	48011
Importação de bens	-20661	-21040	-20554	-25256	-33079	-49972	-53346	-59747	-57714	-49210
<b>Serviços</b>	-15369	-13543	-11336	-15577	-14692	-18541	-20350	-25522	-28299	-25825
Juros <sup>(a)</sup>	-9748	-8621	-7253	-8280	-6337	-7946	-8778	-9483	-11437	-14876
Lucros e dividendos	-1864	-1030	-748	-1930	-2566	-2951	-2830	-5443	-6855	-4115
Transportes	-1644	-1656	-1359	-2091	-2441	-3011	-2717	-3162	-3261	-3071
Viagens internacionais	-90	-237	-337	-795	-1181	-2420	-3598	-4377	-4146	-1457
Royalties e licenças	-75	-50	-53	-86	-220	-497	-753	-848	-1329	-1150
Outros itens	-1948	-1949	-1587	-2395	-1947	-1715	-1672	-2210	-1271	-1157
<b>Transferências unilaterais</b>	833	1555	2206	1602	2414	3622	2446	1823	1458	1689

Fonte: Banco Central do Brasil

(a) Inclui juros sobre investimento direto (empréstimo intercompanhia), investimento em carteira (títulos de renda fixa) e outros investimentos.

O capítulo anterior mostrou que o comportamento da conta corrente nos países latino-americanos ao longo da década de noventa esteve diretamente ligado à deterioração do saldo da balança comercial desses países. No caso brasileiro, nota-se que a reversão do saldo da balança comercial foi o principal determinante da ampliação do déficit em transações correntes entre 1994 e 1995. No entanto, nos três anos seguintes, o déficit comercial explica somente 1/5 da deterioração do saldo em conta corrente. O Gráfico 3.3 mostra que a trajetória da conta corrente seguiu praticamente o mesmo caminho trilhado pela balança comercial até 1995. A partir daí, o déficit em conta corrente cresce mais acentuadamente que o déficit comercial.

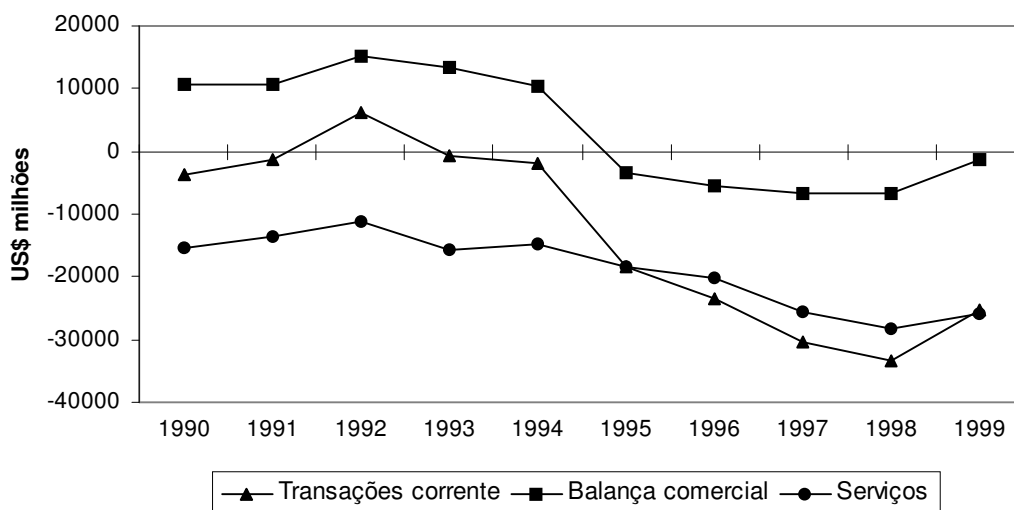


Gráfico 3.3 Balança Comercial e Saldo em Conta Corrente

Fonte: Banco Central do Brasil.

A deterioração do saldo da balança comercial na segunda metade da década decorre principalmente da expansão das importações. Enquanto as exportações cresceram a uma taxa média de 6,8% entre 1994 e 1997, no mesmo período a taxa de crescimento anual das importações foi de 21,8%. De acordo com o IEDI (2000), três fatores contribuíram para o aumento das importações além do determinante propriamente microeconômico: sobrevalorização cambial, preços em queda e menores tarifas de importação. Pelo lado das exportações, o único fator favorável foram os preços externos em ascensão. Em 1998, tanto as exportações como as importações foram reduzidas. Pinheiro, Giambiagi e Gostkorzewicz (1999) atribuem a queda das exportações à crise financeira asiática, à queda das cotações das principais *commodities* no mercado internacional e ao desaquecimento da economia mundial.



O desaquecimento da economia doméstica é responsabilizado por parte da redução das importações.

Embora o déficit comercial tenha contribuído, o principal determinante para a deterioração do saldo em transações correntes na segunda metade da década de noventa foi a ampliação do déficit em serviços, que praticamente dobrou entre 1994 e 1998. Em 1999, o déficit em conta corrente deve-se quase que integralmente ao saldo em serviços. Este resultado deve-se principalmente a um déficit mais acentuado nos seguintes itens: juros, lucros e dividendos e viagens internacionais. O pagamento de juros foi o item que mais contribuiu para a ampliação do déficit em conta corrente. O desembolso com juros cresceu 135% entre 1994 e 1999, representando quase 60% do déficit total em serviços no último ano da década. O aumento é atribuído à expansão da dívida externa e, em 1999, ao acréscimo nas taxas de juros para empréstimos ao Brasil (IEDI, 2000).

Gonçalves (1999a) destaca que o Brasil possui um grau de endividamento elevado. A avaliação é confirmada com base no comportamento dos indicadores de endividamento. Entre 1995 e 1999, a dívida externa registrada total cresceu de US\$ 129 bilhões para US\$ 226 bilhões, o que significa um crescimento de 15% ao ano. No mesmo período, a razão entre a dívida externa e o PIB cresceu de 18,3% para 42%. Em relação às exportações, a participação da dívida subiu de 278% para 470%. O endividamento apresenta números ainda mais expressivos ao se analisar a dívida total líquida<sup>52</sup>, em razão da perda de reservas internacionais registrada nos anos de 1998 e 1999. A dívida total líquida apresenta um crescimento de 180% entre 1995 e 1998. Nesses três anos, a sua participação relativa no PIB aumentou de 8,8% para 32,5%. No que se refere às exportações, a participação da dívida líquida passou de 134% para 363%<sup>53</sup>.

A conta de lucros e dividendos também apresenta uma deterioração acentuada, especialmente até o ano de 1998, quando atinge um déficit de US\$ 6,9 bilhões. Laplane e Sarti (1999) reconhecem outros fatores que contribuíram para o aumento das remessas de lucros além da expansão do fluxo de IDE, embora este tenha sido o principal. Primeiro, a elevada taxa de rentabilidade no mercado interno. Segundo, as medidas de desregulamentação na área, como a Lei nº 9249/95 e a Medida Provisória nº 1602, que isentam as remessas de lucros e dividendos do imposto de 15% desde 1996. Terceiro, questões contábeis dos balanços das empresas. A Receita Federal permitiu que as empresas remunerassem seus acionistas com

---

<sup>52</sup> A dívida total líquida corresponde à dívida total menos as reservas internacionais, os créditos brasileiros no exterior e os haveres de bancos comerciais.

<sup>53</sup> Dados disponíveis em Banco Central do Brasil (1999, 2002).

juros sobre o capital próprio como forma de compensá-las pela redução contábil do lucro após o fim da correção monetária integral<sup>54</sup>.

Portanto, a breve análise do saldo em transações correntes e dos seus principais componentes durante a década de noventa revela que o déficit da balança comercial e, principalmente, o déficit em serviços contribuiu para o agravamento do déficit em conta corrente. Uma análise mais detalhada revela ainda que a expansão acentuada das importações, do pagamento de juros, das remessas de lucros e dividendos e dos gastos com viagens internacionais foram os principais responsáveis pelo déficit crescente em transações correntes.

Com base no panorama recente da conta corrente, as próximas seções dedicam-se à avaliação das teorias de conta corrente do *mainstream* e alternativas com base em alguns indicadores selecionados.

### 3.3.2 Avaliação das teorias de conta corrente do *mainstream*

Os testes baseados na aritmética de solvência intertemporal adotados pelo *mainstream* para julgar a sustentabilidade da conta corrente apresentam resultados similares no Brasil. Rocha e Bender (2000) e Jayme Júnior (2001b) avaliam que a trajetória da conta corrente é insustentável.

Adotando um outro critério, baseado no equilíbrio do estoque de ativos, Calderón, Loayza e Servén (1999) chegam a um resultado diferente. A posição de ativos externos líquida, cuja variação é determinada pelo saldo em conta corrente, é considerada sustentável no período mais recente que se estende até 1997. Edwards (2001) propõe um modelo de sustentabilidade da conta corrente baseado em uma teoria de alocação de *portfolio* que indica a insustentabilidade da posição em conta corrente do Brasil na segunda metade da década.

Senna e Issler (2000) obtêm uma série ótima para a conta corrente usando a abordagem intertemporal estatisticamente igual à trajetória efetivamente observada da conta corrente. Ainda assim, o modelo intertemporal da conta corrente é rejeitado para o Brasil, pois nem todas as suas proposições testáveis foram confirmadas.

O objetivo nesta seção é complementar os resultados anteriores com alguns indicadores para avaliar a adequação da teoria de conta corrente do *mainstream* ao comportamento da conta corrente do Brasil nos anos noventa. Os indicadores foram definidos

---

<sup>54</sup> Laplane e Sarti (1999) reconhecem ainda outro fator de aumento das remessas de lucros e dividendos, que se refere à forma como as empresas estrangeiras financiaram a aquisição de empresas estatais durante o processo de privatização. A expectativa de elevada rentabilidade e as menores taxas de juros impulsionaram a tomada de recursos no exterior. Posteriormente, o endividamento requer a remessa de recursos ao exterior. No entanto, embora os encargos de empréstimos intercompanhias representem uma saída de divisas do país, são contabilizados na conta de juros e não como remessa de lucros.

pela relevância atribuída em estudos do *mainstream* que tratam da conta corrente. As análises aplicadas aos países em desenvolvimento servem de referência para julgar os resultados obtidos para o Brasil. Três questões principais serão investigadas. Primeiro, o modelo intertemporal para a conta corrente é desenvolvido a partir da decisão de consumo de um agente representativo. Os motivos propostos pela teoria para tomada de decisão do agente representativo devem ser contrapostos à realidade da economia brasileira para verificar a adequação do modelo.

O segundo ponto refere-se a adequação da teoria de consumo renda permanente à realidade brasileira. A proposição de que o consumo é determinado pela renda permanente obtida pelo agente representativo ao longo da vida em detrimento da renda corrente sustenta o modelo *consumption smoothing*. Em sua versão estocástica, a abordagem intertemporal para a conta corrente deriva o resultado de Hall (1978) de que o consumo segue um passeio aleatório. A partir deste resultado é que se define uma trajetória para o consumo correspondente ao valor esperado da função consumo renda permanente. Portanto, a questão consiste em avaliar se a série do consumo no Brasil segue um passeio aleatório.

A terceira questão analisada é a Doutrina Lawson, que recomenda preocupação com déficits externos associados a déficits públicos. O procedimento consiste em avaliar a contribuição do setor público para a deterioração do déficit em conta corrente.

O modelo intertemporal de consumo baseado na decisão do agente representativo adotado por Calvo, Leiderman e Reinhart (1996) para modelar os influxos de capitais destinados aos países em desenvolvimento nos anos noventa é avaliado para o Brasil por Cinquetti (2000). Para Calvo, Leiderman e Reinhart (1996), o *boom* de consumo registrado nos países da América Latina está associado à decisão do agente representativo de elevar o consumo presente motivado pelas menores taxas de juros internacionais e pela desconfiança em relação ao programa de estabilização baseado na taxa de câmbio. O resultado é o maior consumo, ampliação do déficit em conta corrente e apreciação cambial.

Cinquetti (2000) considera que a análise não se sustenta no caso brasileiro. Em primeiro lugar, a expansão pós-implantação do Plano Real não pode ser entendida como um *boom* de consumo. Na verdade, o comportamento do consumo refletiu o colapso do *boom* de investimento, interrompido ainda nos primeiros meses de 1995. Por essa razão, o modelo proposto por Calvo, Leiderman e Reinhart (1996) é considerado sem propósito no caso brasileiro. Além disso, ao contrário do que sugere o modelo, a confiança dos consumidores era mais alta no início do plano. Os outros fatores propostos pelo modelo para explicar o boom de consumo são ignorados diante da elevação acentuada da taxa de juros doméstica

durante aquele período. Enfim, a análise de Cinquetti (2000) fornece indícios suficientes para a rejeição do modelo de consumo intertemporal baseado na decisão do agente representativo. Deste modo, um dos aspectos cruciais da abordagem intertemporal não pode ser aceito para a economia brasileira.

A definição da conta corrente na versão estocástica da abordagem intertemporal foi obtida a partir da versão valor esperado da função consumo renda permanente. A determinação da trajetória para o consumo seguiu o resultado encontrado por Hall (1978) de que o consumo segue um passeio aleatório. Gomes (2004) avalia a teoria de consumo renda permanente para o Brasil no período de 1947 a 1999 verificando se o consumo segue um passeio aleatório. O método consiste em investigar se além de uma tendência estocástica, que é sempre um passeio aleatório, o consumo também apresenta uma parte cíclica estacionária, que é incompatível com a teoria de renda permanente. A confirmação da presença de um componente cíclico no consumo leva à rejeição da teoria de consumo renda permanente. Na tentativa de incorporar o componente cíclico do consumo ao modelo, Gomes (2004) adiciona preferências que exibem formação de hábito. No entanto, o resultado indica que a regra simples de consumir de acordo com a renda corrente é mais adequada à economia brasileira do que a versão modificada do modelo. Enfim, a evidência empírica é contrária à teoria de consumo renda permanente para o Brasil.

Por fim, volta-se à análise a questão dos déficits gêmeos. A nova visão sobre a conta corrente, manifestada através da Doutrina Lawson, recomenda preocupação com os déficits em transações correntes somente se estes forem originados por desequilíbrios nas contas públicas. A questão é avaliar em que medida a deterioração do saldo em conta corrente a partir de 1994 está associada a decisões do setor privado de ampliação do investimento doméstico e redução da poupança privada ou ao déficit público.

A amostra contempla dados anuais do Sistema de Contas Nacionais do IBGE de poupança nacional bruta e formação bruta de capital entre 1995 e 1999, desagregados em setor público e setor privado. Em razão da ausência de dados de poupança e investimento discriminados por participação do setor público e do setor privado, não foi possível iniciar a série antes de 1995. Os dados são apresentados na Tabela 3.2.

*Tabela 3.2* Poupança Nacional Bruta e Formação Bruta de Capital – 1995 a 1999 (em R\$ milhões)

	<b>1995</b>	<b>1996</b>	<b>1997</b>	<b>1998</b>	<b>1999</b>
<b>Poupança nacional bruta</b>	125800	138426	151116	153569	150238
Setor privado	144937	146298	164727	189641	207026
Setor público	-19137	-7873	-13610	-36072	-56788

<b>Formação bruta de capital</b>	144027	162953	187187	193056	196336
Setor privado	113356	127084	148101	152970	166957
Setor público	30671	35870	39086	40086	29379

Fonte: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE).

O primeiro resultado que pode ser extraído da tabela é que tanto a poupança nacional quanto o investimento doméstico aumentaram no período. No entanto, a expansão do investimento foi mais acentuada do que a da poupança (36% contra 19%), contribuindo para a deterioração do saldo em conta corrente. Do ponto de vista da Doutrina Lawson, o déficit externo associado ao aumento do investimento é aceito, ainda mais se considerarmos que o acréscimo foi decorrente de decisões do setor privado, que ampliou seu investimento em 47%, enquanto o setor público reduziu seus investimentos em 4%. No entanto, a avaliação da poupança revela uma situação crítica sob a nova visão da conta corrente. O sinal negativo da poupança do setor público indica que suas contas foram deficitárias durante todo o período. Entre 1995 e 1999, enquanto a poupança do setor privado cresceu 43%, o déficit público quase triplicou, determinando assim o resultado negativo em transações correntes. Portanto, de acordo com a Doutrina Lawson, a deterioração do saldo em conta corrente do Brasil na segunda metade da década era preocupante pois estava associada ao desequilíbrio das contas públicas. Tendo em vista os acontecimentos desencadeados no início de 1999, a Doutrina Lawson tinha fundamento.

A Carta da Sobeet (2002) reconhece que o desequilíbrio nas contas públicas levou à captação de recursos externos pelo setor privado. A Tabela 3.2 revela que a poupança nacional do setor privado foi suficiente para cobrir os seus gastos com investimento durante a segunda metade da década de noventa. No entanto, como parte da poupança privada foi destinada ao financiamento do déficit público, o setor privado teve de captar recursos no exterior, ampliando o déficit em transações correntes. Os dados de dívida externa mostram que a participação do setor público na dívida externa registrada caiu de 79,3% em 1994 para 47,2% em 1998<sup>55</sup>.

Finalmente, deve-se ressaltar o problema de causalidade entre déficits públicos e déficits comerciais. A teoria do *mainstream*, manifestada na Doutrina Lawson, enfatiza que o déficit público é que implica em déficit em conta corrente. Fonseca Neto e Teixeira (2004) assumem a hipótese de que o financiamento do déficit comercial requer a manutenção de um determinado patamar mínimo de taxas de juros. A sustentação de um nível elevado de taxas de juros eleva os custos financeiros da dívida pública e, conseqüentemente, o déficit

<sup>55</sup> Cálculos feitos com dados do Banco Central do Brasil (1995, 1999).

orçamentário nominal. Enfim, os autores estão propondo que o sentido de causalidade é o contrário do previsto pela Doutrina Lawson. A hipótese sobre os déficits gêmeos é testada usando dados trimestrais para o Brasil de 1991 e 2003. A evidência confirma que a causalidade predominante é no sentido dos déficits comerciais para os déficits orçamentários. A Carta da Sobeet (2002) também admite que a utilização da taxa de juros para o equilíbrio do balanço de pagamentos aumentou o déficit público nominal e incentivou a captação de recursos do setor privado no sistema financeiro internacional. Portanto, embora os déficits externos estejam associados a déficits públicos na segunda metade da década de noventa, conforme predição da Doutrina Lawson, a relação de causalidade constatada na economia brasileira é contrária ao previsto pela teoria do *mainstream*.

A avaliação dos indicadores selecionados adicionada aos resultados obtidos por Senna e Issler (2000) parecem desfavoráveis à validade da teoria de conta corrente do *mainstream* para o Brasil. Primeiro, a hipótese do agente representativo não se sustenta para o caso brasileiro. Segundo, a teoria de consumo renda permanente é rejeitada para o Brasil. Em relação à Doutrina Lawson, mesmo confirmando a associação entre déficits em conta corrente e déficits públicos, a evidência contradiz a relação de causalidade prevista pelo *mainstream*.

### 3.3.3 Avaliação dos indicadores selecionados para as teorias de conta corrente alternativas

As teorias de conta corrente alternativas apresentadas no segundo capítulo podem ser sub-divididas em dois grandes blocos: a teoria pós-keynesiana de crescimento com restrição de balanço de pagamentos e uma abordagem que enfatiza as mudanças estruturais promovidas na década de noventa. Os resultados empíricos obtidos na aplicação da teoria pós-keynesiana já foram mostrados anteriormente. Embora o resultado para o pressuposto de PPC não tenha sido conclusivo, de modo geral, as evidências foram favoráveis à validade da lei de Thirlwall. O objetivo nessa seção é avaliar em que medida as mudanças estruturais atuaram no sentido proposto pela teoria. Três questões principais são analisadas. A primeira consiste em avaliar se a liberalização deteriorou a relação entre comércio e crescimento conforme sugerido pela UNCTAD (1999a). Uma outra questão refere-se ao impacto do IDE sobre o déficit em conta corrente. A esse respeito faz-se somente uma breve menção, pois as evidências fornecidas pelos diversos estudos aqui relatados são consensuais e, por conseguinte, são consideradas suficientes. O consenso é que, a despeito de propiciar um alívio imediato de divisas para o financiamento do balanço de pagamentos, a entrada acentuada de IDE gerou um fluxo de remessas de lucros e dividendos, agravando o déficit de serviços, e contribuiu para a deterioração do saldo comercial, em razão das estratégias

adotadas pelas empresas transnacionais e pela destinação setorial dos investimentos. Os dois efeitos acentuaram o déficit em transações correntes. Por último, investiga-se se as mudanças estruturais processadas ao longo da década de noventa contribuíram para uma melhora qualitativa das exportações brasileiras, que é o principal foco de recomendações políticas das teorias alternativas. Aplica-se o exercício proposto pela UNCTAD (2002) de avaliar a estrutura de exportações do Brasil por categoria de produtos de acordo com a intensidade de fatores.

O exercício realizado para avaliar o impacto da liberalização segue o procedimento adotado pela UNCTAD (1999a) para dezesseis países em desenvolvimento entre 1970 e 1995. O modelo estima a razão entre saldo comercial e PIB (BC/PIB), tendo como variáveis independentes a taxa de crescimento do país (CRESC), o poder de compra das exportações (PCX) e a taxa de crescimento de países industriais (OCDE). O efeito da liberalização é captado através de uma *dummy* de intercepto introduzida no primeiro trimestre de 1990<sup>56</sup>. A amostra contempla dados trimestrais para o período de 1980 a 1999, perfazendo um total de 80 observações.

Para o cálculo da razão entre saldo comercial e PIB utilizam-se dados de balança comercial das séries temporais do Banco Central do Brasil e de PIB a preços de mercado em reais, disponíveis no IPEA. Para converter o PIB em reais para dólares adota-se a taxa de câmbio comercial média trimestral. A taxa de crescimento do PIB do Brasil é medida por um índice encadeado do PIB a preços de mercado com base igual à média de 1990. O poder de compra das exportações é definido na UNCTAD (2001) como o índice de valor das exportações deflacionado pelo índice de valor unitário das importações. O índice de valor das exportações é calculado a partir dos dados trimestrais de exportação do Banco Central do Brasil com base correspondente à média de 1996. O índice de preço das importações foi obtido na Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior (FUNCEX). Para a taxa de crescimento dos países industriais adota-se o índice de crescimento trimestral dos países da OCDE<sup>57</sup>. O resultado da estimação por mínimos quadrados ordinários (MQO) é apresentado na Tabela 3.3.

Tabela 3.3 Estimação do modelo com *dummy* de intercepto por mínimos quadrados ordinários

Variável	Coefficiente	Desvio-padrão	Estatística t
Intercepto	1,520	4,620	0,329

<sup>56</sup> A própria UNCTAD (1999a) sugere o ano de 1990 como o marco da liberalização comercial no Brasil.

<sup>57</sup> O índice cobre todos os países da OCDE exclusive República Tcheca, Hungria, Coréia, Polônia e Eslováquia.

CRESC	-0,161	0,069	-2,326
PCX	-0,005	0,028	-0,179
OCDE	0,200	0,084	2,374
LIB	-3,767	1,233	-3,056
R <sup>2</sup>	0,230		

Fonte: Elaboração própria com estimativas fornecidas pelo EasyReg

A hipótese de que todos os coeficientes da regressão são nulos é rejeitada ao nível de 5% de significância. No entanto, o teste de Durbin Watson indica a presença de autocorrelação positiva. A presença de autocorrelação implica que os estimadores de MQO não possuem a menor variância, ou seja, deixam de ser eficientes, embora continuem não-viesados e consistentes (GUJARATI, 2000). Para resolver o problema, estima-se o modelo por máxima verossimilhança especificando a autocorrelação dos erros com um componente sazonal. A Tabela 3.4 apresenta o resultado da estimação.

O teste de Box-Pierce confirma a ausência de autocorrelação, pois o termo de erro é ruído branco. Todos os coeficientes apresentam o sinal sugerido pela UNCTAD (1999a). No entanto, somente os coeficientes referentes ao crescimento doméstico e ao poder de compra das exportações são significantes ao nível de 5% de significância. O crescimento do país contribui para a redução do saldo comercial, enquanto o poder de compra das exportações possui o efeito oposto. A estimação confirma o efeito adverso da liberalização sobre o saldo comercial, mas o coeficiente é estatisticamente insignificante.

Tabela 3.4 Estimação do modelo com *dummy* de intercepto por máxima verossimilhança

Variável	Coefficiente	Desvio-padrão	Estatística t
Intercepto	-0,965	6,893	-0,140
CRESC	-0,133	0,039	-3,392
PCX	0,112	0,020	5,633
OCDE	0,081	0,093	0,870
LIB	-1,616	1,203	-1,343
R <sup>2</sup>	0,818		

Fonte: Elaboração própria com estimativas do EasyReg

A UNCTAD (1999a) avalia que um tratamento mais satisfatório dos efeitos da liberalização deve levar em consideração as mudanças estruturais da economia. O argumento é que o impacto da taxa de crescimento ou dos termos de troca pode ser diferente em uma economia mais aberta. Para incorporar tais aspectos ao modelo, trata-se a liberalização (LIB)



como uma *dummy* de declividade para as variáveis explicativas. Desse modo, três variáveis são adicionadas ao modelo: LIBCRESC, LIBPCX e LIBOCDE, referentes à interação da liberalização com o crescimento doméstico, o poder de compra das exportações e o crescimento nos países industriais, respectivamente. Para se avaliar o impacto de cada variável após a liberalização deve-se somar os coeficientes individual e de interação. Antes da liberalização, o coeficiente de interação é zero. Os coeficientes estimados e as respectivas estatísticas t são apresentados na Tabela 3.5.

Tabela 3.5 Estimação do modelo com *dummies* de declividade por mínimos quadrados ordinários

Variável	Coefficiente	Desvio-padrão	Estatística t
Intercepto	8,550	3,438	2,487
CRESC	-0,213	0,059	-3,627
PCX	0,299	0,038	7,816
OCDE	0,001	0,083	0,012
LIBxCRESC	0,058	0,095	0,610
LIBxPCX	-0,319	0,036	-8,788
LIBxOCDE	0,106	0,096	1,105
R2	0,666		

Fonte: Elaboração própria com estimativas do EasyReg

A hipótese de que os que todos os coeficientes são iguais a zero é rejeitada ao nível de 5% de significância. Novamente, há indício de autocorrelação positiva de acordo com o teste de Durbin-Watson. Com o intuito de corrigir o problema, estima-se o modelo por máxima verossimilhança especificando a autocorrelação dos erros com componente sazonal. Procedendo desse modo, chega-se ao resultado apresentado na Tabela 3.6.

Tabela 3.6 Estimação do modelo com *dummies* de declividade por máxima verossimilhança

Variável	Coefficiente	Desvio-padrão	Estatística t
Intercepto	2,186	7,436	0,294
CRESC	-0,085	0,044	-1,911
PCX	0,202	0,027	7,604
OCDE	-0,052	0,103	-0,506
LIBxCRESC	-0,118	0,069	-1,700
LIBxPCX	-0,138	0,033	-4,137
LIBxOCDE	0,185	0,069	2,689
R2	0,874		

Fonte: Elaboração própria com estimativas do EasyReg

O teste de Box-Pierce indica que todos os coeficientes de autocorrelação são iguais a zero. Quase todos os coeficientes são estatisticamente significantes. As exceções são o intercepto e o coeficiente de crescimento dos países da OCDE, que além de insignificante, apresenta ainda sinal contrário ao esperado. O coeficiente negativo indica que o crescimento mais alto nos países industriais está associado a uma menor saldo comercial do Brasil. A explicação para este resultado pode estar na presença de multicolinearidade, evidenciada pela alta correlação entre os índices de crescimento do Brasil e dos países da OCDE. O efeito do crescimento dos países da OCDE após a abertura comercial pode ser avaliado por meio do seu coeficiente de interação com a liberalização comercial. Nesse caso, o coeficiente é positivo, o que significa que o crescimento dos países da OCDE está positivamente associado ao resultado comercial do país após a liberalização comercial.

O poder de compra das exportações possui um efeito positivo sobre a balança comercial. No entanto, seu efeito foi reduzido após a liberalização, como revela o coeficiente negativo da variável LIBPCX. Este resultado também foi obtido pelo estudo da UNCTAD (1999a), que o atribui ao aumento da propensão a importar pós-liberalização. Provavelmente, é o caso do Brasil que apresentou um expressivo crescimento das quantidades importadas na segunda metade da década, como mostra a evolução do índice de *quantum* frente ao índice de preço no Gráfico 3.4.

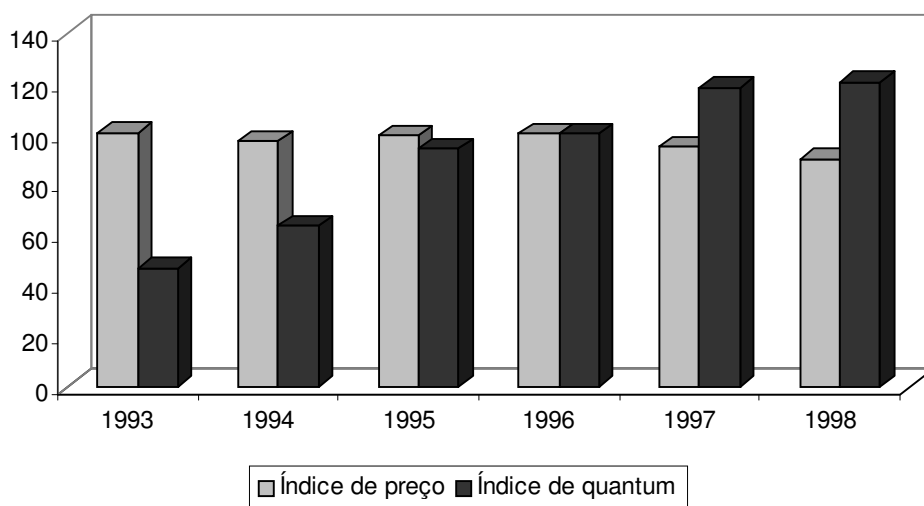


Gráfico 3.4 Índices de preço e quantum das importações brasileiras

Fonte: Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior (FUNCEX).

Os coeficientes que medem o crescimento do Brasil também apresentam o sinal esperado. O coeficiente de crescimento é negativo, indicando uma relação negativa com o resultado da balança comercial. Como o termo de interação com a liberalização também é negativo, a relação inversa entre crescimento e balança comercial se acentuou ainda mais com a liberalização. Para a UNCTAD (1999a), o crescimento de um país em desenvolvimento após a liberalização é associado com maiores déficits comerciais do que em uma economia fechada. O presente estudo confirma a deterioração da relação entre comércio e crescimento no Brasil na década de noventa. A relação negativa entre crescimento e saldo comercial corrobora a evidência fornecida por estudos pós-keynesianos aplicados ao Brasil sobre a restrição externa ao crescimento, na medida em que a deterioração do saldo comercial decorrente do ritmo mais alto de atividade econômica impede a sustentação do processo de crescimento econômico do país. Prova disto é que a taxa de crescimento média na década de noventa foi inferior à registrada no período anterior, caracterizado como década perdida.

A deterioração da relação entre comércio e crescimento nos anos noventa é um dos aspectos centrais enfatizados pelas teorias alternativas para explicar o comportamento da conta corrente. Deve-se levar em consideração, entretanto, outros elementos importantes não presentes no modelo estimado acima, mas que são salientados pelos estudos alternativos. O aspecto mais evidente já discutido anteriormente é a importância dos fluxos recentes de IDE para a deterioração da conta corrente. Esta hipótese foi confirmada pelo estudo do IEDI (2003) com base no comportamento das empresas com participação estrangeira. Este grupo de empresas ampliou seu déficit em transações correntes de US\$ 3,3 bilhões em 1995 para US\$ 10,9 bilhões em 2000. Os outros estudos que avaliam o impacto do IDE sobre as contas externas apresentam conclusões semelhantes<sup>58</sup>.

A própria UNCTAD (1999a) sugere dois mecanismos para avaliar o impacto do IDE sobre o balanço de pagamentos. O primeiro avalia as transferências líquidas por meio da comparação entre os influxos de IDE e os pagamentos ao exterior gerados em contrapartida, tais como remessas de lucros, *royalties* e pagamento de juros sobre empréstimos intercompanhia. O segundo critério possui um escopo mais amplo, pois incorpora, além das transferências líquidas, o impacto do IDE sobre o comércio. No caso do Brasil, o segundo critério fornece um quadro equivocado por dois motivos. Primeiro, a fonte de informações mais completa sobre comércio de empresas estrangeiras disponibiliza dados somente para os anos de 1995 e 2000, ano este em que o influxo de IDE no Brasil atinge seu ápice. Portanto, o

---

<sup>58</sup> Os resultados foram apresentados na seção 3.2.2.

efeito líquido do IDE será extremamente positivo. Segundo, ao incluir o próprio influxo de IDE na comparação, o método desloca o foco da análise da conta corrente para o balanço de pagamentos. Por essa razão, não se adota nenhum dos dois critérios sugeridos pela UNCTAD (1999a) para avaliar o impacto do IDE. Além disso, os estudos já realizados apontam nitidamente no sentido de que o IDE foi prejudicial para o saldo em conta corrente, particularmente no seu período de maior influxo, na segunda metade da década de noventa. Desse modo, pode-se concluir com base na evidência disponível que o IDE foi um dos principais determinantes do comportamento da conta corrente durante aquele período.

O último indicador referente às teorias alternativas avaliado nessa seção é a estrutura das exportações brasileiras classificada por grupo de produtos de acordo com a intensidade de fatores. O objetivo é verificar se as mudanças estruturais enfatizadas pelas teorias alternativas contribuíram para uma melhora qualitativa das exportações brasileiras na década de noventa. Conforme salientado anteriormente, as principais transformações destacadas pelas teorias alternativas são a abertura comercial e a entrada de IDE.

A evidência fornecida pela UNCTAD (2002) indica que, entre 1980 e 1998, os produtos mais dinâmicos nos mercados mundiais<sup>59</sup> foram as manufaturas com média e alta intensidade tecnológica e qualificação. O estudo reconhece que a exportação desses produtos mais dinâmicos nos países em desenvolvimento permanece restrita somente a algumas economias do Leste Asiático. Os países da América Latina, como um todo, ainda não conseguiram se inserir nos mercados mais dinâmicos por meio de suas exportações. Aplicando o critério de classificação proposto pela UNCTAD (2002), verifica-se a estrutura de exportação do Brasil em três anos distintos: 1980, 1990 e 1999. Os produtos são classificados segundo uma combinação de qualificação, tecnologia, requerimentos de capital e escala em cinco grupos: *commodities* primárias, manufaturas baseadas em recursos naturais e intensivas em trabalho, manufaturas com baixa, média e alta intensidade tecnológica e qualificação.

A Tabela 3.7 revela que as modificações mais importantes nas exportações brasileiras foram registradas durante a década de oitenta. A principal alteração foi a redução da participação das *commodities* primárias de 57,63% para 44,71% entre 1980 e 1990. No mesmo período, a categoria de produtos que mais se expandiu foram as manufaturas com baixa intensidade tecnológica e qualificação, que dobrou sua parcela nas exportações totais. Porém, as modificações não foram suficientes para modificar qualitativamente a pauta de

---

<sup>59</sup> Os produtos mais dinâmicos são aqueles que apresentaram exportações com maiores taxas de crescimento.

exportações brasileira, que permaneceu concentrada em produtos de baixo dinamismo no comércio mundial.

Tabela 3.7 Estrutura das exportações brasileiras<sup>(a)</sup> por categorias de produtos de acordo com a intensidade de fatores, 1980-1999

Categoria de produtos	1980 <sup>(b)</sup>	1990	1999
<i>Commodities</i> primárias	57,63	44,71	43,43
Manufaturas baseadas em recursos e intensivas em trabalho	9,07	12,66	12,34
Manufaturas com baixa intensidade tecnológica e qualificação	6,18	13,12	8,12
Manufaturas com média intensidade tecnológica e qualificação	14,35	15,10	18,27
Manufaturas com alta intensidade tecnológica e qualificação	7,97	10,58	13,99

Fonte: Elaboração própria com dados da UNCTAD.

(a) Excluindo combustíveis.

(b) Os dados de exportação no ano de 1980 são estimativas.

A década de noventa não foi acompanhada por modificações qualitativas expressivas nas exportações brasileiras. A pauta manteve-se concentrada em *commodities* primárias, cuja participação passou para 43,43% do total em 1999. O grupo de manufaturas com baixa intensidade tecnológica e qualificação perdeu quase toda a participação que havia adquirido na pauta de exportações durante a década de oitenta, cedendo seu espaço para as manufaturas com média e alta intensidade tecnológica e qualificação. Entre os produtos com maior intensidade tecnológica, a expansão pode ser atribuída principalmente à categoria que abrange aeronaves e equipamentos e partes associados, cuja participação nas exportações totais passou de 1,76% para 3,96% na década de noventa. No entanto, apesar do crescimento de produtos de maior dinamismo na pauta de exportações brasileiras, a estrutura continuou, em grande medida, praticamente a mesma. Isso significa que as mudanças estruturais promovidas ao longo da década de noventa não foram suficientes para modificar qualitativamente as exportações brasileiras, concentradas ainda em produtos de menor dinamismo no comércio mundial.

A participação de produtos que incorporam maior qualificação e tecnologia na pauta de exportações brasileiras é baixa mesmo em comparação com os países em desenvolvimento. Enquanto no Brasil, a exportação de manufaturas com alta intensidade tecnológica e qualificação corresponde a 14% do total, nos países em desenvolvimento a mesma categoria de produtos responde por 31% das exportações totais de 1998. A participação ainda reduzida desse grupo de produtos nas exportações brasileiras pode ser atribuída a pequena inserção do país nas redes de produção internacionais, seguindo tendência destacada pela UNCTAD (2002) para as economias da América Latina. As exportações brasileiras permanecem concentradas em produtos de menor dinamismo no comércio mundial como revela a

participação das *commodities* primárias. Enquanto nos países em desenvolvimento, essa categoria de produtos corresponde a 19% das exportações totais, no Brasil a participação atinge 43%.

Em comparação com a estrutura de exportações de países desenvolvidos a diferença é ainda maior, como mostra o Gráfico 3.5. Nesse grupo de países, o valor exportado em manufaturas com alta e média intensidade tecnológica e qualificação corresponde a 61,5% do total. No Brasil, a participação dos mesmos produtos atinge aproximadamente 32%. Os números mostram uma nítida diferença entre o padrão de exportações brasileiro e o de países desenvolvidos, especialmente em produtos intensivos em tecnologia e qualificação. O resultado corrobora a abordagem estruturalista, que enfatiza justamente a assimetria tecnológica entre os países do Norte e Sul. Conforme sugerido por Porcile e Curado (2002), a defasagem tecnológica impõe um caráter estrutural ao déficit comercial.

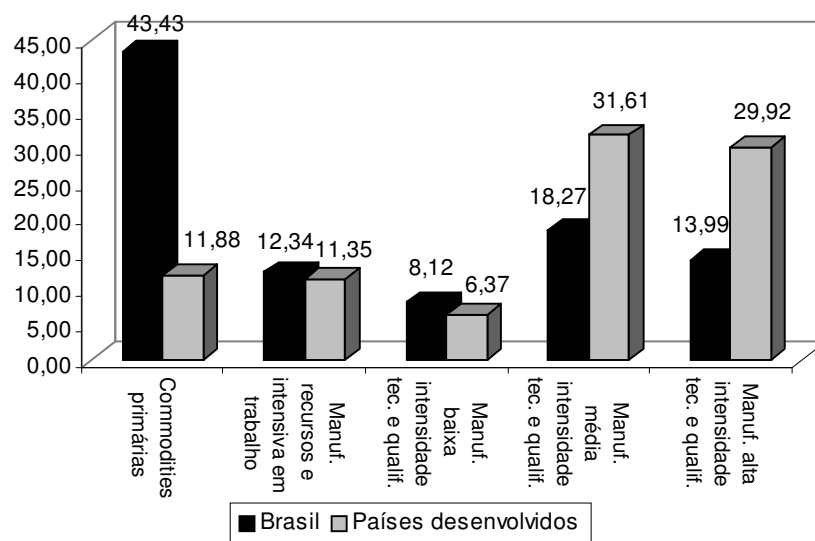


Gráfico 3.5 Estrutura de exportação do Brasil e dos países desenvolvidos por categorias produto de acordo com a intensidade de fatores, 1999 (em %)

Fonte: Elaboração própria com dados da UNCTAD.

Enfim, os indicadores são favoráveis às mudanças estruturais enfatizadas pelas teorias alternativas para explicar o comportamento da conta corrente nos anos noventa. Embora o efeito adverso da liberalização sobre a balança comercial seja estatisticamente insignificante, o coeficiente de interação entre a liberalização e o crescimento doméstico confirma a deterioração da relação entre comércio e crescimento após a abertura comercial sugerida pela UNCTAD (1999a). A conclusão de que a liberalização deteriorou a relação entre comércio e crescimento é importante para as teorias alternativas, na medida em que confirma o

agravamento da restrição externa ao crescimento. Em relação ao IDE, considera-se a evidência fornecida por estudos alternativos como suficiente para concluir que a entrada expressiva de investimento estrangeiro na segunda metade da década de noventa contribuiu para a deterioração do saldo em transações correntes. Além disso, as mudanças estruturais não promoveram uma mudança qualitativa expressiva na pauta de exportações brasileira durante a década de noventa, que permanece concentrada em produtos de menor dinamismo no comércio mundial e defasada tecnologicamente em relação à estrutura de comércio dos países desenvolvidos.

### 3.4 Considerações finais

O objetivo do capítulo foi apresentar os resultados obtidos por estudos que aplicaram as teorias de conta corrente do *mainstream* e alternativas à economia brasileira, complementando a evidência disponível com alguns indicadores específicos à cada teoria. Os principais resultados podem ser resumidos do seguinte modo:

- a maioria dos testes de sustentabilidade indica que a conta corrente do Brasil era insustentável;
- o estudo de Senna e Issler (2000) rejeita a abordagem intertemporal para a conta corrente para o Brasil;
- Cinquetti (2000) rejeita para o caso brasileiro o pressuposto da abordagem intertemporal de que consumo é baseado nas decisões do agente representativo;
- Gomes (2004) apresenta evidência empírica contrária à teoria de consumo renda permanente para o Brasil;
- os déficits em conta corrente estão fortemente associados ao déficit público na segunda metade da década; no entanto, o estudo de Fonseca Neto e Teixeira (2004) fornece evidência contrária à relação de causalidade prevista pela Doutrina Lawson;
- a aplicação do modelo de crescimento com restrição de balanço de pagamentos confirma a restrição externa ao crescimento da economia brasileira, embora a evidência em torno do pressuposto de que a taxa de câmbio real permanece constante no longo prazo seja controversa;
- os estudos alternativos enfatizam a importância das mudanças estruturais para a deterioração da conta corrente do Brasil nos anos noventa, sendo a liberalização comercial, no início da década, e a expressiva entrada de IDE, a partir de 1995, as principais transformações;

- o efeito econômico adverso sobre a balança comercial decorrente da liberalização é confirmado, mas o coeficiente é estatisticamente insignificante;
- a liberalização deteriorou a relação entre comércio e crescimento, conforme previsto pela UNCTAD (1999a), o que significa que a restrição externa ao crescimento ainda não foi superada;
- com base nos estudos disponíveis confirma-se a importância dos fluxos de IDE para a deterioração do déficit em conta corrente na segunda metade da década.
- as mudanças estruturais não resultaram em uma mudança qualitativa da pauta de exportações, concentrada ainda em produtos de menor dinamismo no comércio mundial e defasada tecnologicamente em relação aos países desenvolvidos.

A questão que conclui o presente estudo consiste em avaliar, com base nos resultados resumidos neste capítulo, qual das teorias de conta corrente exploradas nos dois primeiros capítulos – *mainstream* e alternativas - explica melhor a conta corrente do Brasil.



## Conclusão

Os dois primeiros capítulos foram dedicados à apresentação das teorias de conta corrente do *mainstream* e alternativas propostas para explicar o comportamento do saldo em transações correntes dos países em desenvolvimento na década de noventa. O terceiro capítulo destacou os resultados obtidos para o Brasil pelas duas abordagens teóricas e complementou os estudos precedentes com indicadores apropriados à avaliação de cada teoria. A discussão teórica dos primeiros capítulos associada aos resultados empíricos levantados no terceiro capítulo permite avaliar qual dos enfoques teóricos é mais adequado ao comportamento da conta corrente do Brasil nos anos noventa.

A apresentação das teorias revela uma nítida diferença quanto ao foco de análise da conta corrente. Os estudos do *mainstream* tentam provar a sustentabilidade da conta corrente. A sustentabilidade é importante para o *mainstream* para isentar os déficits em conta corrente da responsabilidade pelas crises cambiais ocorridas recentemente e basear recomendações de taxa de câmbio para países em desenvolvimento. Por outro lado, sob a perspectiva alternativa, o déficit em conta corrente é interpretado como uma das principais restrições ao crescimento econômico dos países em desenvolvimento.

O esforço do *mainstream* está concentrado em destituir os déficits em conta corrente de qualquer interpretação desfavorável. Dois exemplos de literatura apresentadas no primeiro capítulo revelam esse intuito. Primeiro, a abordagem intertemporal em sua versão estocástica implica que o déficit em conta corrente não deve ser interpretado necessariamente como um sinal adverso ou indício de crise. Pelo contrário, sob esta perspectiva, o déficit representa uma expectativa mais favorável a respeito do comportamento futuro da economia. O déficit funciona como um mecanismo de alocação intertemporal que permite suavizar a trajetória de consumo intertemporal determinada pela renda permanente. O segundo exemplo é o estudo de Suranovic (1999), que recomenda uma análise conjunta da conta corrente e da posição de ativos externos líquida para julgar a situação externa de uma economia. O déficit em conta corrente também é interpretado de modo favorável, uma vez que permite ao país com taxa de poupança baixa sustentar um nível mais alto de investimento.

A nova visão da conta corrente predominante no *mainstream* ressalta que o déficit em conta corrente somente deve ser motivo para preocupação se associado a um desequilíbrio nas contas públicas, argumento que ficou conhecido como Doutrina Lawson. Mesmo neste caso, o problema não é o déficit externo, mas sim a sua origem. Assim, o déficit em transações correntes pode ser mantido desde que não seja causado pelo déficit público.

Os estudos do *mainstream* propõem três critérios para julgar a sustentabilidade da conta corrente. Todos foram aplicados à economia brasileira e, por essa razão, são analisados. O primeiro baseia-se na noção de aritmética de solvência intertemporal. O critério determina, a partir da identidade contábil básica que o valor presente das transferências de recursos ao exterior, correspondente ao fluxo futuro de saldos comerciais atualizado à taxa de juros, se iguale ao valor inicial da dívida externa do país. No entanto, o próprio *mainstream* reconhece as limitações desse critério. Segundo Calderón, Loayza e Servén (1999), o critério possibilita que um país com qualquer nível de dívida externa seja considerado solvente, uma vez que superávits comerciais suficientes podem ser gerados no futuro indefinido. Milesi-Ferretti e Razin (1996) reconhecem que, mesmo adicionando uma condição de estabilidade sobre a razão entre dívida e produto, o modelo não constitui referência adequada para julgar a sustentabilidade externa. A principal limitação é supor a economia em estado estacionário, especialmente para os países em desenvolvimento, em que os desequilíbrios em conta corrente provavelmente caracterizam a transição em direção a níveis mais altos de produto.

Rocha e Bender (2000) e Jayme Júnior (2001b) avaliam a sustentabilidade da conta corrente do Brasil a partir da condição de solvência. Os resultados para períodos e métodos de estimação diferentes são similares, pois indicam a insustentabilidade da conta corrente. Para Jayme Júnior (2001b), o resultado revela que as reformas estruturais promovidas nos anos noventa não foram suficientes para aliviar a restrição externa ao crescimento no Brasil.

O segundo critério adotado pelo *mainstream* para julgar a posição externa do país aplica a abordagem intertemporal para a conta corrente. A avaliação consiste em comparar a série ótima prevista pelo modelo com a trajetória da conta corrente efetivamente observada. O resultado revela se os déficits em conta corrente são excessivos. Senna e Issler (2000) testam o modelo para o Brasil com dados anuais de 1947 a 1997. Embora as trajetórias ótima e efetivamente registrada sejam estatisticamente iguais, o modelo intertemporal é rejeitado para o Brasil em função da evidência contrária a um pressuposto crucial para sua implementação empírica: que a conta corrente ajuda a prever variações no produto líquido do investimento e dos gastos do governo. Além disso, o modelo intertemporal ignora variáveis potencialmente importantes para o comportamento da conta corrente no Brasil. Um exemplo importante são as condicionalidades impostas pelo FMI ao Brasil em contrapartida às negociações da dívida externa ao longo da década de oitenta.

O último critério sugerido pelo *mainstream* parte de uma teoria de alocação ótima de *portfolio*. O método proposto por Calderón, Loayza e Servén (1999) avalia a sustentabilidade externa por meio do equilíbrio de *portfolio* no longo prazo e da realocação de ativos no curto

prazo. A amostra para o Brasil abrange o período de 1968 a 1997. O modelo indica que a posição de ativos externos líquida do Brasil era sustentável na segunda metade da década de noventa. O mesmo resultado não se aplica ao déficit em conta corrente ao se considerar o modelo de sustentabilidade de Edwards (2001). O déficit em conta corrente registrado pelo Brasil ultrapassa o déficit sustentável calculado pela Goldman Sachs desde 1996. O próprio Edwards (2001) reconhece a dificuldade de estimar uma trajetória de equilíbrio para a conta corrente em razão da mudança constante nas preferências de alocação do *portfolio*. Mesmo levando em consideração a transição para uma nova posição de equilíbrio, os déficits em conta corrente registrados nos últimos anos da década de noventa situam-se muito acima do patamar considerado sustentável, confirmando a evidência fornecida pelos critérios anteriores.

Para avaliar se os modelos do *mainstream* são adequados para se compreender o comportamento da conta corrente do Brasil nos anos noventa, além da análise dos três critérios adotados pelos seus autores para julgar a sustentabilidade da conta corrente, conforme acima descrito, verifica-se aqui a consistência empírica de outras questões teóricas pertinentes. Três questões principais foram investigadas: a adequação do modelo de consumo baseado na decisão do agente representativo, a teoria de consumo renda permanente e a Doutrina Lawson. O estudo de Cinquetti (2000) sugere a inadequação do modelo de consumo baseado no agente representativo para a realidade brasileira posterior à implementação do Plano Real. O resultado é desfavorável à abordagem intertemporal, em que o consumo é determinado a partir do problema de maximização da utilidade do agente representativo.

A teoria de consumo renda permanente sustenta o modelo *consumption smoothing* da abordagem intertemporal. A versão estocástica da função consumo renda permanente exposta no primeiro capítulo parte do resultado de que o consumo segue um passeio aleatório. Gomes (2004) rejeita a teoria de renda permanente para o Brasil ao encontrar nos dados de consumo de 1947 a 1999, além da tendência estocástica, um componente cíclico estacionário. Além disso, mesmo adicionando ao modelo formação de hábito nas preferências do consumidor representativo para captar o componente cíclico, a trajetória de consumo ajusta-se melhor à regra de consumir de acordo com a renda corrente.

A última questão refere-se à associação entre déficits públicos e déficits em conta corrente, situação considerada preocupante de acordo com a Doutrina Lawson. Os dados para a economia brasileira confirmam a conjunção de déficit em conta corrente com déficit público na segunda metade da década de noventa. Porém, embora o estudo de Fonseca Neto e Teixeira (2004) confirme a relação entre as duas variáveis, rejeita o sentido de causalidade proposto pelo *mainstream*. O argumento é que a adoção da taxa de juros para atrair os

recursos do exterior necessários ao financiamento do déficit em conta corrente ampliou os encargos da dívida pública, agravando o desequilíbrio do setor público.

Enfim, os critérios propostos pelo *mainstream* possuem deficiências que prejudicam a análise dos desequilíbrios em conta corrente dos países em desenvolvimento. Apesar dos problemas, os resultados apontam na mesma direção: que os déficits em conta corrente registrados na segunda metade da década não eram sustentáveis. As limitações dos critérios propostos pelo *mainstream* para julgar a sustentabilidade da conta corrente associada à análise da consistência empírica de questões teóricas pertinentes contrariam a adequação das teorias de conta corrente do *mainstream* à economia brasileira nos anos noventa.

Os estudos alternativos enfatizam a restrição externa ao crescimento decorrente do déficit em conta corrente. Esta perspectiva se contrapõe à implicação da abordagem intertemporal de que as perspectivas de crescimento não são restringidas pelo déficit em conta corrente. Portanto, a aceitação da restrição externa ao crescimento constitui um critério importante de demarcação das teorias de conta corrente. Ao propor que o déficit em conta corrente restringe a taxa de crescimento dos países em desenvolvimento, os estudos alternativos estão rejeitando uma implicação importante da abordagem intertemporal. Assim, a verificação da hipótese de restrição externa ao crescimento torna-se um instrumento de contraposição das teorias de conta corrente discutidas ao longo do estudo.

Jayme Júnior (2001b) interpreta a insustentabilidade da conta corrente como sinal de que a restrição externa ao crescimento ainda não foi superada. A hipótese de restrição externa é analisada mais detalhadamente focando os resultados obtidos pelos estudos alternativos. O referencial teórico adotado para avaliar a questão consiste em um modelo de crescimento com restrição de balanço de pagamentos. O modelo propõe uma taxa de crescimento consistente com o equilíbrio do balanço de pagamentos determinada pela razão entre o aumento das exportações e a elasticidade renda da demanda por importações. A regra, conhecida como lei de Thirlwall, supõe a validade da paridade do poder de compra no longo prazo, o que significa a manutenção dos preços relativos medidos em uma mesma moeda.

A evidência disponível confirma a validade da lei de Thirlwall para o Brasil. No entanto, a versão original do modelo captura o movimento em conta corrente somente através do saldo comercial. Este enfoque pode ser insuficiente no caso do Brasil, especialmente no período mais recente, em que a deterioração do saldo em conta corrente foi provocada principalmente pela ampliação do déficit em serviços. Com o intuito de capturar os elementos relevantes para países em desenvolvimento, o modelo vem sendo modificado. As principais modificações foram a introdução dos fluxos de capitais e do pagamento de juros. A

importância do saldo em serviços para a análise da economia brasileira é confirmada por Nakabashi (2003), que testa duas versões do modelo: a original e outra incorporando os fluxos de capitais e o saldo em serviços. Conforme esperado, os resultados são mais adequados à realidade brasileira na versão modificada.

A evidência é mais contraditória no que se refere ao pressuposto de que os preços relativos permanecem constantes no longo prazo. A validade da paridade do poder de compra é, na verdade, um pressuposto do *mainstream* compartilhado pela teoria de crescimento pós-keynesiana. O resultado mais polêmico foi obtido por López e Cruz (2000). A estimação com dados anuais de 1965 a 1995 não confirma a condição Marshall-Lerner para o Brasil. Isso significa que depreciações cambiais em termos reais estão associadas a menores saldos comerciais. A resposta dos fluxos comerciais às variações cambiais é um dos fatores que determinam o impacto da desvalorização cambial sobre a conta corrente. Sachsida e Teixeira (1999) destacam ainda outros dois elementos que devem ser levados em consideração: o grau de transferência (*pass-through*) efetuado por empresas exportadoras e importadoras e o efeito de desvalorizações nominais sobre a taxa de câmbio real. Os autores avaliam o impacto da desvalorização cambial sobre a conta corrente por meio de uma análise de co-integração para o período de julho de 1995 a abril de 1998. O resultado indica que a variação cambial não afeta significativamente a conta corrente. A conclusão é que variáveis institucionais, como abertura comercial e desregulamentações, exercem uma influência maior que o câmbio sobre a conta corrente. No entanto, os autores reconhecem que a evidência a esse respeito ainda não é conclusiva, sendo possível afirmar tanto que a taxa de câmbio não afeta o saldo em conta corrente quanto que seu efeito depende de grandes desvalorizações e um período considerável de tempo. As desvalorizações cambiais levam um certo tempo para afetar as estratégias de empresas transnacionais, que, em função das mudanças estruturais promovidas ao longo da década de noventa, são cada vez mais importantes para a determinação do resultado das contas externas. De qualquer forma, a evidência não é suficiente para recomendar a taxa de câmbio como um instrumento seguro de ajuste das contas externas.

Os estudos alternativos reconhecem que as mudanças estruturais promovidas ao longo da década de noventa contribuíram para a deterioração do saldo em conta corrente. As principais transformações enfatizadas pela teoria são o processo de liberalização comercial promovido no início da década e a internacionalização da estrutura produtiva associada à atuação de empresas transnacionais por meio de investimento direto estrangeiro e comércio exterior. O argumento é que as mudanças contribuíram para a deterioração do saldo em

transações correntes. A UNCTAD (1999a) argumenta ainda que a liberalização acentuou a relação desfavorável entre comércio e crescimento nos países em desenvolvimento.

O efeito das mudanças estruturais é analisado com base na literatura disponível e em indicadores aplicados à economia brasileira. No que se refere ao IDE, os estudos realizados fornecem evidências suficientes para avaliar seu impacto. Os fluxos de IDE apresentam forte crescimento na segunda metade da década, associados, em grande medida, ao processo de privatização de empresas estatais. O setor de serviços absorveu a maior parte dos investimentos direcionados ao Brasil, cerca de 80% do total entre 1996 e 2000 (IEDI, 2003). A concentração dos fluxos de investimento nesse setor prejudica a geração de divisas, pois suas atividades estão voltadas principalmente ao mercado interno. Embora não acarrete nenhum pagamento imediato ao exterior, o IDE requer no futuro a remessa ao exterior de lucros e dividendos. A evidência mostra nitidamente o crescimento do item de lucros e dividendos na segunda metade da década de noventa.

O fluxo de IDE também repercutiu sobre o saldo comercial, em razão da relação comercial de filiais de empresas transnacionais. Os estudos disponíveis indicam que as empresas estrangeiras aumentaram seus fluxos comerciais com o exterior mais acentuadamente do que as empresas nacionais. A evidência aponta ainda que a relação comercial mais estreita das empresas estrangeiras com o exterior se reflete principalmente do lado das importações, o que explica a sua pequena contribuição para o saldo comercial brasileiro. O IEDI (2003) fornece, com base nos Censos de Capitais Estrangeiros de 1995 e 2000, evidência ainda mais direta do impacto de empresas com participação estrangeira sobre o saldo em transações correntes. As empresas com participação estrangeira aumentaram sua participação no déficit em conta corrente de 17,9% em 1995 para 45% em 2000. Enfim, há evidências consideráveis de que o fluxo recente de IDE na década de noventa contribuiu para a deterioração do saldo em conta corrente, em razão tanto do acréscimo na remessa de lucros e dividendos quanto pelo impacto adverso sobre o saldo comercial decorrente da atuação de filiais de empresas estrangeiras no Brasil.

O presente estudo contribui para o debate a respeito das mudanças estruturais ao aplicar para o Brasil dois indicadores propostos pela UNCTAD para avaliar a situação externa dos países em desenvolvimento. O primeiro indicador refere-se às exportações, que é outro instrumento adotado pelas empresas transnacionais para internacionalizar a sua produção. Os estudos alternativos argumentam que a inserção no comércio internacional dos países em desenvolvimento, especialmente as economias do Leste Asiático, foi alterada pela participação em redes de produção internacionais.

A estrutura de exportações do Brasil é avaliada seguindo a classificação proposta pela UNCTAD (2002) por categorias de produto de acordo com a intensidade de fatores. O exercício revela que a pauta de exportações permanece concentrada em produtos de menor dinamismo no comércio mundial e que a participação do país em manufaturas com alta intensidade de tecnologia e qualificação (14%) se mantém abaixo da média registrada nos países desenvolvidos e mesmo nos países em desenvolvimento (31%). Os dados revelam, como previsto pela UNCTAD (2002), que o país não participa de forma significativa nas redes de produção internacionais. A evidência confirma também a importância da assimetria tecnológica, enfatizada pela abordagem estruturalista para explicar a inserção externa dos países em desenvolvimento, que impõe, segundo Porcile e Curado (2002), um aspecto estrutural ao déficit comercial do país defasado tecnologicamente. O quadro observado corrobora as medidas políticas sugeridas pelos estudos alternativos para mudanças qualitativas das exportações.

A abertura comercial é a outra mudança destacada pelos estudos alternativos para explicar o comportamento da conta corrente de países em desenvolvimento na década de noventa. O presente estudo estima para o Brasil a equação proposta pela UNCTAD (1999a) com o intuito de analisar não só o impacto da liberalização sobre o saldo comercial, mas também o seu efeito sobre a relação entre comércio e crescimento. A liberalização apresenta o impacto adverso esperado sobre o saldo comercial, mas o coeficiente é estatisticamente insignificante. A análise mais detalhada do impacto da liberalização confirma o resultado obtido pela UNCTAD (1999a) para os países em desenvolvimento de que há uma deterioração na relação entre comércio e crescimento associada à abertura comercial. O resultado era esperado, pois tanto a taxa de crescimento média quanto o saldo da balança comercial apresentaram redução em relação aos valores registrados na década anterior à reforma comercial. A conclusão é que a situação externa manteve-se como uma das principais restrições ao crescimento da economia brasileira, especialmente se o resultado da conta corrente como um todo, que adiciona o déficit crescente em serviços ao saldo comercial, for levado em consideração.

A evidência fornecida por estudos aplicados ao Brasil associada aos indicadores introduzidos no presente estudo demonstra a adequação dos argumentos propostos pelas teorias alternativas para explicar o comportamento do saldo em conta corrente durante a década de noventa. Primeiro, a validade da lei de Thirlwall sustenta a hipótese de restrição externa ao crescimento determinada pelo déficit em conta corrente. Segundo, a evidência disponível confirma o impacto dos fluxos de IDE sobre a deterioração do saldo em conta

corrente. Terceiro, a liberalização comercial acentuou a relação adversa entre comércio e crescimento. Quarto, a estrutura das exportações brasileira permanece concentrada em produtos de menor dinamismo no comércio mundial e defasada tecnologicamente em relação aos países desenvolvidos.

As críticas feitas pelos economistas do próprio *mainstream* aos critérios propostos para julgar a sustentabilidade em conta corrente e a rejeição da abordagem intertemporal para a economia brasileira repercutem negativamente sobre as teorias de conta corrente do *mainstream* aplicadas ao Brasil. Isard et al. (2001) reconhecem que ainda não há uma estrutura adequada para julgar os desequilíbrios em conta corrente das economias consideradas emergentes. Quanto aos estudos alternativos, constata-se a confirmação de quase todos os seus argumentos apresentados no segundo capítulo. O aspecto mais importante é a existência da restrição externa que, pelos motivos expostos acima, contraria uma das implicações enfatizadas pela abordagem intertemporal. A conclusão é que as teorias propostas pelos estudos alternativos são mais adequadas para explicar a deterioração do saldo em conta corrente do Brasil ao longo da década de noventa.

O reconhecimento da adequação das teorias alternativas à economia brasileira no que se refere ao comportamento em transações correntes traz implicações políticas importantes. Desde logo, questionam-se as recomendações políticas do FMI, comentadas ao final do primeiro capítulo, que se fundamentam nos modelos teóricos de conta corrente do *mainstream*. Por sua vez, as recomendações políticas apresentadas pelos estudos alternativos para os países em desenvolvimento merecem aqui algumas breves considerações, especialmente para uma avaliação da sua pertinência para o caso brasileiro. Conforme discutido no segundo capítulo, as recomendações dos estudos alternativos enfatizam a expansão das exportações e a redução da elasticidade renda da demanda por importações. A confirmação da hipótese de restrição externa ao crescimento sugere que a expansão das exportações ao longo da última década não foi suficiente para aliviar o processo de crescimento de impedimentos no âmbito das contas externas. O presente estudo revela que a pauta de exportações brasileira não passou por mudanças qualitativas significativas na década de noventa, permanecendo fortemente dependente de produtos de menor dinamismo no comércio internacional. Portanto, cabe aqui uma apreciação do conjunto de medidas sugerido pelos estudos alternativos para expansão quantitativa e melhoria qualitativa das exportações.

Primeiro, o gerenciamento da taxa de câmbio é sugerido por alguns estudos pós-keynesianos como instrumento adequado para a expansão econômica mediante seu efeito sobre a balança comercial. No entanto, primeiro deve-se constatar se efetivamente a taxa de



câmbio melhora o saldo comercial, ou seja, verificar a condição Marshall-Lerner. O estudo de López e Cruz (2000) revela que a condição Marshall-Lerner não prevalece para a economia brasileira. Portanto, as depreciações cambiais não contribuem para melhorar o saldo comercial. Na verdade, a evidência a respeito da taxa de câmbio real na literatura pós-keynesiana não é conclusiva para o Brasil. Sachsida e Teixeira (1999) mostram a baixa sensibilidade da conta corrente a variações cambiais. O resultado indica que a taxa de câmbio não afeta a conta corrente ou que seu efeito depende de variações cambiais acentuadas e um longo período de tempo. De modo geral, a taxa de câmbio não parece ser um instrumento recomendado para melhoria das contas externas do Brasil.

A UNCTAD (1999b) avalia um conjunto comum de medidas que os países em desenvolvimento enfrentam para elevar sua competitividade exportadora. A primeira questão é a liberalização dos fluxos comerciais e de investimento. Ainda que a liberalização seja necessária para tornar a economia mais competitiva, não é uma medida suficiente para criar vantagens baseadas em tecnologia e qualificação. Além disso, a liberalização deve ser gradual e coordenada de acordo com a especificidade de cada economia para melhorar a capacitação doméstica e a estrutura produtiva. No Brasil, a liberalização promovida ao longo da última década parece não ter seguido as recomendações precedentes. O ritmo e a amplitude da abertura contribuíram para agravar a restrição externa ao crescimento, resultado confirmado no terceiro capítulo.

O segundo conjunto de medidas refere-se à atração de IDE voltado à competitividade e melhoria das exportações. O investimento externo deve ser direcionado à melhoria da tecnologia doméstica, ao aumento da produtividade e criação de um setor exportador capaz de competir em manufaturas de alto valor adicionado. A absorção de IDE seguindo esses critérios parece ser um instrumento adequado ao objetivo de ampliar a participação na pauta de exportações brasileira de produtos intensivos em tecnologia e qualificação. A afirmação de que esta é uma área em que é preciso uma mudança fundamental de política para alcançar os objetivos destacados é confirmada tendo em vista o efeito negativo do IDE sobre as contas externas na década de noventa.

O terceiro aspecto enfatizado pela UNCTAD (1999b) refere-se à capacitação doméstica. As medidas devem fortalecer as empresas domésticas, assim como as qualificações, capacidades e instituições a sua disposição. As empresas transnacionais podem colaborar com as empresas domésticas, mas não podem ser responsáveis por todo o processo. A sua contribuição para as exportações dos países em que realizam seus investimentos é especialmente importante para a inserção em segmentos de maior dinamismo no comércio

mundial. Esse envolvimento das empresas transnacionais reflete em grande parte as políticas domésticas implementadas com o intuito de elevar a competitividade exportadora.

As medidas sugeridas pelos estudos alternativos contemplam não só medidas voltadas ao crescimento e *upgrading* das exportações, mas também uma estratégia direcionada ao aperfeiçoamento e maior integração do sistema produtivo nacional para reduzir o conteúdo importado da produção e aumentar o valor adicionado à produção. A liberalização dos regimes comerciais e de investimento não promove os resultados desejados se não for complementada por políticas ativas direcionadas à absorção dos benefícios associados à entrada de investimento estrangeiro. O fundamental é o aperfeiçoamento tecnológico e a capacitação doméstica para o fortalecimento da estrutura industrial brasileira. A inserção em setores de maior intensidade tecnológica através de filiais de empresas transnacionais pode ser viabilizada se alguns pré-requisitos forem observados. O simples estabelecimento de bases de produção intensivas em recursos naturais e trabalho pouco qualificado mediante redes de produção internacionais mantém o país afastado da fronteira tecnológica e concentra a maior parcela do valor adicionado nos países mais desenvolvidos. Por outro lado, a instalação de filiais de empresas transnacionais, inserida em uma rede ampla de encadeamentos com o sistema produtivo nacional, com o propósito de desenvolver dentro do próprio país as etapas de produção intensivas em qualificação e tecnologia tende a ser positivo, na medida em que melhora o resultado comercial e amplia o valor adicionado internamente à produção. No entanto, essas mudanças no âmbito externo dependem da criação de condições internas, tais como capacitação de firmas domésticas, qualificação do trabalho e fomento de instituições de pesquisa e desenvolvimento.

Enfim, cabe ao Estado a tarefa de fornecer as condições necessárias para atrair o investimento externo em condições mais favoráveis para a economia doméstica do que o constatado na última década caracterizada pela ausência de uma estratégia clara nesse sentido. A formulação de uma estratégia nos moldes propostos pelos estudos alternativos requer a definição de critérios precisos que conduzam as mudanças estruturais em direção a um processo de crescimento sustentado, em que as contas externas ao invés de representarem uma restrição contribuam para aumentar o valor adicionado à produção. No entanto, a questão foge ao escopo do estudo, que consiste em contrapor duas vertentes teóricas distintas frente à realidade brasileira registrada nos anos noventa. O que se pode afirmar com base no presente estudo é que as mudanças promovidas ao longo da última década não foram suficientes para aliviar a restrição externa ao crescimento, em grande parte devido a um déficit em conta corrente insustentável, conforme proposto pelos estudos alternativos ao *mainstream*.



## Bibliografia

- ALONSO, J. A.; GARCIMARTÍN, C. A new approach to balance-of-payments constraint: some empirical evidence. Journal of Post Keynesian Economics, Armonk, v. 21, n. 2, p. 259-82, 1998-99.
- AVERBUG, A. Abertura e integração comercial brasileira na década de 90. In: GIAMBIAGI, F.; MOREIRA, M. M. (Org.). A economia brasileira nos anos 90. Rio de Janeiro: BNDES, 1999. p. 43-81.
- BAGNAI, A.; MANZOCCHI, S. Current-account reversals in developing countries: the role of fundamentals. Open Economies Review, v. 10, n. 2, p. 143-63, 1999.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. Boletim do Banco Central do Brasil: Relatório Anual. Brasília, v. 31, 1995.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. Boletim do Banco Central do Brasil: Relatório Anual. Brasília, v. 35, 1999.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. Boletim do Banco Central do Brasil: Relatório Anual. Brasília, v. 38, 2002.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. Séries temporais. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?SERIETEMP>>. Acesso em: 25 ago. 2004.
- BATISTA JÚNIOR, Paulo Nogueira. A economia como ela é.... 2. ed. São Paulo: Boitempo, 2001.
- BLAUG, M. Economic theory in retrospect. 4<sup>th</sup> ed. Cambridge: Cambridge Univ. Press, 1985.
- BLECKER, R. A. International competitiveness, relative wages, and the balance-of-payments constraint. Journal of Post Keynesian Economics, Armonk, v. 20, n. 4, p. 495-526, 1998.
- BLECKER, R. A. The balance of payments-constrained growth model and the limits to export-led growth. In: DAVIDSON, P. (Ed.). A Post Keynesian perspective on 21<sup>st</sup> century economic problems. Cheltenham: E. Elgar, 2002. p. 69-88.
- CALDERÓN, C.; LOAYZA, N.; SERVÉN, L. External sustainability: a stock equilibrium perspective. Washington, D. C.: World Bank, 1999. (Working Paper, 2281). Disponível em: <<http://econ.worldbank.org/docs/1035.pdf>>. Acesso em: 20 mar. 2004.
- CALDERÓN, C.; CHONG, A.; LOAYZA, N. Determinants of current account deficits in developing countries. Washington, D. C.: World Bank, 2000. (Working Paper, 2398). Disponível em: <<http://econ.worldbank.org/docs/1153.pdf>>. Acesso em: 20 mar. 2004.
- CALVO, G. A.; LEIDERMAN, L.; REINHART, C. M. Inflows of capital to developing countries in the 1990s. Journal of Economic Perspectives, Nashville, v. 10, n.2, p. 123-39, 1996.
- CAMPBELL, J. Y. Does saving anticipate declining labor income? An alternative test of the permanent income hypothesis. Econometrica, Chicago, v. 55, n.6, p. 1249-73, 1987.

- CAMPBELL, J. Y.; SHILLER, R. J. Cointegration and tests of present value models. Journal of Political Economy, Chicago, v. 95, n. 5, p. 1062-88, 1987.
- CANUTO, O. Padrões de especialização, hiatos tecnológicos e crescimento com restrição de divisas. Revista de Economia Política, São Paulo, v. 18, n. 3, p. 5-15, 1998.
- CARNEIRO, R. Desenvolvimento em crise: a economia brasileira no último quartel do século XX. São Paulo: UNESP, 2002.
- CARTA DA SOBEET. Déficit em conta corrente do balanço de pagamentos, investimento e poupança, São Paulo, n. 21, jan./fev., 2002.
- CARVALHO, M. A. de; SILVA, C. R. L. da. Economia internacional. São Paulo: Saraiva, 2000.
- CASTRO, A. B. de. Crescimento Reprimido versus balança de comércio como variável de ajuste. In: VELLOSO, J. P. dos R. (Coord.). O Brasil e o Mundo no limiar do novo século. Rio de Janeiro: J.Olympio, 1998. v.2, p. 154-64.
- CASTRO, A. B. de. O lado real do Real: o debate e algumas surpresas. In: MAGALHÃES, J. P. de A.; MINEIRO, A. dos S.; ELIAS, L. A. (Org.). Vinte anos de política econômica. Rio de Janeiro: Contraponto, 1999. p.59-98.
- COMISIÓN ECONÓMICA PARA AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE. Anuario estadístico para América Latina y el Caribe. Santiago: United Nations, 1999.
- COMISIÓN ECONÓMICA PARA AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE. Anuario estadístico para América Latina y el Caribe. Santiago: United Nations, 2002.
- CHINN, M. D.; PRASAD, E. S. Medium term determinants of current account in industrial and developing countries: an empirical exploration. Journal of International Economics, Amsterdam, v. 59, n. 1, p. 47-76, 2003.
- CIMOLI, M.; SOETE, L. A generalized technology gap trade model. Economie Appliquée, Paris, v. 45, n.3, p. 33-54, 1992.
- CINQUETTI, C. A. The Real Plan: stabilization and destabilization. World Development, Oxford, v. 28, n.1, p. 155-71, 2000.
- CORDEN, W. M. Economic policy, exchange rates, and the international system. Chicago: Chicago Univ. Press, 1994.
- DAVIDSON, P. Post Keynesian macroeconomic theory: a foundation for successful economic policies for the twenty first century. Cheltenham: E. Elgar, 1994.
- DEBELLE, G.; FARUQEE, H. What determines the current account? A cross-sectional and panel approach. Washington, DC: International Monetary Fund, 1996. (IMF Working Paper).
- DLUHOSCH, B.; FREYTAG, A.; KRÜGER, M. International competitiveness and the balance of payments: do current account deficits and surpluses matter? Cheltenham: E. Elgar, 1996.

DOW, S. C. The methodology of macroeconomic thought: a conceptual analysis of schools of thought in economics. 2<sup>nd</sup> ed. Cheltenham: E. Elgar, 1996.

EDWARDS, S. On crisis prevention: lessons from Mexico and East Asia. Cambridge: National Bureau of Economic Research, 1999. (NBER Working Paper Series, 7233). Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w7233.pdf>>. Acesso em: 25 mar. 2004.

EDWARDS, S. Does the current account matter? Cambridge: National Bureau of Economic Research, 2001. (NBER Working Paper Series, 8275). Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w8275.pdf>>. Acesso em: 20 jul. 2003.

FELDSTEIN, M.; HORIOKA, C. Domestic saving and international capital flows. The Economic Journal, Cambridge, v. 90, n.358, p. 314-29, 1980.

FIDRMUC, J. The Feldstein-Horioka puzzle and twin deficits in selected countries. Economics of Planning, v. 36, n. 2, p. 135-52, 2003.

FONSECA NETO, F. de A.; TEIXEIRA, J. R. Crescimento com restrições de balanço de pagamentos e déficits gêmeos no Brasil a partir dos anos noventa. Brasília: Universidade de Brasília/Departamento de Economia, 2004. (Textos para Discussão, 318). Disponível em: <<http://www.unb.br/face/eco/cpe/TD/318agosto2004JRTeixeira.pdf>>. Acesso em: 2 set.2004.

FRIEDMAN, M. Ensayos sobre economía positiva. 3. ed. Madri: Gredos, 1962.

FUJII, G. La restricción externa al crecimiento económico de América Latina. Análisis para Argentina, Brasil, México y Chile. Economía y Desarrollo, La Habana, v. 131, n. 2, p. 149-74, 2002.

FUNDAÇÃO CENTRO DE ESTUDOS DO COMÉRCIO EXTERIOR. Base de dados. Disponível em: <<http://www.funcex.com.br>>. Acesso em: 25 nov. 2004.

GHOSH, A. R.; OSTRY, J. D. The current account in developing countries: a perspective from the consumption-smoothing approach. The World Bank Economic Review, Washington, v. 9, n. 2, p. 305-33, 1995.

GLICK, R.; ROGOFF, K. Global versus country-specific productivity shocks and the current account. Journal of Monetary Economics, Amsterdam, v. 35, n.1, p. 159-92, 1995.

GOMES, F. A. R. Consumo no Brasil: teoria da renda permanente, formação de hábito e restrição à liquidez. Revista Brasileira de Economia, Rio de Janeiro, v. 58, n. 3, p. 381-402, 2004.

GONÇALVES, R. Crise, vulnerabilidade e dívida externa: América Latina e Brasil. In: FUNDAÇÃO KONRAD ADENAUER-STIFTUNG. Dívidas externas na América Latina e a crise financeira internacional. São Paulo, 1999a. p. 39-64. (Pesquisas, 15).

GONÇALVES, R. Globalização e desnacionalização. São Paulo: Paz e Terra, 1999b.

GUEST, R.; McDONALD, I. An evaluation of the saving, investment, and current account balances of the five ASEAN economies. Journal of Asian Economics, v. 10, n. 3, p. 445-64, 1999.

- HALL, R. E. Stochastic implications of the life cycle-permanent income hypothesis: theory and evidence. Journal of Political Economy, Chicago, v. 86, n. 6, p. 971-87, 1978.
- HARVEY, J. T. Exchange rates. In: KING, J. (Ed.) Elgar companion to Post Keynesian economics. Cheltenham: E. Elgar, 2003.
- HERNÁNDEZ, J. M. O. La hipótesis de crecimiento restringido por balanza de pagos. Una evaluación de la economía mexicana 1960-1997. Investigación Económica, México, v. 60, n. 232, p. 91-122, 2000.
- HEYMANN, D. Sobre la interpretación de la cuenta corriente. Desarrollo Económico, Buenos Aires, v. 34, n. 135, p. 1-28, 1994.
- HOLLAND, M.; CANUTO, O.; XAVIER, C. Taxas de câmbio, elasticidade renda e saldo comercial na economia brasileira. Revista Brasileira de Economia, Rio de Janeiro, v. 52, n.2, p. 323-34, 1998.
- HOLLAND, M; VIEIRA, F. V.; CANUTO, O. Economic Growth and the balance-of-payments constraint in Latin America. [200-]. Disponível em: <<http://ocanuto.sites.uol.com.br/Textos/trabalho023.pdf>>. Acesso em: 20 nov. 2003.
- INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA. Sistema de contas nacionais. Disponível em: <<http://www.ibge.gov.br>>. Acesso em: 25 ago. 2004.
- IEDI - Instituto de Estudos para o Desenvolvimento Industrial. Indústria e desenvolvimento: uma análise dos anos 90 e uma agenda de política de desenvolvimento industrial para a nova década. Rio de Janeiro, 2000.
- IEDI - Instituto de Estudos para o Desenvolvimento Industrial. Grandes empresas industriais nacionais e estrangeiras: participação no comércio exterior brasileiro. Rio de Janeiro, 2002.
- IEDI - Instituto de Estudos para o Desenvolvimento Industrial. O investimento estrangeiro na economia brasileira e o investimento de empresas brasileiras no exterior. Rio de Janeiro, 2003.
- IPEA - Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada. Ipeadata. Disponível em: <<http://www.ipeadata.gov.br>>. Acesso em: 25 ago. 2004.
- ISARD, P. et al. Methodology for current account and exchange rate assessments. Washington, DC: International Monetary Fund, 2001. (Occasional Paper, 209).
- JAYME JÚNIOR, F. G. Comércio internacional e crescimento econômico: o comércio afeta o desenvolvimento. Revista Brasileira de Comércio Exterior, Rio de Janeiro, v.15, n. 69, p. 69-73, 2001a.
- JAYME JÚNIOR, F. G. External debt sustainability: empirical evidence in Brazil. Belo Horizonte: CEDEPLAR/FACE/UFMG, 2001b. (Texto para Discussão, 154). Disponível em: <<http://www.cedeplar.ufmg.br/pesquisas/td/TD154.pdf>>. Acesso em: 25 ago. 2004.
- JAYME JÚNIOR, F. G. Balance-of-payments-constrained economic growth in Brazil. Brazilian Journal of Political Economy, São Paulo, v. 23, n. 1, p. 62-84, 2003.

KNIGHT, M.; SCACCIAVILLANI, F. Current account: what is their relevance for economic policymaking? Washington, D.C.: International Monetary Fund, 1998. (IMF Working Paper). Disponível em: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/wp9871.pdf>>. Acesso em: 20 ago. 2003.

KRAAY, A.; VENTURA, J. Current accounts in the long and short run. Cambridge: National Bureau of Economic Research, 2002. (NBER Working Paper Series, 9030). Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w9030.pdf>>. Acesso em: 25 mar. 2004.

KREGEL, J. A. Riscos e implicações da globalização financeira para a autonomia de políticas nacionais. Economia e Sociedade, Campinas, n. 7, p. 29-49, 1996.

KREGEL, J. Causes of the trade deficit. In: US TRADE DEFICIT REVIEW COMMISSION TECHNICAL BRIEFING, 1., 1999. Washington, D.C. Background comments... Washington, D.C.: US Trade Deficit Review Commission, 1999. p. 1-12.

KRUGMAN, P. R.; OBSTFELD, M. Economia internacional: teoria e política. 4. ed. São Paulo: Makron Books, 1999.

LACERDA, A. C. Globalização e investimento estrangeiro no Brasil. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2004.

LAPLANE, M. F.; SARTI, F. Investimento direto estrangeiro e a retomada do crescimento sustentado nos anos 90. Economia e Sociedade, Campinas, n. 8, p.143-81, 1997.

LAPLANE, M. F.; SARTI, F. Investimento direto estrangeiro e o impacto na balança comercial nos anos 90. Brasília: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada, 1999. (Texto para Discussão, 629).

LAPLANE, M. F.; SARTI, F. O investimento direto estrangeiro e a internacionalização da economia brasileira nos anos 1990. Economia e Sociedade, Campinas, v. 11, n. 1, p. 63-94, 2002.

LÓPEZ G., J.; CRUZ B., A. 'Thirlwall's Law' and beyond: the Latin American experience. Journal of Post Keynesian Economics, Armonk, v. 22, n. 3, p. 477-95, 2000.

LÓRIA, E. The Mexican economy: balance-of-payments-constrained growth model – the importance of the exchange rate, 1970-1999. Journal of Post Keynesian Economics, Armonk, v. 25, n. 4, p. 661-91, 2003.

MANKIW, G. A quick refresher course in macroeconomics. Journal of Economic Literature, Nashville, v. 28, n. 4, p.1645-60, 1990.

MANN, C. L. Perspectives on the U.S. current account deficit sustainability. Journal of Economic Perspectives, Nashville, v. 16, n. 3, p. 131-52, 2002.

McCOMBIE, J. S. L.; THIRLWALL, A. P. Economic growth and the balance-of-payments constraint. New York: St. Martin's Press, 1994.

MILESI-FERRETTI, G. M.; RAZIN, A. Current account sustainability: selected East Asian and Latin American experiences. Cambridge: National Bureau of Economic Research, 1996.



(NBER Working Paper Series, 5791). Disponível em:  
<<http://www.nber.org/papers/w5791.pdf>>. Acesso em: 20 ago. 2003.

MILESI-FERRETTI, G. M.; RAZIN, A. Current account reversals and currency crises: empirical regularities. Washington, D.C.: International Monetary Fund, 1998. (IMF Working Paper). Disponível em: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/wp9889>>. Acesso em: 20 ago. 2003.

MILESI-FERRETTI, G. M.; RAZIN, A. Current account deficits and capital flows in East Asia and Latin America: are the early nineties different from the early eighties? In: ITO, T.; KRUEGER, A. O. (Ed.). Changes in exchange rates in rapidly developing countries: theory, practice, and policy issues. Chicago: Chicago Univ. Press, 1999. v. 7, p. 57-104.

MOREIRA, M. M. Estrangeiros em uma economia aberta: impactos recentes sobre produtividade, concentração e comércio exterior. Rio de Janeiro: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, 1999. (Texto para Discussão, 67). Disponível em: <<http://www.bndes.gov.br/conhecimento/td/TD-67.pdf>>. Acesso em: 2 set.2004.

MORENO-BRID, J. C. On capital flows and the balance-of-payments-constrained growth model. Journal of Post Keynesian Economics, Armonk, v. 21, n.2, p. 283-98, 1998-99.

MORENO-BRID, J. C. A new approach to test the balance of payments-constrained growth model, with reference to the Mexican economy. In: DAVIDSON, P. (Ed.). A Post Keynesian perspective on 21<sup>st</sup> century economic problems. Cheltenham: E. Elgar, 2002. p. 89-107.

MORENO-BRID, J. C. Capital flows, interest payments and the balance-of-payments constrained growth model: a theoretical and empirical analysis. Metroeconomica, Oxford, v. 54, n.2-3, p. 346-65, 2003.

MORENO-BRID, J. C.; PÉREZ, E. Balance-of-payments-constrained growth in Central América: 1950-96. Journal of Post Keynesian Economics, Armonk, v. 22, n.1, p. 131-47, 1999.

MORTIMORE, M. Corporate strategies for FDI in the context of Latin America's new economic model. World Development, Oxford, v. 28, n.9, p. 1611-26, 2000.

NAKABASHI, L. Crescimento com restrição no Brasil: uma abordagem com diferentes elasticidades. Belo Horizonte: CEDEPLAR/FACE/UFGM, 2003. (Texto para Discussão, 203). Disponível em: <<http://www/cedeplar.ufmg.br/pesquisas/td/TD203.pdf>>. Acesso em: 25 ago. 2004.

NEGRI, F. de; LAPLANE, M. F. Impactos das empresas estrangeiras sobre o comércio exterior brasileiro. Brasília: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada, 2003. (Texto para Discussão, 1002).

OBSTFELD, M. International macroeconomics: beyond the Mundell-Fleming model. 2000. Disponível em: <<http://elsa.berkeley.edu/~obstfeld/ftp/mundell-fleming/mundell-fleming.pdf>>. Acesso em: 25 mar. 2004

OBSTFELD, M.; ROGOFF, K. The intertemporal approach to the current account. In: GROSSMAN, G. N.; ROGOFF, K. Handbook of international economics. Amsterdam: Elsevier, 1995. v. 3, p. 1731-99.

OBSTFELD, M.; ROGOFF, K. Foundations of international macroeconomics. Cambridge: MIT Press, 1996.

OECD – Organization for Economic Co-operation and Development. Quarterly National Accounts. Disponível em: <<http://oecdnt.ingenta.com/OECD/eng/TableView/Wdsdim/dimensionp.asp?IVTFileName=6cqna.ivt>>. Acesso em: 2 fev. 2005

OSTRY, J. D. Current account imbalances in ASEAN countries: are they a problem? Washington, D.C.: International Monetary Fund, 1997. (IMF Working Paper). Disponível em: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/wp9751.pdf>>. Acesso em: 25 mar. 2004.

PINHEIRO, A. C.; GIAMBIAGI, F.; GOSTKORZEWICZ, J. O desempenho macroeconômico do Brasil nos anos 90. In: GIAMBIAGI, F.; MOREIRA, M. M. (Org.). A economia brasileira nos anos 90. Rio de Janeiro: BNDES, 1999. p. 11-41.

PORCILE, G.; CURADO, M. Rigidez na balança comercial e movimentos de capital: uma abordagem estruturalista. Revista Brasileira de Economia, Rio de Janeiro, v. 56, n. 3, p. 483-95, 2002.

RAZIN, A. The dynamic-optimizing approach to the current account: theory and evidence. In: KENEN, P. B. Understanding interdependence: the macroeconomics of the open economy. Princeton: Princeton Univ. Press, 1995. p. 169-98.

REISEN, H. Sustainable and excessive current account deficits. Paris: OECD Development Centre, 1998. (Technical Papers, 132). Disponível em: <<http://www.oecd.org/dataoecd/18/39/1922517.pdf>>. Acesso em: 25 mar. 2004.

REVUELTA, J. H.; FIDALGO, J. S. El papel del endeudamiento exterior en el crecimiento económico de los países subdesarrollados: la inevitabilidad de la deuda externa. Investigación Económica, México, v. 62, n. 244, p. 93-118, 2003.

ROCHA, F. Correção Feldstein-Horioka: indicador de mobilidade de capitais ou de solvência? Revista de Economia Política, São Paulo, v. 23, n. 1, p. 3-11, 2003.

ROCHA, F.; BENDER, S. Present value tests of the Brazilian current account. Revista Economia Aplicada, São Paulo, v. 4, n. 2, p. 203-22, 2000.

SACHS, J. D. The current account and macroeconomic adjustment in the 1970s. Brookings Papers on Economy Activity, Washington, 1, p. 201-68, 1981.

SACHSIDA, A.; CAETANO, M. A. Relações de curto e longo prazos entre as poupanças interna e externa brasileiras. Brasília: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada, 1998. (Texto para Discussão, 577).

SACHSIDA, A.; TEXEIRA, J. R. Impacto de desvalorizações cambiais sobre a conta corrente no Brasil. Brasília: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada, 1999. (Texto para Discussão, 660).

SAWADA, Y. Are the heavily indebted countries solvent?: tests of intertemporal borrowing constraints. Journal of Development Economics, Amsterdam, v. 45, n. 2, p. 325-37, 1994.

SENNA, F. A. de A.; ISSLER, J. V. Mobilidade de capitais e movimentos da conta corrente do Brasil: 1947-1997. Rio de Janeiro: Escola de Pós-Graduação da Fundação Getúlio Vargas, 2000. (Ensaio Econômico, 379). Disponível em: <<http://epge.fgv.br/portal/arquivo/1227.pdf>>. Acesso em: 25 ago. 2004.

SOUZA, L. A. O. de. A questão do desequilíbrio intertemporal do balanço de pagamentos brasileiro a partir da segunda metade dos anos 1990: um exame do debate recente. 2002. Dissertação (Mestrado) – Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2002.

SURANOVIC, S. Introduction: how to evaluate trade imbalances. 1999. Disponível em: <<http://internationalecon.com/tradeimbalance/introduction.html>>. Acesso em: 25 nov. 2003.

TEIXEIRA, H. C. F. Consumption Smoothing in Latin America: an empirical assessment de present value models. 2003. Dissertação (Mestrado) – Escola de Pós-Graduação da Fundação Getúlio Vargas, Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, 2003.

THIRLWALL, A. P. Balance-of-payments theory and the United Kingdom experience. 3<sup>rd</sup> ed. London: MacMillan Press, 1986.

THIRLWALL, A. P. Reflections on the concept of balance-of-payments-constrained growth. Journal of Post Keynesian Economics, Armonk, v. 19, n. 3, p. 377-85, 1997.

UNCTAD - United Nations Conference on Trade and Development. Handbook of statistics on-line. Disponível em: <<http://stats.unctad.org/restricted/eng/ReportFolders/Rfview/Explorerp.asp>>. Acesso em: 25 ago. 2004.

UNCTAD - United Nations Conference on Trade and Development. Trade and development report. Geneva: United Nations, 1996.

UNCTAD - United Nations Conference on Trade and Development. Trade and development report. Geneva: United Nations, 1997.

UNCTAD - United Nations Conference on Trade and Development. Trade and development report. Geneva: United Nations, 1999a.

UNCTAD - United Nations Conference on Trade and Development. World investment report: Foreign direct investment and the challenge of development. Geneva: United Nations, 1999b.

UNCTAD - United Nations Conference on Trade and Development. UNCTAD Handbook of international trade and development statistics. Geneva: United Nations, 2001.

UNCTAD - United Nations Conference on Trade and Development. Trade and development report. Geneva: United Nations, 2002.

UNCTAD - United Nations Conference on Trade and Development. Trade and development report. Geneva: United Nations, 2003.

UNCTAD - United Nations Conference on Trade and Development. Development and globalization: facts and figures. Geneva: United Nations, 2004.

VENTURA-DIAS, V. Reglas multilaterales e intereses nacionales en América Latina: nota de investigación. Perfiles Latinoamericanos, n.23, p. 173-200, 2003.