

Déficit em conta corrente, investimentos e gasto público no Brasil: uma análise empírica

Cleomar Gomes da Silva¹
Denílson Torcate Lopes²
Victor Scalet Viegas Alves³

Resumo: O objetivo deste artigo é estudar empiricamente a relação entre saldo em transações correntes, investimentos e gastos públicos no Brasil. O intuito é verificar como se comporta a conta corrente frente a choques advindos da política fiscal e da necessidade de investimentos, e como isso influencia o crescimento econômico do país. A análise metodológica se vale de modelos de séries temporais para o período compreendido entre a implementação do Plano Real até meados de 2010. Em linhas gerais, o trabalho conclui que tanto o investimento quanto o gasto público provocam déficits em conta corrente, sendo o impacto mais forte advindo dos investimentos. Além disso, gastos públicos e investimentos precedem uma eventual deterioração de conta corrente. Isso significa que o país ainda está se valendo do crescimento com poupança externa, não gerando poupança doméstica suficiente para financiar investimentos de longo prazo.

Palavras-Chave: Transações Correntes, Gastos Públicos, Investimentos, Poupança Externa

Déficit em conta corrente, investimentos e gasto público no Brasil: uma análise empírica

Abstract: The aim of this paper is to examine the relationship between the current account, investments and public spending in Brazil. Our objective is to verify how the current account behaves when disturbances to investments and government spending occur, and how they influence the country's economic growth. The econometric methodology used involves time series analysis for the period ranging from the beginning of the Real Plan to the middle of 2010. Our results show that both investments and public expenditure cause current account deficits (the latter being less severe). Therefore, the Brazilian economy does not generate enough domestic savings to finance its long run investments, meaning that the country is still promoting its growth through the use of external savings.

Keywords: Current Account Adjustment, Public Spending, Investments, External Savings

Classificação JEL: F21, F32, F43

Introdução

A relação entre o comportamento do saldo em transações correntes de um país, os gastos públicos e os investimentos necessários para que crescimento econômico seja propiciado de fato vem, há tempos, chamando a atenção de pesquisadores tanto do ponto de vista teórico quando do ponto de vista empírico. O clássico trabalho de Feldstein & Horioka (1980) argumenta que um país não necessariamente precisa de poupança doméstica para poder obter crescimento econômico. Basta que o mesmo ofereça condições de segurança para investidores estrangeiros que ele obterá poupança externa, via investimento estrangeiro, seja direto ou em carteira. Isso se tornou um dos

¹ Cleomar Gomes da Silva. Docente do Instituto de Economia da Universidade Federal de Uberlândia. E-mail: cleomargomes@ie.ufu.br.

² Denílson Torcate Lopes. Fiesp – Departamento de Estudos Econômicos. E-mail: denilson.lobes@fiesp.org.br

³ Victor Scalet Viegas Alves. Economista – São Paulo. E-mail: victor.scalet@hotmail.com

principais dilemas da macroeconomia⁴, pois os dados mostram que as economias campeãs em crescimento econômico são grandes poupadoras domésticas, não incorrendo em déficits em conta corrente para poderem financiar suas expansões econômicas.

Além deste déficit externo, existe ainda o problema fiscal. Em um equacionamento via sistema de contas nacionais, qualquer elevação dos gastos governamentais gera um aumento da absorção doméstica que, se não acompanhado por elevações da oferta agregada, leva a uma tendência de queda das exportações líquidas e consequente problema nas transações correntes de determinado país. Daí a famosa hipótese dos déficits gêmeos, cuja assertiva principal diz que um aumento no déficit orçamentário governamental gera, necessariamente, um aumento no déficit em conta corrente. Isso acontece, pois, dada a necessidade de financiamento do setor público, as taxas de juros domésticas devem ser elevadas, ocorrendo um desvio em relação aos juros internacionais, maior ingresso de capital estrangeiro e consequente apreciação cambial.

Significa que a relação entre o saldo em transações correntes com a necessidade de investimentos e com o financiamento dos gastos públicos tem implicações cruciais para a economia de um país, devido à relação entre baixos níveis de poupança doméstica e necessidade de captação de poupança externa. Esse ponto é extremamente crucial para o caso brasileiro, cuja discussão acerca da taxa ótima de crescimento econômico, sem geração de pressões inflacionárias, tem sido acirrada. Certamente, o crescimento do PIB potencial passa pela expansão dos investimentos produtivos e pelo controle dos gastos públicos. Ocorre que a maior demanda por investimento somente é viabilizada mediante maior taxa de poupança, seja doméstica ou externa. Muito mais que isso, a experiência internacional mostra que a poupança doméstica é extremamente necessária para que este crescimento do PIB seja sustentado no longo prazo.

O objetivo deste artigo é estudar empiricamente a relação entre saldo em transações correntes, investimentos e gastos públicos no Brasil para o período compreendido entre a implementação do Plano Real até meados de 2010. O intuito é verificar como é o comportamento das transações correntes frente a choques advindos da política fiscal e da necessidade de investimentos, e como isso influencia o crescimento econômico do país. A metodologia econométrica das Funções de Resposta a Impulso, além dos Testes de Causalidade Granger, mostra que tanto o investimento quanto o gasto público provocam déficits em conta corrente, sendo o impacto mais forte advindo dos investimentos. Além disso, gastos públicos e investimentos precedem uma eventual deterioração de conta corrente. Isso significa que o país ainda está se valendo do crescimento com poupança externa, não gerando poupança doméstica suficiente para financiar investimentos de longo prazo.

Além desta introdução, este artigo fará uma breve revisão da literatura pertinente ao tema na seção 2. A seção 3 fará um breve relato das evidências empíricas. A seção 4 tratará da base de dados e da estatística descritiva. A seção 5 tratará da metodologia de análise e também reportará os resultados. A sexta seção concluirá o artigo.

1. Uma breve revisão da literatura

Bresser-Pereira & Nakano (2003) argumentam que países altamente endividados, particularmente os latino americanos, apresentaram expansão econômica decepcionante nos anos 1990, como decorrência de um crescimento baseado em poupança externa. A onda de fluxo de capital observada no mundo levou a pesados déficits em conta corrente e a uma expansão de dívida externa. Em termos práticos, essa estratégia envolveu taxas de câmbio valorizadas e altas taxas de juros. A consequência paradoxal foi a adoção, pelos países endividados, de um populismo cambial que, de acordo com os autores, é uma forma mais perigosa de populismo econômico.

⁴ Outros dilemas interessantes podem ser encontrados em Obstfeld & Rogoff (2000).

Bresser-Pereira & Gala (2007) vão em direção similar e listam algumas razões para a entrada de poupança externa não gerar crescimento econômico. De acordo com os autores, países de renda média são pobres em capital e apresentam déficits em conta corrente, geralmente financiados por empréstimos externos ou pelo ingresso de investimento direto estrangeiro. O argumento é que este fluxo financeiro tem pouco impacto na taxa de acumulação de capital, uma vez que está associado à apreciação cambial, resultando em aumento artificial do salário real. Como consequência, há substituição do uso de poupança doméstica por poupança externa, financiando a expansão do consumo, e não do investimento. Para Bresser-Pereira e Gala (2007), o aumento dos investimentos só é esperado se a taxa de retorno for muito superior à taxa de juros de longo prazo, incentivando a queda da propensão marginal a consumir. Neste cenário a substituição do uso de poupança doméstica por poupança externa tende a ser menor e, portanto, a última passará a contribuir para o aumento dos investimentos.

Pastore, Pinotti & Pagano (2010) argumentam que, apesar de terem ocorrido melhoras no período recente, o Brasil continua enfrentando limites para o crescimento econômico, principalmente por conta do baixo nível de poupança da economia brasileira e das baixas taxas de investimento (% PIB). Além disso, o investimento existente tem forte dependência de poupança externa. Isso gera déficits persistentes nas contas correntes que, por conseguinte, elevam o passivo externo do país e depreciam a taxa de câmbio real. O resultado é que tal conjuntura não se sustenta ao longo do tempo, impedindo a continuidade de tal arranjo e de taxas de investimento mais elevadas.

Do ponto de vista da literatura internacional, Edwards (1995) estuda os fatores que influenciam as taxas de poupança pública e privada para um conjunto de 36 países no período entre 1970 e 1992. A conclusão é que o crescimento do PIB per capita é um dos fatores mais importantes para definição da taxa de poupança dos agentes públicos e privados. Além disso, a existência da seguridade social tende a reduzir a taxa de poupança dos agentes. A instabilidade política afeta principalmente a poupança pública, assim como o grau de desenvolvimento financeiro afeta principalmente a taxa de poupança privada. Na relação entre a poupança pública e a privada, o autor conclui que um aumento na primeira leva a uma redução, ainda que proporcionalmente menor, na segunda. O autor também percebe uma relação direta entre ingresso de poupança externa e resultado das transações correntes, ainda que o aumento daquela esteja relacionado também a um déficit em menor proporção desta.

Em estudo sobre fluxos de capitais e poupança, Reinhart & Talvi (1998) encontram evidências de que a relação da poupança doméstica com o fluxo de poupança externa é semelhante na Ásia e na América Latina no curto prazo. No entanto, os autores concluem que as diferenças na taxa doméstica de poupança no longo prazo se dão por fatores que não somente o fluxo de capitais, mas principalmente devido a tendências demográficas, PIB per capita e sentimento de insegurança baseados em políticas econômicas adotadas anteriormente.

Em consenso com os argumentos de Feldstein & Horioka (1980), Eichengreen & Leblang (2002) estudam os efeitos da liberalização da conta capital no crescimento econômico. Os autores identificam tal liberalização como positiva para o crescimento, pois permite que o capital externo possa ser alocado de maneira mais eficiente em projetos com taxas de retornos maiores. Tais resultados podem ser ainda mais expressivos se o país apresentar um sistema financeiro desenvolvido e regulamentado e o sistema financeiro internacional estiver estável. No entanto, efeitos negativos podem acontecer. Se o mercado doméstico for protegido das falências a ponto de favorecer a tomada excessiva de risco, a entrada de capital estrangeiro pode levar os agentes emprestadores a tomarem posições ainda mais frágeis, podendo gerar uma crise financeira. Em períodos de turbulência internacional o mercado doméstico também estará mais exposto ao capital externo, podendo restringir ainda mais o crescimento econômico.

Por outro lado, Prasad, Rajan & Subramanian (2007) encontram correlação positiva entre crescimento e superávit em transações correntes, não existindo relação entre influxo de capital estrangeiro e aceleração do crescimento. Países em desenvolvimento que obtiveram crescimento

econômico expressivo têm capacidade limitada de absorção de capital externo, mercados financeiros pouco desenvolvidos ou são propensos à supervalorização dos ativos devido ao grande influxo de capital estrangeiro.

Acerca da relação entre saldo em transações correntes e gastos públicos, Khalid & Guan (1999) analisam a causalidade entre déficit orçamentário e déficit em conta corrente, tal como a direção desta causalidade. Para dados anuais de um conjunto de países desenvolvidos e emergentes⁵, técnicas de cointegração indicam uma ausência de relação de longo prazo entre os 2 déficits para os países desenvolvidos, enquanto que tal relação não é rejeitada para os países em desenvolvimento.

Monacelli & Perotti (2010) utilizam os dados trimestrais (1980:01 a 2006:04) dos EUA, Reino Unido, Canadá e Austrália para uma análise dos efeitos dos gastos do governo na taxa real de câmbio, conta corrente e co-movimentos com o PIB e consumo privado. Os resultados mostram que em todos os países um aumento dos gastos do governo leva a uma depreciação da taxa de câmbio real e um déficit na balança comercial, apesar de, especialmente nos EUA, o efeito deste tender a ser pequeno. Em segundo lugar, todos os países mostram uma elevação do consumo privado em resposta a um choque dos gastos do governo, influenciando a taxa de câmbio real. Fazendo comparações de resultados, os autores citam as divergências em relação aos trabalhos de Kim & Roubini (2008) e Corsetti & Muller (2006), cujos resultados apontam para uma melhora significativa nas transações correntes (% PIB) dos EUA, dado um choque na razão déficit orçamentário/PIB dos EUA. Para Monacelli & Perotti (2010), os resultados distintos se devem aos diferentes métodos de especificação e identificação dos modelos utilizados.

Beetsma, Giuliodori & Klaassen (2008) investigam as consequências de um aumento nos gastos públicos para a balança comercial e déficits orçamentários da União Europeia. As estimações mostram que uma elevação de 1% nos gastos do governo (% PIB) produz uma queda na balança comercial entre 0,5% e 0,8% (% PIB). Além disso, o aumento nos gastos do governo gera um impacto de 0,7% do PIB no déficit orçamentário, corroborando a hipótese dos déficits gêmeos.

Ali Abbas et alli. (2010) examinam a relação entre política fiscal e conta corrente para uma amostra de 124 países. Os autores utilizam técnicas de regressões em painel, assim como a metodologia de vetores auto-regressivos para o período entre 1985 e 2007. De forma geral, os resultados indicam que um aperto na política fiscal de 1 ponto percentual do PIB está associado com uma melhora nas transações correntes de 0,2-0,3 ponto percentual do PIB. Tal associação é forte em países emergentes e de baixa renda, assim como em economias avançadas.

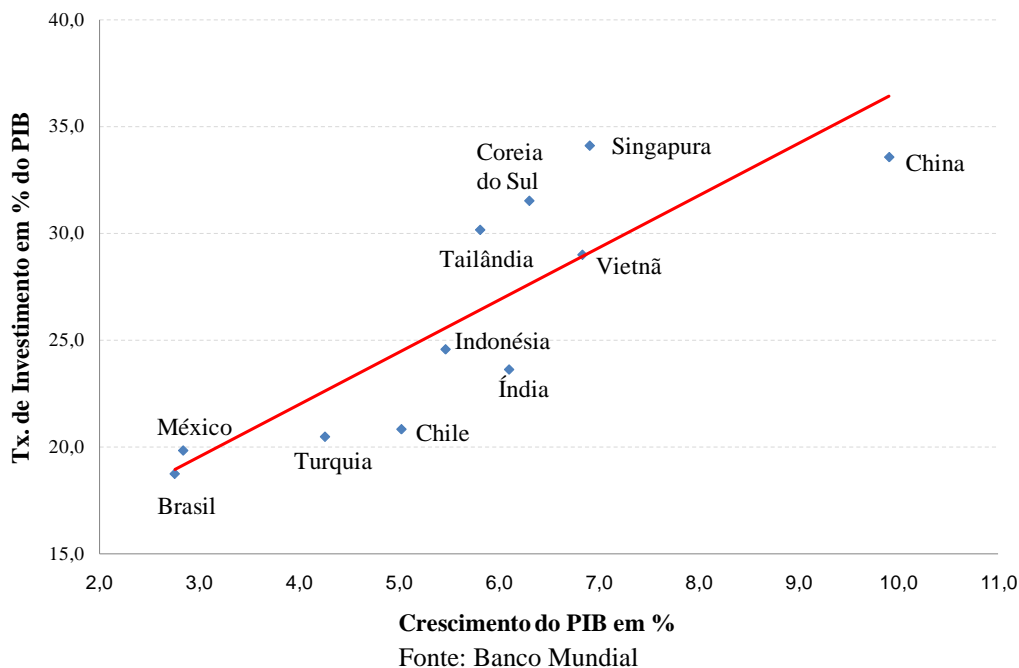
2. As evidências empíricas⁶

Não há dúvida que a fonte de crescimento econômico sustentado está em taxas de investimento consideráveis ao longo do tempo. Tal regularidade empírica pode ser corroborada pelas observações contidas no Gráfico 1, que deixa claro que maior taxa de crescimento está relacionada com maior taxa de investimento como proporção do PIB. Dados do Banco Mundial mostram que, entre 1995 e 2008, a China investiu aproximadamente 40% do PIB, gerando um crescimento médio do PIB de 9,7%. Já a Índia obteve crescimento médio de 6,9%. Mas, para isso investiu, em média, 26,6% do PIB. Para caso o específico do Brasil, a posição não é confortável. No período entre 1980 e 2008 o país investiu, em média, 18,7% do PIB, o que propiciou um crescimento médio do PIB de 2,8%. Se tomarmos o período de 1995 a 2008, notamos que houve uma redução da nossa taxa média de investimento para 16,8%.

⁵ EUA, Reino Unido, França, Canadá, Austrália, Índia, Indonésia, Paquistão, Egito e México.

⁶ Pastore, Pinotti & Pagano (2010) fazem análise similar, e bem mais detalhada, para o caso brasileiro.

GRÁFICO 1 - Relação entre taxa de investimento e crescimento do PIB (média de 1980 a 2008)



Por outro lado, o financiamento do investimento passa necessariamente pela geração de poupança. Quando comparada a níveis internacionais, a taxa de poupança brasileira (% PIB) é bastante baixa, com média de 17,5% entre 1995 a 2008 (Tabela 1). Este é o pior desempenho entre os países analisados e é parte importante na explicação de nossas baixas taxas de investimento e crescimento econômico.

Ao serem desagregados os principais componentes da poupança doméstica brasileira, nota-se um comportamento bem distinto entre os 3 atores principais (Tabela 2). Dados do IBGE mostram que as empresas responderam por uma taxa de poupança de 14,2% em média (entre 2000 e 2009). Este percentual é aproximadamente 3 vezes a taxa de poupança das famílias, já que estas têm respondido por 5 pontos percentuais dos 16,2% da taxa de poupança brasileira. Do lado da poupança governamental, a contribuição é negativa (-3,1% em média), apesar de o déficit público estar com tendência de queda (fato positivo, mas ainda insuficiente).

TABELA 1 - Países: taxa de poupança (% PIB)

Países	Média de 1995 a 2008
Singapura	48,1
China	44,4
Coreia do Sul	33,4
Tailândia	32,8
Indonésia	29,2
Chile	27,3
Índia	26,8
Vietnã	25,5
México	22,6
Turquia	18,4
Brasil	17,5

Fonte: Banco Mundial

TABELA 2 - Brasil: taxa de poupança desagregada (% PIB)

Ano	Poupança Empresas	Poupança Governo	Poupança Famílias	Poupança Total
2000	12,0	-3,5	5,2	14,0
2001	12,7	-4,8	5,4	13,5
2002	13,3	-4,5	5,7	14,7
2003	13,8	-3,5	5,6	16,0
2004	14,5	-1,4	5,2	18,5
2005	14,0	-1,3	4,5	17,3
2006	15,5	-2,8	4,7	17,6
2007	16,5	-3,2	4,8	18,1
2008	15,6	-2,3	4,7	18,0
2009	13,9	-4,0	4,6	14,6
Média 2000 – 2009	14,2	-3,1	5,0	16,2

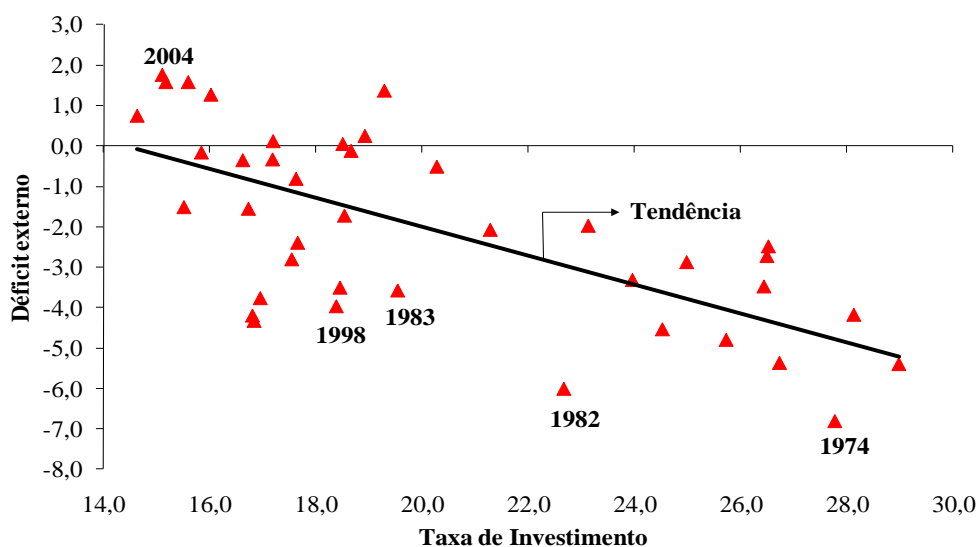
Fonte: IBGE

Nota: os percentuais desagregados para 2007, 2008 e 2009 são projeções dos autores

Desta maneira, a baixa taxa de poupança doméstica faz com que país recorra a fontes externas de financiamentos de investimentos, gerando um aumento do déficit em transações correntes. Essa insuficiência de poupança doméstica, e a conseqüente necessidade de complementação da poupança externa para atender a maior demanda de investimento, pode ser bem vista no Gráfico 2. Fica claro que maiores taxas de investimentos são inversamente ligadas a maiores déficits externos.

De fato, toda a diferença entre a poupança doméstica e o investimento deve ser inexoravelmente balanceada pelo saldo em transações correntes. Quando analisamos dados brasileiros mais recentes, este fato fica mais evidente, principalmente durante períodos de forte crescimento da economia, como nos anos de 2000-2002 e 2007-2009. Por exemplo, no ano de 2009 a taxa de poupança doméstica foi de 14,6%, afetada pela crise internacional, e o investimento foi de 16,5%. Portanto, a diferença de 1,9 p.p. foi equilibrada por um déficit de 1,65% nas transações correntes.

GRÁFICO 2 - Taxa de investimento e déficit em transações correntes (% PIB) (1970-2009)

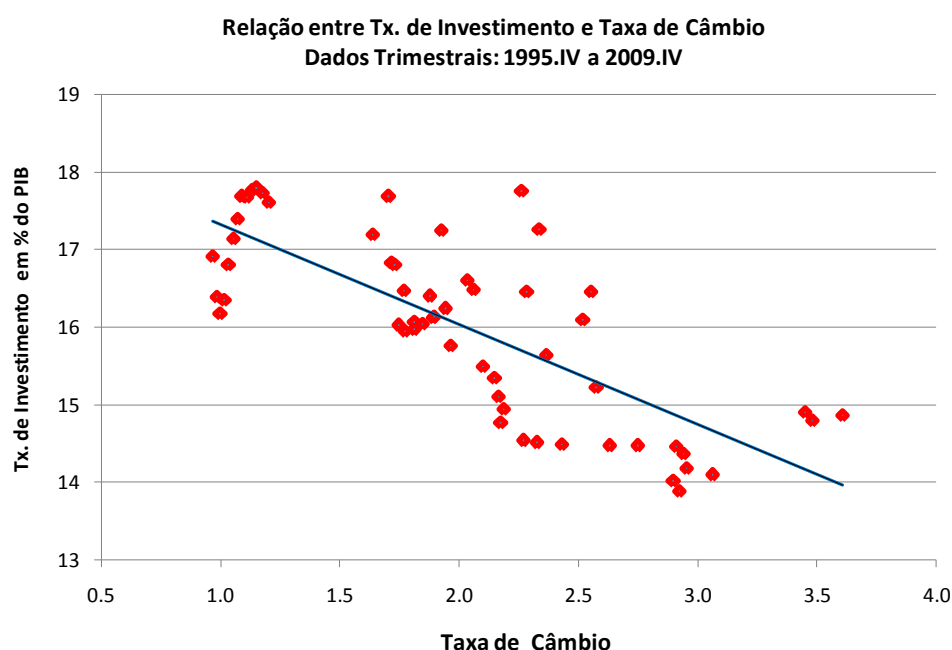


Fonte: BC e IBGE

Devido ao descasamento entre a taxa de investimento e a taxa de poupança doméstica, momentos de forte crescimento dos investimentos se refletem num maior déficit externo em transações correntes e em um maior ingresso de capitais estrangeiros necessários para financiar tal déficit. Isso é caracterizado, primordialmente, pela entrada de recursos do exterior na forma de investimento estrangeiro direto e em portfólio (ações e renda fixa). Em 2009, o déficit em transações correntes fechou o ano em US\$ 24 bilhões. Mas os investimentos estrangeiros, seja IED ou investimentos em ações e renda fixa, fecharam o ano em US\$ 72 bilhões. O resultado foi um saldo positivo do Balanço de Pagamentos de US 47 bilhões, suplantando em muito as necessidades de financiamento externo do país.

Por outro lado, o influxo líquido de capitais tem como subproduto uma taxa de câmbio real persistentemente mais apreciada (Gráfico 3). Significa que tais capitais, importantes para o financiamento de nosso investimento, também promovem a redução da competitividade dos produtos brasileiros no exterior.

GRÁFICO 3 - Relação entre taxa de investimento e taxa de câmbio (1995:4T – 2009:4T)



3. Os Dados e a Estatística Descritiva

As variáveis utilizadas na estimação empírica foram selecionadas com base nos trabalhos de Monacelli & Perotti (2007) e Ali Abbas et alli. (2010). São elas: 1) Produto Interno Bruto (PIB); 2) Consumo das Famílias; 3) Formação Bruta do Capital Fixo; 4) Gastos do Governo; 5) Saldo em Transações Correntes (% PIB); 6) Impostos Líquidos; 7) Taxa Real de Câmbio. A periodicidade é trimestral abrangendo desde o 1º trimestre de 1995 até o 1º trimestre de 2010, em um total de 61 observações. Além disso, utilizamos uma variável dummy separando o regime de taxa de câmbio fixo (até o final de 1998), do regime de taxa de câmbio flutuante⁷.

A estatística descritiva (Tabela 3) mostra que o Brasil apresentou déficit médio em conta corrente de 1,6% do PIB, chegando a registrar de -4,6% a 1,8% em distintos períodos. O crescimento médio do PIB de 0,7% significa uma taxa anualizada de 2,8%, uma expansão modesta, porém, pouco volátil. O consumo das famílias e o investimento cresceram a uma taxa média de

⁷ Também estimamos o mesmo modelo sem dummy e não houve mudança significativa dos resultados.

0,8% ao trimestre. No entanto, o desvio padrão observado no investimento foi de 4,1%, o que pode ser evidenciado pelo pico de 7,5%, ante um vale de -12% em seu pior resultado. Os gastos do governo cresceram a uma taxa média de 0,5% ao trimestre. Mas os resultados se mostraram voláteis, uma vez que o maior crescimento registrado foi de 12,5% em um trimestre, frente queda de 14,9% em outra ocasião. Por fim, os impostos líquidos cresceram 0,9% ao trimestre e a taxa de câmbio real apresentou períodos de forte depreciação, apontado pelo valor mínimo de 10,0 pontos no número índice, e forte apreciação, atingindo o ápice de 99,7 pontos.

TABELA 3 - Estatística descritiva

Estatística	Média	Mediana	Máximo	Mínimo	Desvio Padrão
Conta Corrente	-1,6	-1,8	1,8	-4,6	2,1
PIB	0,7	1,1	3,3	-3,3	1,3
Consumo das Famílias	0,8	1,0	4,4	-3,1	1,6
Investimento (FBCF)	0,8	1,1	7,5	-12,0	4,1
Gastos do Governo	0,5	0,5	12,5	-14,9	3,2
Impostos Líquidos	0,9	1,2	4,9	-6,2	2,6
Taxa de Câmbio Real	56,38	69,33	99,70	10,00	35,45

Fonte: IBGE e Ipeadata. Nota: Conta Corrente como % PIB.

4. A metodologia de análise e os resultados

Nesta seção, utilizaremos a metodologia econométrica dos Vetores Auto-Regressivos (VAR), e suas estatísticas adjacentes: Funções de Resposta a Impulso e Testes de Causalidade Granger.⁸ A primeira estatística nos ajudará a entender melhor o comportamento da conta corrente frente a choques advindos dos gastos do governo e dos investimentos, ao passo que a segunda informará a relação causal entre conta corrente e gastos do governo e entre conta corrente e investimentos. Vale lembrar que tal relação causal está ligada à questão de precedência no sentido temporal somente, e não relação de causalidade tal como o sentido mais comum da palavra pode sugerir.

Como de praxe, iniciamos a análise com os tradicionais testes de raiz unitária para as variáveis em questão, todas reportadas no anexo na Tabela 6 (em nível) e na Tabela 7 (em primeira diferença). Tais testes nos levam a optar pela utilização da modelagem VAR em primeira diferença enfatizando, assim, o processo de curto prazo do estudo. Desta forma, todas as variáveis foram transformadas em suas respectivas primeiras-diferenças do log, com exceção do saldo em transações correntes (% do PIB). Na sequência, procedemos à procura de uma melhor especificação para o modelo a ser estimado, via Critério de Seleção Schwarz. A Tabela 8 mostra que o modelo mais adequado é um VAR com 1 defasagem. Além disso, testes de diagnósticos adicionais dos resíduos corroboraram a escolha desta defasagem única.

4.1. O comportamento da conta corrente frente a um choque nos gastos do governo

Não há dúvida que um choque nos gastos do governo tem influência na absorção doméstica do país e deverá ser financiado, seja em âmbito interno ou externo. A pergunta a ser respondida está

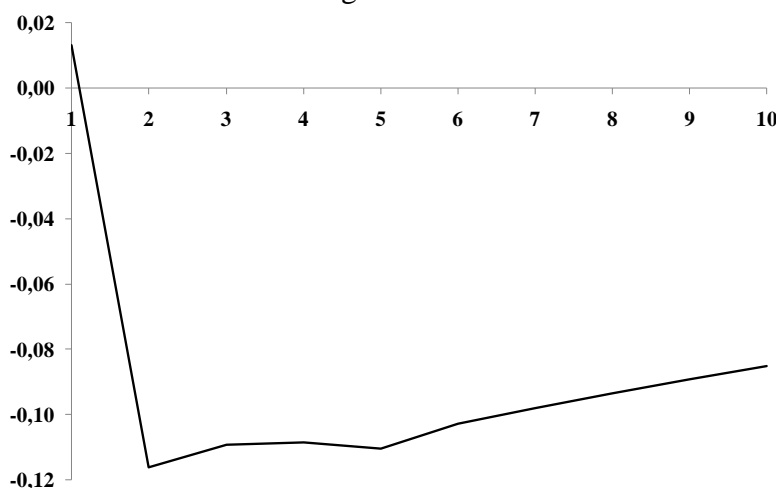
⁸ Sobre a primeira, optamos pelo uso das Funções Generalizadas de Resposta a Impulso, desenvolvidas por Pesaran & Shin (1998), que evitam o uso da decomposição de Cholesky para a definição do ordenamento correto das variáveis na modelagem VAR. No caso dos Testes de Causalidade Granger, para não incorrerem no risco de estimá-los com defasagens equivocadas, procedemos com a estimação tradicional do modelo, via regressão OLS, até encontrar a defasagem correta que gerasse um Teste Wald com parâmetros estatisticamente iguais a zero em um teste F.

relacionada ao comportamento das transações correntes brasileiras, dado um impulso nas contas públicas. O Gráfico 4 mostra que um choque nas contas públicas causa uma deterioração persistente das transações correntes, que se mostra mais proeminente entre o primeiro e o segundo trimestres, quando o mínimo é atingido. Posteriormente, há um início de reversão da dinâmica, sem que se note uma convergência mesmo depois de 10 trimestres. Quando se analisa o período de 1 ano, um choque nos gastos do governo deteriora as transações correntes em 0,11 ponto percentual.

Para efeito de comparação, Ali Abbas et alli. (2010) examinam um painel de dados de países desenvolvidos, emergentes e de baixa renda. No caso específico do conjunto de países emergentes e de baixa renda (onde se incluiria o Brasil), um choque de 1 desvio padrão nos gastos do governo (% PIB) gera uma piora da conta corrente de 0,36 ponto percentual (% PIB) na data do impacto, e de 0,53 (% PIB) após 1 ano. O desgaste da conta corrente se mantém significativo após 5 ou 6 anos para a amostra que inclui os exportadores de petróleo. Por sua vez, excluindo-se os países exportadores de petróleo, um choque fiscal de mesma magnitude deteriora a conta corrente em 0,29 ponto percentual do PIB na data do impacto, e em 0,34 após 1 ano.

Desta maneira, o quadro comparativo com o trabalho supracitado mostra que a dinâmica da deterioração da conta corrente frente a aumentos na despesa pública não distingue o caso brasileiro dos demais, embora o impacto seja menos intenso no caso das contas públicas brasileiras. O processo de reversão também tem características dinâmicas similares, guardadas as devidas proporções da força do impacto.

GRÁFICO 4 - Resposta da conta corrente a um choque de impulso generalizado dos gastos do governo



Nota: Funções Generalizadas de Resposta a Impulso de 1 desvio padrão, conforme Pesaran & Shin (1998).

Os Testes de Causalidade Granger⁹ também trazem resultados interessantes quanto ao comportamento das transações correntes brasileiras em relação a políticas fiscais expansionistas. A Tabela 4 mostra que a conta corrente não precede, no sentido Granger, os gastos do governo, ao passo que o contrário é verdadeiro, isto é, os gastos do governo precedem a conta corrente brasileira. Significa que a sequência de eventos é, primeiro, uma deterioração das contas públicas e, em seguida, um aumento do déficit em transações correntes.

Isso, mais uma vez, corrobora nosso argumento de que o aumento da despesa pública é sim crucial na determinação do nível de transações correntes do país. Além disso, tal fato nos faz atentar para o fato de o Brasil, assim como vários outros países, estar caminhando para uma conjunção de

⁹ Como teste de robustez, procedemos com a estimação dos Testes de Causalidade Granger com 2, 3 e 4 defasagens. Estes se mostraram consistentes com os resultados aqui relatados.

déficits em conta corrente e déficits orçamentários, fazendo com que cresça a preocupação com os chamados “déficits gêmeos”.

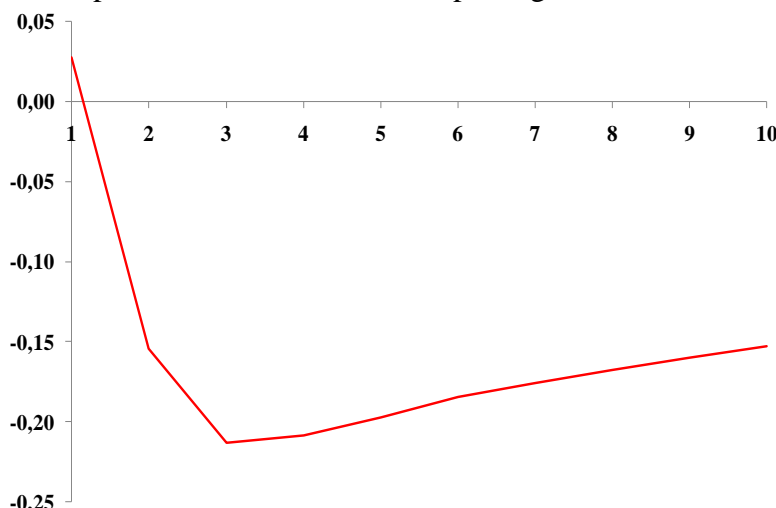
TABELA 4 - Testes de causalidade Granger

Hipótese Nula	Defasagem	Estatística F	Prob.
Conta Corrente não Granger-causa Gastos do Governo	1	0,22	0,63
Gastos do Governo não Granger-causa Conta Corrente	10	2,30	0,03

4.2. O comportamento da conta corrente frente a um choque nos investimentos

Há, também, a necessidade de se analisar se os investimentos produtivos, tão necessários para o crescimento econômico brasileiro, provocam resposta das transações correntes com dinâmica similar ao caso já citado dos gastos do governo. O Gráfico 5 mostra que a similaridade existe, mas há nuances interessantes no caso específico dos investimentos. A forte deterioração se estende até o terceiro trimestre, quando o mínimo é atingido. Vale salientar que este mínimo é o dobro do observado no caso da resposta em relação aos choques advindos dos gastos do governo. No período de 1 ano, as transações correntes brasileiras se deterioram em 0,21 ponto percentual por conta de um impacto provocado pelo crescimento dos investimentos. Posteriormente, há um início de reversão da dinâmica, mas fica bem claro que a resposta das transações correntes, frente a um impulso nos investimentos, é persistente ao longo do tempo.

GRÁFICO 5 - Resposta da conta corrente a impulso generalizado dos investimentos



Nota: Funções Generalizadas de Resposta a Impulso, conforme Pesaran & Shin (1998)

Como no caso dos gastos do governo, os Testes de Causalidade Granger¹⁰ também mostram características interessantes quanto ao comportamento da conta corrente brasileira em relação aos investimentos. Os resultados da Tabela 5 mostram que a conta corrente não precede, no sentido Granger, o investimento, ao passo que o contrário é verdadeiro, isto é, o investimento precede a conta corrente brasileira. Significa que, neste caso, a sequência de eventos vai da necessidade de investimentos para um aumento do déficit em transações correntes.

¹⁰ Como teste de robustez, procedemos com a estimação dos Testes de Causalidade Granger com 2, 3 e 4 defasagens. Estes se mostraram consistentes com os resultados aqui relatados.

TABELA 5 - Testes de causalidade Granger

Hipótese Nula	Defasagem	Estatística F	Prob.
Conta Corrente não Granger-causa Investimento	4	2,13	0,09
Investimento não Granger-causa Conta Corrente	3	7,37	0,0003

5. Conclusão

O objetivo deste artigo foi analisar a relação entre gastos públicos, necessidade de investimentos e déficit em transações correntes no Brasil. Os resultados mostram que tanto o investimento quanto o gasto público provocam déficits em conta corrente, sendo o impacto mais forte advindo dos investimentos. Além disso, ambos os gastos, públicos e investimentos precedem uma eventual deterioração de conta corrente.

Fica claro que o crescimento econômico sustentado no Brasil passa necessariamente pela expansão da capacidade produtiva que, por sua vez, está ligada à expansão dos investimentos produtivos e controle dos gastos públicos. Ocorre que a maior demanda por investimento somente é viabilizada mediante maior taxa de poupança (% PIB), seja doméstica ou externa. Os resultados mostram que, apesar de resolver, ao menos parcialmente, nosso problema de expansão da atividade produtiva, o recurso externo, reflexo de um baixo nível de poupança doméstica, gera consequências tais como taxas de juros mais elevadas que as taxas internacionais e taxa de câmbio apreciada. A (in)disciplina fiscal do setor público brasileiro é outro fator de grande contribuição para a baixa taxa de poupança interna.

Assim, uma agenda mínima para o aumento da poupança doméstica passa necessariamente pela implementação de uma política fiscal que recupere a poupança pública. Isso possibilita ganhos em termos de taxa de câmbio real menos apreciada visto que uma maior disciplina fiscal implica na queda da taxa de juros interna que, no limite, será equiparada com a taxa de juros internacional. O resultado é uma economia menos suscetível ao ingresso de capitais de caráter especulativo.

Em suma, este artigo mostra que o país não pode continuar crescendo sempre ancorado em crescentes déficits de conta corrente, e que a indisciplina fiscal também deve ser corrigida. Certamente, a consolidação de um equilíbrio entre o investimento e a poupança será elemento determinante na sustentabilidade do crescimento econômico do país no longo prazo, sem que haja pressões inflacionárias.

Referências

- Ali Abbas, S. M.; Bouhga-Hagbe, J.; Fatás, A. J.; Mauro, P. & Velloso, R.C. (2010). Fiscal Policy and the Current Account. **IMF Working Paper WP/10/121**.
- Beetsma, R.; Giuliodori, M. & Klaassen, F. (2008). The Effects of Public Spending Shocks on Trade Balances and Budget Deficits in the European Union. **Journal of the European Economic Association**, 6, p. 414-423.
- Bresser-Pereira, L. C. & Gala, P. (2007). Por que a poupança externa não promove crescimento. **Revista de Economia Política**, 27(1), p. 3-19.
- Bresser-Pereira, L. C. & Nakano, Y. (2003). Crescimento econômico com poupança externa? *Revista de Economia Política*, 22(2), p. 3-27.
- Corsetti, G. & Muller, G. J. (2006). Twin deficits: squaring theory, evidence and common sense, **Economic Policy**, 48, p. 598-638.
- Edwards, S. (1995). Why are savings rates so different across countries? An international comparative analysis. **NBER Working Paper No. 5097**.

- Eichengreen, B. & Leblang, D. (2002). Capital Account Liberalization and Growth: Was Mr. Mahathir Right? **International Journal of Finance and Economics**, 8, p. 205–224.
- Feldstein, M. & Horioka, C. (1980). Domestic Saving and International Capital Flows. **The Economic Journal**, 90 (358), p. 314–329.
- Khalid, A. M. & Guan, T. W. (1999). Causality tests of budget and current account deficits: Cross-country comparisons. **Empirical Economics**, 24, p. 389-402.
- Kim, S. & Roubini, N. (2008). Twin deficits or twin divergence? Fiscal policy, current account, and the real exchange rate in the US, **Journal of International Economics**, 74(2), p. 362–83.
- Monacelli, T. & Perotti, R. (2007). Fiscal Policy, the Trade Balance, and the Real Exchange Rate: Implications for International Risk Sharing. **8th Jacques Polak Annual Research Conference**, International Monetary Fund, Washington, DC—November 15-16.
- Monacelli, T. & Perotti, R. (2010). Fiscal Policy, the Real Exchange Rate and Traded Goods. **The Economic Journal**, 120 (May), p. 437–461.
- Obstfeld, M. & Rogoff, K. (2000). The Six Major Puzzles in International Macroeconomics: Is There a Common Cause? In: Bernanke, B. & Rogoff, K. (2000). **NBER Macroeconomics Annual 2000**, 15, p. 339–390.
- Pastore, A. C.; Pinotti, M. C. & Pagano, T. A. (2010). Limites ao Crescimento Econômico. **XXII Fórum Nacional 2010**. <http://www.forumnacional.org.br/pub/ep/EP0346.pdf>.
- Pesaran, M. H. & Shin, Y. (1998). Generalized Impulse Response Analysis in Linear Multivariate Models. **Economics Letters**, 58, p. 17-29.
- Prasad, E. S.; Rajan, R. G. & Subramanian, A. (2007). Foreign Capital and Economic Growth. **Brookings Papers on Economic Activity**, 1, p. 153(78).
- Reinhart, C. M. & Talvi, E. (1998). Capital flows and saving in Latin America and Asia: A reinterpretation. **Journal of Development Economics**, 57 (1), p. 45-66 (22).

Recebido em 03.05.2012

Aprovado em 25.02.2013

ANEXO

TABELA 6 - Testes de raiz unitária – variáveis em nível

	ADF (Ho: Raiz Unitária)						KPSS (Ho: Estacionaridade)					
	Estatística de Teste	Lag	Valores Críticos		Rejeita Ho		Estatística de Teste	Lag	Valores Críticos		Rejeita Ho	
			5%	10%	5%	10%			5%	10%	5%	10%
Conta Corrente	-1,51	1	-2,90	-2,59	Não	Não	0,22	6	0,46	0,35	Não	Não
PIB	1,78	0	-2,90	-2,59	Não	Não	1,54	6	0,46	0,35	Sim	Sim
Consumo das Famílias	1,19	1	-2,90	-2,59	Não	Não	1,11	6	0,46	0,35	Sim	Sim
Investimento (FBCF)	0,12	2	-2,90	-2,59	Não	Não	0,88	6	0,46	0,35	Sim	Sim
Gastos do Governo	1,98	4	-2,90	-2,59	Não	Não	1,14	6	0,46	0,35	Sim	Sim
Impostos Líquidos	1,23	0	-2,91	-2,59	Não	Não	0,88	6	0,46	0,35	Sim	Sim
Taxa de Câmbio Real	-1.84	1	-2,90	-2,59	Não	Não	0.28	6	0,46	0,35	Sim	Sim

Nota: Estimacões somente com constante. Conta Corrente como % PIB.

TABELA 7 - Testes de raiz unitária – variáveis em primeira diferença

	ADF (Ho: Raiz Unitária)						KPSS (Ho: Estacionaridade)					
	Estatística de Teste	Lag	Valores Críticos		Rejeita Ho		Estatística de Teste	Lag	Valores Críticos		Rejeita Ho	
			5%	10%	5%	10%			5%	10%	5%	10%
Conta Corrente	-5,89	0	-2,90	-2,59	Sim	Sim	0,13	4	0,46	0,35	Não	Não
PIB	-6,35	0	-2,90	-2,59	Sim	Sim	0,35	3	0,46	0,35	Não	Não
Consumo das Famílias	-6,54	0	-2,90	-2,59	Sim	Sim	0,31	2	0,46	0,35	Não	Não
Investimento (FBCF)	-6,36	1	-2,90	-2,59	Sim	Sim	0,19	6	0,46	0,35	Não	Não
Gastos do Governo	-9,65	1	-2,90	-2,59	Sim	Sim	0,20	20	0,46	0,35	Não	Não
Impostos Líquidos	-6,31	1	-2,90	-2,59	Sim	Sim	0,31	3	0,46	0,35	Não	Não
Taxa de Câmbio Real	-6,31	1	-2,90	-2,59	Sim	Sim	0,11	11	0,46	0,35	Não	Não

Nota: Estimacões somente com constante. Conta Corrente como % PIB.

TABELA 8 - Seleção do melhor modelo VAR

Defasagem	AIC	SC	HQ
0	30,72	31,21	30,91
1	26,91	29,09*	27,76*
2	27,52	31,40	29,04
3	27,50	33,07	29,68
4	26,51	33,77	29,35
5	26,40*	35,36	29,91

* indica a defasagem selecionada pelo critério

AIC: Akaike information criterion

SC: Schwarz information criterion

HQ: Hannan-Quinn information criterion

