

Efeitos das políticas econômicas dos países da OCDE sobre os países subdesenvolvidos não-exportadores de petróleo: uma resenha *

RUDIGER DORNBUSCH **

Este artigo analisa as evidências disponíveis a respeito dos impactos das políticas econômicas dos países da OCDE sobre os países subdesenvolvidos não-exportadores de petróleo, com base na idéia do "comércio como motor do crescimento". Uma seção teórica com evidências empíricas estabelece as ligações entre desempenho econômico nos países subdesenvolvidos e desenvolvidos, examinando-se como as variações cíclicas destes afetam o volume de comércio e as relações de troca dos países subdesenvolvidos, permitindo ou não atender ao serviço da dívida com retomada do crescimento. Usando a economia do bem-estar convencional do comércio externo, conclui que os ganhos foram mais do volume exportado e pouco devido a ganhos nas relações de troca, sendo necessário, pois, colocar, de um lado, a economia do bem-estar e a perspectiva política das relações de troca e das taxas reais de juros e, de outro, a questão da viabilidade financeira. Isto é feito examinando-se os vários agregados dos países subdesenvolvidos: preços das commodities, relação de troca, volume de exportações e taxas de juros. Na seção final juntam-se as evidências a fim de discutir as implicações de cenários macroeconômicos alternativos.

1 — Introdução

Este artigo analisa as evidências disponíveis sobre os impactos das políticas econômicas dos países da OCDE sobre os países subdesenvolvidos não-exportadores de petróleo (PSNE). Reconhece-se há bastante tempo a ligação existente entre o ritmo de crescimento dos países subdesenvolvidos e a prosperidade dos países desenvolvidos; o centro de tal discussão é a idéia do "comércio como motor do crescimento". Numa perspectiva de longo prazo há aceitação generalizada quanto ao potencial que tem o comércio internacional de transmitir crescimento dos países ricos para os pobres, embora se tenha questionado com frequência a adequação e a continuidade de tal transmissão. Lewis (1980) documentou a transmissão do crescimento, mas argumentou também que sua previsível perda de

* Agradeço as esclarecedoras opiniões de Olivier Blanchard, Stanley Fischer e Jeff Sachs.

** Do Massachusetts Institute of Technology.

dinamismo torna necessária a existência de motores auxiliares a fim de que os países subdesenvolvidos possam continuar crescendo a taxas satisfatórias [cf. Lewis (1980), Kravis (1970), Nurkse (1959), Reynolds (1983) e Riedel (1984)].

As ligações entre os países desenvolvidos e subdesenvolvidos são também relevantes no contexto dos ciclos de curto prazo, em relação ao problema do endividamento. É crença geral que a evolução macroeconômica da OCDE no período 1980/83 teve um papel significativo — talvez predominante — na crise financeira internacional. Ao mesmo tempo, governantes e instituições internacionais aceitaram a inequívoca evidência empírica de que uma taxa de crescimento sustentada de 3% ao ano para a OCDE, combinada com níveis não-crescentes da LIBOR e com alguma queda do dólar, possibilitaria aos países subdesenvolvidos endividados melhorar substancialmente suas posições, mesmo que eles consigam alguma recuperação de seus atuais estados recessivos [cf., por exemplo, FMI (1984) ou Cline (1984)].

A próxima seção apresenta as bases teóricas da interdependência, mostrando depois algumas evidências empíricas disponíveis. Vale a pena registrar, logo de saída, que são bem conhecidas as referidas ligações, predominando a crença de que seus fatos estilizados estejam firmemente estabelecidos, mesmo que as evidências empíricas não justifiquem tal confiança. Uma avaliação das implicações de diferentes combinações de políticas por parte dos países da OCDE encerra o trabalho.

2 — As ligações (*linkages*)

O padrão geral de relação entre o desempenho econômico de países subdesenvolvidos e desenvolvidos é sintetizado pelo fato de que altas taxas sustentadas de crescimento no centro promovem o crescimento da periferia. A estabilidade dessa relação a longo prazo — décadas ou um século —, da qual se ocuparam Lewis (1980) e outros, não precisa nos preocupar aqui. Simplesmente registramos a existência de tal relação. A Tabela 1 mostra a relação entre a taxa real de crescimento do PIB dos PSNE e a dos países desenvolvidos. As três equações diferem pelo fato de serem usadas três medidas para o crescimento dos países desenvolvidos, isto é, as taxas de crescimento da produção industrial, do PIB real e do volume de importações como variáveis explicativas. Em cada caso entra-se com a variável explicativa na forma de defasagens distribuídas. Essas regressões confirmam que o crescimento sustentado dos países desenvolvidos transmite-se aos subdesenvolvidos, elevando o crescimento destes. A magnitude precisa e o ritmo da transmissão são questões em aberto, bem como a determinação do indicador (crescimento do PIB, da produção industrial ou do volume importado) que melhor reflita a transmissão da prosperidade. O crescimento das importações é, certamente, uma medida muito

TABELA I

O comércio como motor do crescimento: 1960/83

$$(\hat{y}_s = a + b\hat{y}_d)^*$$

	Constante	\hat{y}_d	Rho	R ²	DW
(1)	1,45 (1,44)	0,69 (3,70)	0,70	0,67	2,10
(2)	-0,43 (-0,28)	1,31 (3,50)	0,64	0,63	2,08
(3)	2,47 (3,14)	0,34 (3,32)	0,48	0,58	1,85

* \hat{y}_s — taxa de crescimento do PIB nos PSNE; e
 \hat{y}_d — três medidas de crescimento dos países desenvolvidos.

limitada, uma vez que ela deixa completamente de fora o papel dos fluxos de capitais para os países subdesenvolvidos, derivados da transmissão da prosperidade. Na medida em que o crescimento dos países desenvolvidos se transmite aos subdesenvolvidos, estes melhoram sua posição de balanço de pagamentos, o que eleva sua credibilidade em relação à dívida pre-existente. Como resultado, aumenta o acesso a novos recursos, o que, por sua vez, permite financiar investimentos geradores de crescimento, mesmo que os projetos tenham elevado conteúdo de importações.

Nossas preocupações são, em última análise, com o crescimento e a prosperidade dos países subdesenvolvidos. A abordagem do "comércio como motor do crescimento" analisa tal questão de forma bastante genérica; uma perspectiva mais limitada trataria das ligações a curto prazo (cíclicas) entre os países da OCDE e o balanço de pagamentos — ao invés do crescimento do PIB — dos países subdesenvolvidos.

As principais ligações entre os desdobramentos macroeconômicos dos países industrializados e o balanço de pagamentos dos subdesenvolvidos surgem em três áreas: receita de exportações de bens e serviços; dispêndio com as importações de bens e serviços (exceto juros); e serviço da dívida. Esses três agregados são, por sua vez, determinados por: preços das *commodities*, dos bens manufaturados e dos serviços; volume do comércio; e taxas de juros.

Estas três variáveis-chave são diretamente afetadas, de diversas formas, pela situação dos países da OCDE no que se refere aos níveis de atividade econômica e de inflação e às combinações de políticas monetárias e fiscais dentro dos países e entre estes (as quais determinam as taxas de juros, a cotação do dólar e a composição da demanda mundial). Existem, além dessas ligações macroeconômicas diretas, canais adicionais: em primeiro lugar, as restrições ao comércio e as regulações financeiras podem interagir

com os fenômenos macroeconômicos — ou ser por estes precipitadas —, assumindo particular importância; em segundo lugar, as dificuldades fiscais dos países da OCDE, aparentes ou reais, influenciarão sua boa vontade em conceder ajuda e/ou crédito aos países subdesenvolvidos; em terceiro lugar, na medida em que os preços do petróleo e de outros produtos são endógenos e influenciados por aquelas variáveis dos países da OCDE, ocorrem importantes efeitos indiretos através das importações dos produtores de petróleo e, conforme seja o caso, das receitas de exportações ou despesas com importações daquele produto. Podem verificar-se, finalmente, efeitos importantes sobre outros países a partir de movimentos cíclicos ou de taxas de juros nos países da OCDE. A recuperação dos países da OCDE aumentará a demanda por importações, ao mesmo tempo em que incrementará o comércio entre os subdesenvolvidos.

A questão da dependência macroeconômica da periferia em relação aos sucessos e fracassos das políticas do centro é, naturalmente, velha. A história dessa dependência inclui a terrível experiência da década de 30, que levou vários países subdesenvolvidos à industrialização voltada para o mercado doméstico, especialmente na América Latina. Mas a história inclui também a longa expansão do comércio mundial após a Segunda Guerra e na década de 70; este último período iniciou-se com um substancial *commodity boom* e com taxas reais de juros altamente negativas, encerrando-se com uma crise de endividamento sem precedentes desde a década de 30. A Tabela 2 mostra os principais dados a respeito desses grandes acontecimentos.

Para estudar os vários canais através dos quais as políticas macroeconômicas dos países do centro afetam os subdesenvolvidos necessitamos de um corpo teórico que proponha perguntas a serem respondidas. A pergunta básica neste contexto é, presumivelmente, como as variações cíclicas dos países industrializados afetam o volume de comércio e as relações de troca dos países subdesenvolvidos ou, de forma mais geral,

TABELA 2

Variáveis-chave da economia mundial

(Taxas médias anuais)

Períodos	<i>Prime rate</i>	Taxa de inflação no comércio mundial	Crescimento dos países industrializados
1929/33	4,8	-17,0	-8,2
1970/73	6,7	12,4	5,9
1979/82	15,5	4,4	-1,7

FONTE: FMI, *US Historical Statistics*.

como são repartidos os ganhos do comércio entre os países ricos e pobres. Esses temas foram bastante desenvolvidos no contexto do desafio Prebisch-Singer à teoria clássica do comércio internacional [cf. Singer (1984), ONU (1984) e Spraos (1983)]. Os efeitos das relações de troca referem-se, em princípio, às relações de troca dos bens e serviços, que medem o preço relativo das importações em termos das exportações, e também às relações intertemporais de troca relevantes para os países subdesenvolvidos endividados, isto é, a taxa real de juros. As relações intertemporais de troca não eram, até recentemente, importantes para a discussão, uma vez que não houve grandes choques até o final da década de 70 e, muito antes deste período, não havia endividamento externo significativo, já que parte substancial das dívidas tinha desaparecido no final da década de 30 ou durante a Segunda Guerra.

A questão das relações de troca é a abordagem clássica das ligações, sem qualquer elemento mercantilista ou keynesiano que dê atenção aos volumes exportados ou à capacidade de atender ao serviço da dívida ou de financiar os níveis desejados de importações. A preocupação atual com as ligações internacionais tem uma direta orientação de curto prazo. O racionamento do crédito externo e a necessidade de atender ao serviço da dívida, da mesma forma que em qualquer período histórico posterior a uma crise de endividamento, forçam os países subdesenvolvidos a uma dieta restritiva, com um enfoque de curtíssimo prazo. Ao invés de analisar a tendência do crescimento, o foco é voltado para a transmissão dos efeitos cíclicos dos países desenvolvidos para os subdesenvolvidos. A questão interessante agora é saber se o crescimento externo, através dos diferentes canais cíclicos que afetam os países subdesenvolvidos, permite atender ao serviço da dívida e restaurar sua credibilidade a médio prazo. Além da credibilidade, existe, naturalmente, a questão de saber se os movimentos externos são suficientemente promissores de modo a possibilitar aos países subdesenvolvidos devedores a retomada do crescimento, já que este pode agora estar limitado pela carência de importações. Dadas a dívida externa e a restrição externa ao crescimento, a posição central da análise é ocupada por variáveis como a conta corrente, a conta corrente exceto os juros, o volume de importações e a taxa de crescimento da relação dívida/exportações. Se, por exemplo, se achasse que o crescimento dos países subdesenvolvidos fosse limitado pela disponibilidade de importações, seria natural centrar o foco sobre o volume de importações compatível com a receita de exportações, o serviço da dívida e o fluxo de novos recursos (empréstimos adicionais dos bancos), nos termos da equação (1):¹

$$\begin{aligned} M &= (P_x/P_m) X - (P/P_m) K_d \\ K &= (i - v) / (1 + p) \end{aligned} \quad (1)$$

¹ A equação (1) é derivada de $P_m M = P_x X - iD + \text{novos recursos}$; $\text{novos recursos} = vD$, sendo D a dívida nominal em dólares no final do período anterior. Dividindo-se por P_m e notando-se que $D/P_m = (D/P_{-1}) (1 + p)$ $(P/P_m) = d/(1 + p)$, obtém-se a equação (1).

onde:

P_x, P_m	preços das exportações e das importações, em dólares
P, p	nível de preços e inflação nos países industrializados
X, M	volume das exportações e das importações
d	saldo real da dívida no final do período anterior
i	taxa nominal de juros
v	taxa de crescimento da <i>exposure</i> aceitável pelos emprestadores.

As variáveis-chave na equação (1) são: o preço relativo das exportações, o preço das importações em relação aos preços dos países da OCDE, P_m/P , a inflação e as taxas nominais de juros da OCDE, o volume de exportação dos países subdesenvolvidos e o crescimento da *exposure* dos bancos. Tal esquema analítico levaria a indagações a respeito do impacto dos movimentos cíclicos da OCDE sobre as relações de troca e o volume de exportações, bem como sobre a ligação entre o custo real do serviço da dívida dos países subdesenvolvidos ($i - p$). A questão das taxas de câmbio entra pelo fato de a maior parte da dívida ser denominada em dólares, de tal forma que é importante saber o modo pelo qual as flutuações do dólar afetam o nível de preços dos países industrializados e, assim, o nível real da dívida.

A equação (1) determina, residualmente, a taxa de crescimento do volume de importações. Uma abordagem alternativa seria focar a razão dívida/exportações de cada país. Neste contexto a questão seria a de examinar se a taxa de crescimento da dívida, determinada pela taxa efetiva (nominal) de juros, seria inferior à taxa de crescimento da receita de exportações, a partir de uma situação inicial de equilíbrio na conta corrente (exceto juros). Nesse caso a razão dívida/exportações cairia ao longo do tempo, resultado que seria tomado como indicador de que um país devedor estaria melhorando sua posição externa. A variação percentual da razão dívida/exportações é dada por:²

$$\text{Variação percentual em } (D/P_x X) = (i - p_x) - x \quad (2)$$

onde p_x e x são as taxas de crescimento do preço e do volume das exportações. Da mesma forma, a posição de um país devedor melhora quando o crescimento da receita de exportações excede a taxa de juros. A melhora ocorre, alternativamente, se o volume de exportações crescer mais do que a taxa efetiva (real) de juros medida em termos de dólares. A situação macroeconômica da OCDE seria relevante para determinar o comporta-

² A equação (2) é obtida pela diferenciação da razão dívida/exportações, observando-se que se supõe que a conta corrente (exceto juros) esteja em equilíbrio, de tal forma que a dívida cresce em montante equivalente ao serviço da dívida, iD . A formulação pressupõe a inexistência de fluxos de investimentos diretos.

mento dos preços de exportação, o crescimento do volume exportado e as taxas de juros.

Dependendo do que esteja sendo discutido, tornam-se relevantes somas, diferenças ou razões específicas das variáveis afetadas pelas variações cíclicas da OCDE. Vejamos o caso da capacidade de atender ao serviço da dívida: descobrir, por exemplo, que um ponto percentual adicional no crescimento da OCDE gera crescimento da receita de exportações significativamente maior do que ele custa em acréscimo ao serviço da dívida assegura-nos a respeito da capacidade de um país em atender ao serviço da dívida; mas isto não significa que, como resultado, tenha aumentado o nível de bem-estar do país devedor. Este país terá conseguido isso apenas no caso de suas relações de troca terem subido mais do que o adicional devido de juros, não se aplicando a mesma conclusão ao caso do aumento do volume exportado.

Existe um mal-entendido muito comum em relação à economia do bem-estar das mudanças da taxa de juros e das receitas de exportação. A ele nos referimos como a proposição Bergsten-Cline-Reagan, que pode ser resumida na seguinte citação, extraída do discurso³ do Presidente Reagan no FMI:

“Algumas vezes ouvimos reclamações sobre as taxas de juros americanas, especialmente por parte dos países devedores, os quais estão legitimamente preocupados com os custos adicionais do serviço da dívida que eles devem suportar. Mas não se mencionam suficientemente os benefícios do comércio e outros ainda maiores recebidos pelos países subdesenvolvidos, decorrentes da retomada do crescimento econômico e das políticas de *open market* dos Estados Unidos. As importações dos Estados Unidos provenientes dos países subdesenvolvidos não-pertencentes à OPEP cresceram de mais de 12 bilhões de dólares nos sete primeiros meses deste ano em relação ao mesmo período de ano anterior. Para comparação, note-se que um aumento de 1% nas taxas de juros aumentaria o pagamento de juros líquidos, por parte daqueles países, em apenas 2,5 bilhões de dólares...”

Comparar o saldo líquido entre receita de exportações e pagamentos adicionais de juros não é a abordagem correta para avaliar o nível de bem-estar. Faz muita diferença o *boom* ser de relações de troca ou de volume exportado.

Usando-se a economia do bem-estar convencional do comércio internacional — e dos empréstimos internacionais —, mostra-se facilmente que os efeitos sobre os níveis de bem-estar devidos a mudanças nas taxas internacionais de juros, nos preços e no volume de comércio podem ser

³ Transcrito do *The New York Times*, de 26 de setembro de 1984, p. D5.

resumidos como se aponta a seguir (cf. a derivação no Apêndice), para os casos em que um país se beneficia:

- melhoria das relações de troca, sendo a mesma proporcional ao nível de importações;
- redução das taxas reais (internacionais) de juros, sendo a melhoria proporcional ao estoque da dívida;
- elevação na posição de devedor líquido quando, na ocorrência de racionamento de crédito, o valor corrente dos recursos destinados ao consumo excede o custo (em termos de utilidade futura perdida) de 1 dólar adicional à dívida;
- o país somente se beneficia de um aumento do volume exportado quando as exportações não têm custo de oportunidade, o que só é possível quando as exportações são produzidas a partir de recursos ociosos, e não pela contração do consumo ou da produção de outros bens.

Desta forma, o bem-estar aumentará se os ganhos nas relações de troca mais do que compensarem o aumento da conta de juros, e não se aumentar o volume exportado. O *boom* foi, infelizmente, mais do volume exportado (trabalho árduo) e muito pouco devido a ganhos nas relações de troca. Isto significa, na verdade, um agravamento do sacrifício do serviço da dívida, embora, em termos financeiros, as variações cíclicas tenham possibilitado o atendimento do serviço da dívida mais elevado, seja pelo aumento do volume exportado ou pela compressão das importações. Dessa forma, é essencial colocar, de um lado, a economia do bem-estar e a perspectiva política das relações de troca e das taxas reais de juros e, de outro, a questão da viabilidade financeira. De fato, esta viabilidade a curto prazo pode implicar custos políticos aos países devedores que, em última análise, prejudicam a qualidade dos empréstimos.

Passamos agora a resenhar as evidências a respeito de vários agregados dos países subdesenvolvidos: preços das *commodities*, relações de troca, volume de exportações e taxas de juros. Na seção final juntamos as evidências, a fim de discutir as implicações de cenários macroeconômicos alternativos.

3 — Preços das *commodities*

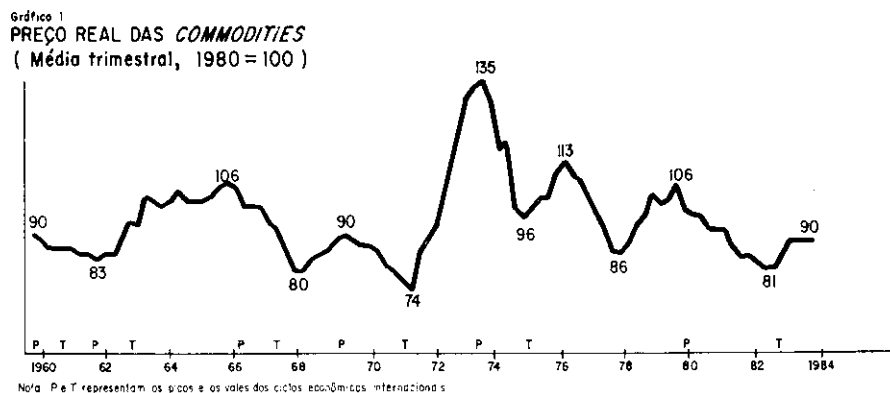
O Gráfico 1 mostra o preço real das *commodities*, que é o índice de preços de *commodities* do *The Economist*, deflacionado pelo valor uni-

tário das exportações dos países industrializados. Este último indicador é tomado como um índice genérico dos manufaturados no comércio mundial. O Gráfico 1 mostra os picos (*P*) e os vales (*T*) dos ciclos econômicos internacionais, estando representados os sete principais países industrializados, nos termos apresentados por Moore e Zarnowitz (1984).

Um dos pontos mais interessantes do Gráfico 1 é o fato de, em uma perspectiva de longo prazo, não ter ocorrido deterioração nos preços reais das *commodities*. O preço real de 1984 está no mesmo nível do observado no início e no final da década de 60. O acentuado declínio — ou a tendência negativa — somente se evidencia quando se toma como base o período 1971/74.

Outro ponto é o de que os movimentos dos preços reais das *commodities* correspondem, genericamente, à cronologia dos ciclos, embora tal correspondência não seja perfeita. Em algumas circunstâncias (1978, por exemplo) a súbita queda dos preços das *commodities* não teve qualquer contrapartida em termos dos ciclos econômicos; na verdade esse foi um ano de forte expansão da produção industrial no mundo. A Tabela 3 mostra as variações acumuladas dos vales para os picos, referentes aos preços reais das *commodities* e à produção industrial mundial. Tais preços reais são, alternativamente, medidos pelos índices do *The Economist* e do FMI, deflacionados pelo valor unitário das exportações dos países industrializados.

Reportamos na equação (3) algumas evidências sobre os determinantes da taxa de variação dos preços reais das *commodities*.⁴ A regressão usa dados trimestrais, cobrindo o período que vai do primeiro trimestre de



⁴ Para evidências empíricas sobre os preços das *commodities*, cf. Bosworth e Lawrence (1982), Cooper e Lawrence (1975), Chu e Morrison (1984) e Feltenstein, Goldstein e Schadler (1979).

TABELA 3

Comportamento cíclico dos preços reais das commodities

Ciclo		Crescimento da produção industrial*	Preços reais (<i>The Economist</i>)	<i>Commodities*</i> (FMI)
Vale	Pico			
1958,I**	1960,I**	21,5	-1,9	-1,0
1961,I	1962,I	10,4	-2,7	-1,6
1963,I	1966,I	26,3	18,0	10,8
1967,IV	1969,III	14,3	-3,4	4,7
1971,III	1973,IV	19,5	74,0	40,9
1975,II	1980,I	30,6	10,1	15,9

* Variação percentual acumulada, do vale ao pico.

** Os romanos indicam trimestres.

1960 ao terceiro de 1984. O preço das *commodities* é representado pelo índice do FMI, que inclui todas elas. A equação explica as variações do referido preço real através de três variáveis: desvalorização do dólar em relação às moedas dos principais países industrializados (Japão, Alemanha, França, Inglaterra, Itália e Canadá), variável denominada desvalorização; relação entre o crescimento da produção industrial e o crescimento agregado médio do período (países citados mais os Estados Unidos), variável denominada crescimento; e relação entre o nível de preço real defasado e o nível de preço real do período, variável denominada nível.⁵

$$\begin{aligned} \text{Variação do preço real das } commodities &= 96,6 + 0,97 \text{ crescimento} - \\ &\quad (4,43) \quad (3,21) \\ &- 0,96 \text{ nível} + 0,68 \text{ desvalorização} \quad (3) \\ &\quad (4,50) \quad (2,06) \end{aligned}$$

$$\bar{R}^2 = 0,37; \text{ DW} = 1,88$$

⁵ As variáveis nível e desvalorização foram incluídas na forma de defasagens distribuídas, enquanto a variável crescimento funcionou melhor em sua forma corrente. A variável nível foi definida pela expressão $100 \text{ RPM}/\text{AVG}$, sendo RPM o preço real

A equação (3) mostra que o crescimento mundial tem um efeito significativo, mas de pequena magnitude. Um ponto percentual de crescimento acima da tendência histórica leva a um aumento de um ponto percentual na taxa de crescimento do preço real das *commodities*. Uma vez que o crescimento é referente à produção industrial, que é muito mais (cíclicamente) volátil do que o PIB, a estimativa é uma representação plausível de um forte efeito cíclico.

O ponto interessante da equação (3) é o papel da taxa de câmbio do dólar. A desvalorização do dólar em relação ao conjunto das principais moedas leva a uma alta do preço real das *commodities*. Este fato já fora observado em Dornbusch (1983b), ressurgindo de forma nada ambígua na presente análise. Ademais, tal resultado persiste quando o período 1980/83 é excluído da amostra. O efeito é substancial: uma desvalorização de 10 pontos percentuais no dólar eleva o preço real das *commodities* em cerca de 7%. Em vista deste grande efeito, seu papel a curto prazo talvez seja mais importante do que o da variável cíclica, este um efeito bem conhecido. Uma explicação possível para aquele efeito é o fato de que os preços das *commodities*, na classificação de Okun, são fixados em mercados à base de leilões, enquanto os preços dos manufaturados estabelecem-se em mercados de clientes (*customers*). As variações da taxa de câmbio parecem exercer um efeito relativamente persistente sobre a formação de preços dos manufaturados e, desta forma, afetam por algum tempo — até dois anos — os preços reais das *commodities* no mercado mundial. Este efeito é, naturalmente, muito interessante no contexto das combinações de políticas que implicam cursos alternativos para a taxa de câmbio do dólar.

4 — As relações de troca e o preço real das exportações

A seção anterior analisou o preço real das *commodities* (exceto petróleo) admitindo, implicitamente, a tradicional identificação dos países subde-

das matérias-primas e *AVG* o valor médio do índice *RPM* para o período 1960/83. Assim, quando $RPM = AVG$ o efeito do nível defasado neutraliza o valor do intercepto. Notamos que resultados muito similares aos da equação (3) são obtidos quando o preço real das *commodities* é medido pelo índice do *The Economist* deflacionado pelo valor unitário das exportações dos países industrializados, conforme se observa na equação (3a):

$$\begin{aligned} \text{Variação do preço real das } commodities &= 44,34 + 0,88 \text{ crescimento} - 0,44 \text{ nível} + \\ &\quad (2,84) \quad (2,83) \quad (2,82) \\ &+ 0,67 \text{ desvalorização} \\ &\quad (2,00) \end{aligned} \quad (3a)$$

$$\bar{R}^2 = 0,31; \text{ DW} = 1,93$$

envolvidos como exportadores daqueles produtos. Este não é mais o caso e vários dos principais exportadores — os países de industrialização recente — são predominantemente exportadores de manufaturados. Vale a pena, desta forma, examinar mais cuidadosamente os determinantes das relações de troca dos PSNE. O Gráfico 2 mostra essas relações (razão preços das importações/preços das exportações).

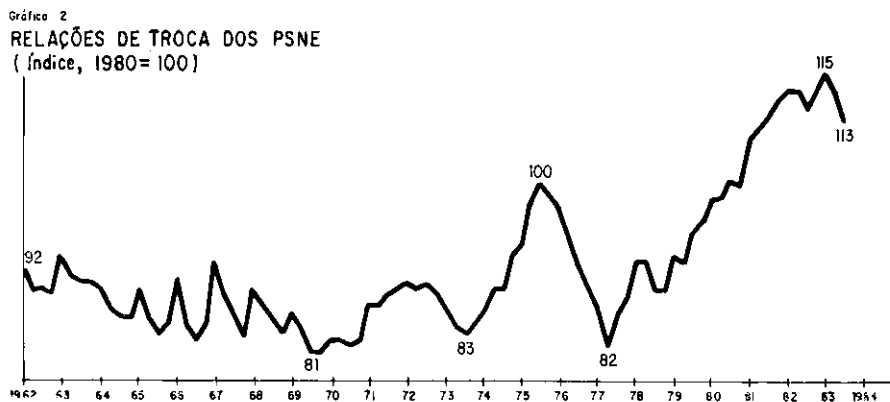
Na equação (4) apresentamos os determinantes das relações de troca dos PSNE. Fizemos a regressão com dados trimestrais — do primeiro de 1962 ao terceiro de 1983 —, usando o log do preço real das matérias-primas (*RPM*), o log do preço real do petróleo em relação ao valor unitário das exportações dos países industrializados (*ROP*) e o resíduo de uma regressão semilogarítmica entre o produto dos países industrializados e a tendência temporal (*RES*) para explicar o nível do log do índice de relações de troca (*TOT*).

$$TOT = 5,36 + 0,07 ROP - 0,23 RPM - 0,59 RES \quad (4)$$

(21,42) (7,07) (- 4,38) (- 31,0)

$$Rho = 0,59; \bar{R}^2 = 0,93; DW = 1,97$$

A equação (4) mostra que para os PSNE uma alta no preço real do petróleo piora as relações de troca, sendo a elasticidade igual a 0,07. Em contrapartida, uma elevação no preço real das matérias-primas produz uma melhora substancial nas mesmas, sendo a elasticidade igual a 0,23. Isto reflete o fato de que, mesmo quando os países subdesenvolvidos são exportadores de manufaturados, essas exportações têm forte componente de insumos materiais — suco de laranja congelado e chapas de aço, por exemplo. As condições cíclicas dos países desenvolvidos, conforme vimos, afetam os preços reais das *commodities* e, desta forma, já estão captadas



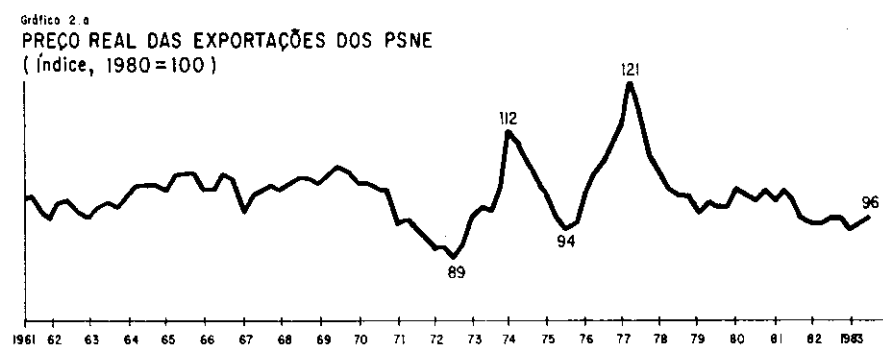
por aquela variável. Mas existe uma influência adicional, através do resíduo do crescimento tendencial dos países industrializados. Um ponto de percentagem do produto acima da tendência melhora as relações de troca de quase 1/3 do ponto de percentagem. Um mau desempenho do crescimento dos países desenvolvidos é, desta forma, uma importante influência sobre as relações de troca dos países subdesenvolvidos.

Passamos agora à discussão dos preços reais das exportações dos PSNE. Os preços reais das exportações são medidos pelo valor unitário das exportações, deflacionado pelo valor unitário das exportações dos países industriais. A equação (5) explica a taxa de crescimento dos preços reais das exportações pelo crescimento da produção dos países industriais (crescimento), pela variação do preço real do petróleo (variação) e pelo nível defasado dos preços reais das exportações em relação a seu nível médio durante o período considerado (nível):

$$\begin{aligned} \text{Crescimento do preço real das exportações} &= 42,0 + \\ &\quad \quad \quad \quad \quad \quad \quad \quad \quad \quad (2,17) \\ &+ 0,53 \text{ crescimento} + 0,06 \text{ variação} - 45,0 \text{ nível} \quad (5) \\ &\quad \quad \quad (3,12) \quad \quad \quad (3,54) \quad \quad \quad (-2,38) \\ &\quad \quad \quad \quad \quad \quad \quad \quad \quad \quad \bar{R}^2 = 0,61; DW = 1,98 \end{aligned}$$

A equação (5) mostra de forma precisa que o efeito – crescimento da OCDE é pequeno, enquanto que é significativo o efeito estabilizador. A presença de um impacto significativo das variações do preço real do petróleo deve-se, presumivelmente, ao fato de alguns desses países (México, por exemplo) exportarem petróleo, apesar de serem basicamente exportadores de manufaturados.

É interessante notar que Cline (1984, p. 247) estimou efeitos importantes das variações defasadas do crescimento sobre os preços reais das exportações. Não encontramos qualquer efeito significativo do crescimento defasado de um período, embora a defasagem de dois períodos, por alguma razão, dê resultados altamente significativos, com sinal negativo. Isto explica a significância do aumento do crescimento defasado, embora, naturalmente, não justifique a introdução de uma variável de aceleração.



5 — O volume das exportações

A evidência sobre a ligação entre o volume de exportação dos países subdesenvolvidos e a atividade econômica dos países industrializados não é uma questão bem estabelecida. Não se discute a existência de tal ligação, mas as estimativas precisas a respeito. Seria útil iniciar com uma comparação entre taxas médias de crescimento, como é feito na Tabela 4, que revela diferenças entre subperíodos na relação crescimento-importações dos países industrializados e entre os países subdesenvolvidos exportadores. Ela mostra também diferenças significativas na tendência de crescimento das diferentes áreas exportadoras. Essa evidência chama a atenção para outros fatores, além do crescimento dos países industrializados, que são importantes determinantes do crescimento das exportações dos países subdesenvolvidos.

TABELA 4

Taxas médias de crescimento

Períodos	Crescimento dos países industrializados			Crescimento do volume de exportações dos PSNE		
	PIB	Produção industrial	Volume de importações	Todos	Ásia	Ocidente
1960/83	3,7	4,3	6,4	6,1	8,6*	5,5
1970/83	2,8	2,6	4,2	7,4	10,4	6,1

* 1964/83.

Um segundo elemento de informação preliminar é a regressão de Bergsten-Cline, que é freqüentemente mencionada em projeções das exportações dos países subdesenvolvidos [cf. Cline (1984, p. 241) e Cline ed. (1983, p. 74)]. Essa regressão explica o crescimento do volume de importações dos países industrializados pela taxa de crescimento do PIB dos países envolvidos. O volume de importações inclui o comércio intra-OCDE. A regressão mostrada na equação (6) baseia-se em dados anuais para o período 1960/83:

$$\begin{aligned} \text{Crescimento das importações da OCDE} &= - 3,21 + \\ &\quad (- 2,52) \\ &+ 2,55 \text{ crescimento do PIB} \quad (6) \\ &\quad (8,39) \end{aligned}$$

$$\bar{R}^2 = 0,75; \text{ DW} = 2,19$$

Estima-se um efeito ligeiramente inferior ao original de Bergsten-Cline (3 para 1), mas a regressão confirma claramente o resultado desses autores. Os dados, naturalmente, referem-se ao crescimento das importações de todas as origens e não apenas àquelas provenientes dos PSNE. Essa distinção é importante, uma vez que as exportações dos PSNE representam apenas 17% do total importado pelos países industrializados.

Ao contrário do que a equação (6) nos induziria a acreditar, as evidências de regressões que explicam o crescimento do volume exportado de diferentes grupos de PSNE não fortalecem a hipótese de um efeito cíclico muito vigoroso. A Tabela 5 mostra uma regressão para o crescimento do volume exportado de todos os PSNE, estimada com dados anuais para o período 1960/83. As variáveis explicativas são a taxa de crescimento dos países industrializados (crescimento) e a variação no preço relativo (ou competitividade) das exportações do grupo. O preço relativo é medido pelo valor unitário das exportações deflacionado pelo valor unitário das exportações dos países industrializados, enquanto o crescimento destes é medido pelos aumentos da produção industrial — equação (1) — e real do PIB — equação (2).

Depreende-se do exame da Tabela 5 que são obtidos resultados muito melhores quando se utiliza o crescimento da produção industrial como variável explicativa ao invés do crescimento do PIB. Mas, mesmo quando o crescimento real do PIB é utilizado, a elasticidade estimada (1,32) é muito inferior àquela que a regressão de Bergsten-Cline nos induziria a aceitar. Outro ponto interessante aparece na equação (1), onde podemos ver que mudanças na competitividade dos PSNE realmente influenciam o desempenho de suas exportações. Uma perda de competitividade de 3% implica uma perda de 1% no crescimento das exportações.

Esses resultados sobre os efeitos cíclicos diferem substancialmente das estimativas de Bergsten-Cline. Vale a pena, desta forma, rever rapidamente

TABELA 5

*Determinantes do crescimento das exportações dos PSNE **

	Constante	Competitividade	Crescimento	Rho	\bar{R}^2	DW
(1)	2,31 (1,10)	-0,28 (-2,18)	0,75 (4,46)	0,70	0,36	1,99
(2)	0,94 (0,36)	-0,61 (-0,61)	1,32 (2,44)	0,58	0,12	2,13

* Crescimento volume exportado = a + b. competitividade + c. crescimento.

outras evidências. O trabalho mais abrangente parece ser aquele realizado pelo FMI (1982), onde são mostradas estimativas da elasticidade de vários agregados em relação ao crescimento dos países industrializados. A Tabela 6 reproduz tais resultados.

Em um trabalho posterior do FMI (1984), admite-se que a elasticidade da receita de exportações em relação ao crescimento dos países industrializados seja igual a 2, reforçando-se a hipótese de que a elasticidade do volume exportado seja aproximadamente unitária. Goldstein e Khan (1982) apresentam evidências adicionais, separando os manufaturados das demais *commodities* e formando subgrupos de países exportadores; suas estimativas da elasticidade no período 1973/80 são, em alguns casos, bastante elevadas (chegando a 2,3). Os autores não revelam detalhes a respeito da equação específica que foi estimada. Altas elasticidades para os exportadores de manufaturados são também apresentadas em um estudo de Bond (1984), que desagrega os fluxos de comércio segundo os mercados importadores. Nesse estudo as elasticidades da componente cíclica dos exportadores de manufaturados em relação ao PIB dos países industrializados e dos países da OPEP são, respectivamente, 2,91 e 1,88. Aqui

TABELA 6

PSNE: elasticidades das exportações reais, das relações de troca e do poder de compra das exportações em relação ao PIB real dos países industrializados

	Exportações reais		Relações de troca	Poder de compra de exportações
	a	b	a	c
Exportadores líquidos de petróleo	0,9	1,1	1,4	2,5
Importadores líquidos de petróleo				
Grandes exportadores de manufaturados	1,2	1,9	1,1	3,0
Países de baixa renda (exceto Índia e China)	2,6	1,9	2,5	4,4
Outros importadores líquidos	2,0	1,4	3,0	4,4

FONTE: FMI (1982, Tabela 45).

a — Estimativas econométricas, dados do período 1963/79.

b — Estimativas tipo *survey*.

c — Estimativas tipo *survey* para as exportações reais e estimativas econométricas para as relações de troca.

também surge a questão de se saber se o crescimento do PIB funciona parcialmente como *proxy* das mudanças estruturais do lado da demanda ou da oferta.

6 — Dívida externa e taxas de juros

Uma grande parte da dívida dos países subdesenvolvidos é para com bancos, denominada em dólares e com taxa flutuante de serviço da dívida, baseada principalmente na LIBOR, mas em alguns casos baseada na *prime rate* americana. As variações a curto prazo das taxas de juros nos Estados Unidos são, desta forma, de interesse imediato para os países devedores. Desprezaremos aqui a distinção entre dívida bruta e líquida; tal distinção é de fato importante, uma vez que alguns países subdesenvolvidos têm mais ativos externos do que dívidas. Na verdade, alguns dos principais devedores incorreram em suas dívidas externas no próprio ato de financiar a fuga de capitais de residentes daqueles países. Assim, ao menos em termos contábeis, a dívida pública externa é contrabalançada por ativos privados no exterior. Tais ativos, contudo, estão fora do controle das autoridades, tornando a dívida externa bruta a medida relevante.

Inexistem dados confiáveis sobre a composição de moedas das dívidas. A OCDE (1984) estima que a parcela da dívida em dólares seja de cerca de 50% das dívidas a longo prazo e 70% das de curto prazo. Esta elevada concentração nessa moeda, como veremos, desempenha um papel importante no contexto de uma combinação de políticas que envolve altas taxas de juros nos Estados Unidos e valorização do dólar.

A Tabela 7 mostra alguns dados a respeito das taxas efetivas de juros pagas pelos diferentes grupos devedores. A taxa efetiva de juros é calculada como a razão entre o montante de juros pagos e o saldo total da dívida. A dívida total inclui tanto a parte referente às agências oficiais, que operam a taxas baixas a longo prazo ou até mesmo a taxas assistenciais, quanto a dívida com os bancos comerciais, com taxas flutuantes. A taxa efetiva de juros é, desta forma, uma média ponderada daquelas taxas. O Banco Mundial estima que, em 1982, 21% do saldo da dívida total dos países subdesenvolvidos envolviam taxas assistenciais. A Tabela 7 reflete as diferentes composições das dívidas dos grupos de países. Os países mais pobres, por não disporem amplamente de acesso ao crédito bancário, apresentaram naquele ano uma taxa efetiva de juros de apenas 4%, enquanto os principais tomadores da América Latina — a classe média alta dos países subdesenvolvidos — pagaram mais de 12%.

Na Tabela 8 apresentamos as razões entre a dívida externa e o PIB e entre os pagamentos de juros e o PIB. Estes dados mostram que o peso da dívida é significativamente maior, tendo crescido muito mais no caso

TABELA 7

Taxas efetivas de juros

(%)

	1979	1980	1981	1982	1983
<i>Prime rate</i> americana	12,7	15,3	18,9	14,9	10,8
LIBOR	12,1	14,2	16,8	13,2	9,6
Dívida total, países subdesenvolvidos	7,7	9,0	9,7	10,0	8,7
Taxas fixas	5,8	6,0	6,0	6,3	6,7
Taxas flutuantes	12,3	15,5	17,4	17,1	12,7
Países de renda mais baixa	3,8	3,8	3,8	4,0	3,7
Países de renda média	7,3	8,7	9,0	9,8	8,3
Países de renda média alta	9,3	11,0	12,1	12,2	10,6

FONTE: OCDE.

dos principais devedores latino-americanos do que no dos países mais pobres. Isto reflete, novamente, o fato de que esses países mais pobres operam basicamente com taxas fixas de juros, não tendo sido capazes de esbanjar da forma como o fizeram os países de renda média alta.⁶

Spreads: o serviço da dívida dos países subdesenvolvidos é ligado às taxas de juros do mercado internacional de capitais através da LIBOR. A taxa de juros sobre a dívida é a LIBOR acrescida de um *spread* "por país". Os *spreads* médios sobre novos créditos eram de 1,8% em 1983, sendo que em refinanciamentos recentes eles caíram para 1,12%. Existe um segundo *spread* a ser considerado, que é aquele entre a LIBOR e a taxa de juros dos empréstimos "sem risco", como os empréstimos ao Tesouro americano. O Gráfico 3 mostra este último *spread* para o período 1971/84, cuja média do período foi de 1,87%, mas em 1984 havia caído para o (baixo) nível de 0,75%. Esse *spread* "bancário" reflete o custo de intermediação dos bancos, bem como o prêmio de risco que estes pagam para financiar seus empréstimos.

A equação (7) explica o *spread* entre a LIBOR e a taxa de juros dos títulos do Tesouro americano em função do nível desta taxa, do log do preço real do petróleo e de uma *dummy* referente ao caso do Banco

⁶ Sobre o esbanjamento, cf. Dornbusch (1985).



TABELA 8

O peso da dívida

	Países de baixa renda		Principais devedores		Ocidente	
	1977	1983	1977	1983	1977	1983
Razão dívida/PIB	14,0	15,7	27,6	42,5	27,9	54,8
Pagamentos de juros						
% das exportações	4,7	5,4	7,2	18,6	10,0	32,2
% do PIB	0,4	0,5	1,3	4,1	1,4	6,1

FONTE: FMI.

Herstatt em 1973 (ver Gráfico 3). O preço real entra como *proxy* para o efeito do aumento de colocação de recursos no mercado de eurodólares por parte dos países produtores de petróleo.⁷

$$\begin{aligned}
 \text{Spread} = & 2,68 + 0,25 \text{ taxa} - 0,71 \text{ preço do petróleo} + \\
 & (4,65) \quad (6,14) \quad (-4,03) \\
 & + 1,86 \text{ Herstatt} \quad (9) \\
 & (4,92)
 \end{aligned}$$

$$\bar{R}^2 = 0,67; \text{ DW} = 2,0$$

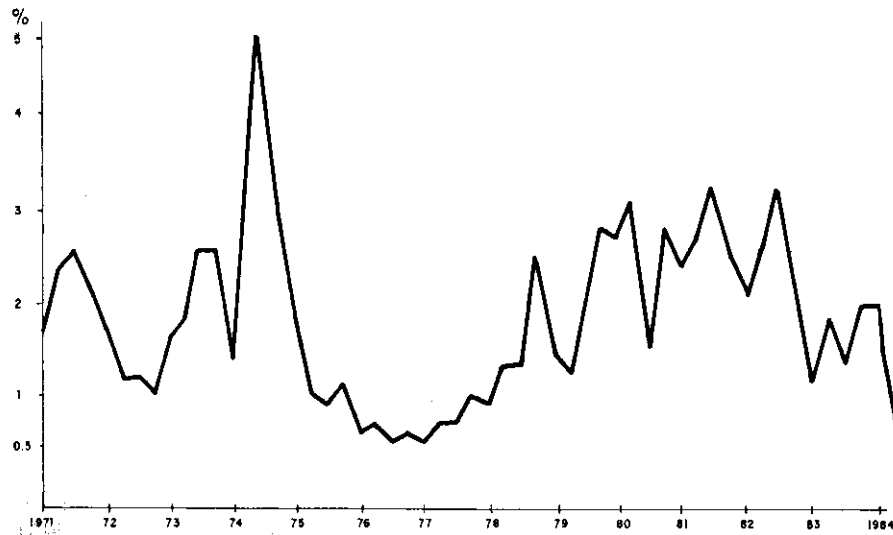
Essa regressão explica uma parte substancial da variação do *spread* e cada variável explicativa é altamente significativa. Para nossos propósitos, o aspecto mais interessante é o nível da taxa de juros dos títulos americanos. Um aumento de 4 pontos de percentagem no nível dessa taxa eleva o *spread* de 1 ponto, indicando a grande importância quantitativa do nível da taxa daqueles títulos para determinar os *spreads*.

Dantas (1984) propôs um modelo em que os *spreads* bancários são influenciados pelo nível das taxas de juros. Segundo a tradição do modelo de crédito de Jaffee-Russell, uma elevação das taxas de juros aumenta o

⁷ A *dummy* referente ao caso Herstatt assume o valor unitário no período que vai do segundo ao quarto trimestre de 1974 e é igual a zero nos demais períodos.

Gráfico 3

SPREAD ENTRE A LIBOR E OS TÍTULOS DO TESOURO AMERICANO
(Pontos de percentagem)



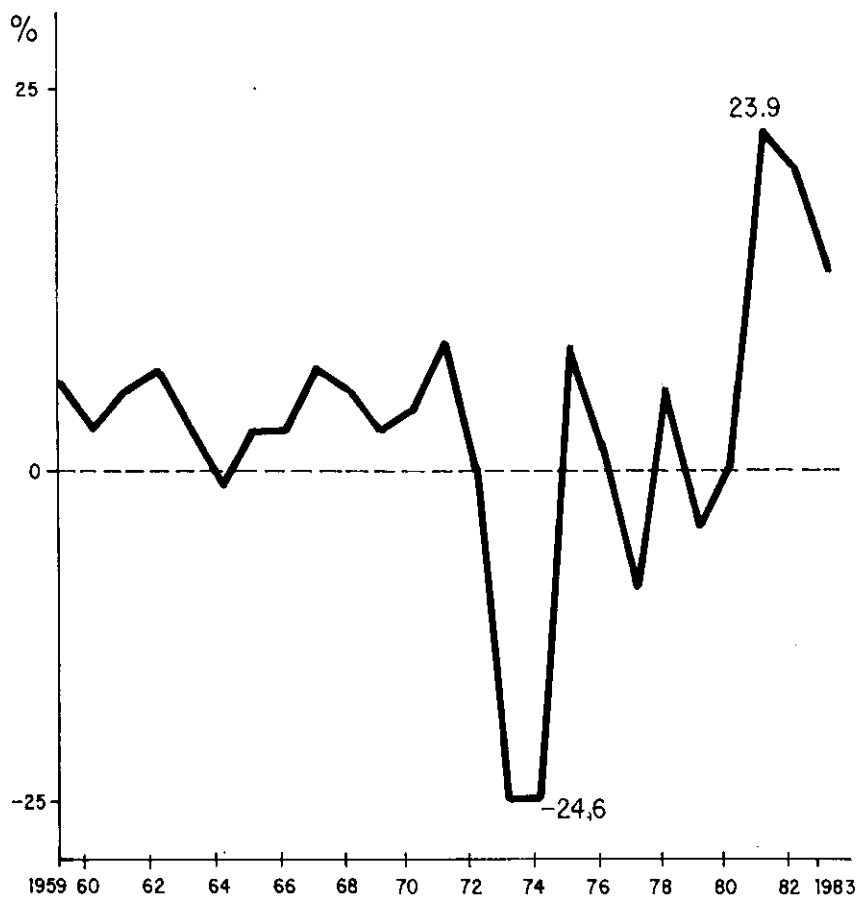
peso do serviço da dívida relativamente aos custos do inadimplemento e, desta forma, a probabilidade de sua ocorrência. O mercado de capitais tem conhecimento de que os empréstimos bancários estão sujeitos a esse risco e, por isto, cobram dos bancos um prêmio de risco que reflete a possibilidade de inadimplemento dos tomadores. Mostra-se, neste contexto, que maiores taxas de juros implicam um aumento do *spread* bancário.⁸

Inexiste qualquer relação simples muito estreita entre as taxas trimestrais da LIBOR e da *prime rate* americana, exceto o fato de a segunda ser sempre maior. A discrepância se deve ao diferencial de custo do sistema bancário a nível internacional, afetado por políticas regulatórias e tributárias. Para o período 1971/84 a *prime* excede a LIBOR, em média, em 6/10 pontos percentuais, mas entre 1980 e 1984 a discrepância média chegou a 14/10.

Taxa real de juros: é esta a taxa que nos interessa — e não a nominal — quando tratamos de questões de bem-estar. O Gráfico 4 mostra a taxa

⁸ Cf. Dantas (1984). A equação-chave do modelo de Dantas liga o custo dos recursos para os bancos à taxa sem riscos, i , pela expressão $v(1 - L(v + x)) = i$, onde $L(v + x)$ é a probabilidade de inadimplemento, uma função crescente da taxa do tomador, v , mais um *spread* por país, x .

Gráfico 4
TAXA REAL DE JUROS



Nota: A taxa real de juros é definida pela *prime rate* dos EUA, ajustada pela taxa de inflação do valor unitário das exportações dos PSNE.

definida como a *prime rate* dos Estados Unidos menos a taxa de inflação dos preços de exportação dos PSNE. Os períodos notáveis são 1972/73, com taxas reais negativas de 24% por dois anos, e 1981, com uma taxa real positiva também de 24%. Existe alguma dúvida quanto ao deflator apropriado para se calcular a taxa real de juros; as alternativas seriam: os preços das exportações, os das importações ou algum outro índice de

preços. A resposta é, claramente, que deveríamos usar índices de preços ao consumidor, mas não dispomos de séries convenientemente trabalhadas desses índices (em dólares) para os PSNE.

Se referidos índices fossem usados, a taxa real de juros resultante seria representada pelo Gráfico 2, com dois ajustamentos. Chamando de p_x , p_m e p_n as taxas de inflação (em dólares) dos exportáveis, dos importáveis e dos bens não transacionados no comércio exterior, temos:

$$\text{Taxa real de juros} = (i - p_x) + a (p_x - p_m) + b (p_x - p_n) \quad (8)$$

onde a e b são as participações dos bens não transacionados e dos importáveis na despesa global. As variações das relações de troca externas e internas entram, então, na medida da taxa real de juros quando ela contém noções de bem-estar [cf. Dornbusch (1983a)]. Dependendo do erro aleatório e da resposta do ajustamento, essas mudanças de preços relativos podem aumentar ou diminuir as taxas reais além do que prevê o termo $i - p_x$.

7 — Implicações de combinações alternativas

As evidências precedentes implicam, sem ambigüidade, que todos os PSNE devedores se interessam por alguma combinação entre crescimento acelerado da OCDE, baixa taxa real de juros e dólar desvalorizado — uma reedição do período 1972/74 —, sendo que os *trade-offs* precisos entre aqueles ingredientes variam de país para país. As estruturas do comércio e da dívida fazem grande diferença, nesse contexto.

As evidências apontadas acima e, de forma mais geral, aquelas disponíveis na literatura permitem algumas conclusões, a saber:

a) O crescimento dos países desenvolvidos afeta favoravelmente a receita de exportações dos subdesenvolvidos. A magnitude precisa da ligação é incerta, mas as estimativas feitas sugerem que 1 ponto de percentagem adicional no crescimento da produção industrial eleva em cerca de 1,5% a receita real de exportações; se considerarmos o crescimento do PIB, 1 ponto adicional daria um aumento de 2 a 3% no crescimento da receita de exportações.

b) Uma desvalorização do dólar afeta os preços reais das *commodities*. Se a mesma for de 10%, adicionará, ao longo de dois anos, algo acima de 5 pontos de percentagem ao crescimento daqueles preços. A desvalorização do dólar, portanto, aumenta a receita dos exportadores líquidos de insumos materiais, bem como o dispêndio real dos importadores.

c) Uma alta da taxa real de juros a curto prazo aumenta o peso do serviço da dívida, diretamente e através da elevação dos *spreads* entre a LIBOR e a taxa dos títulos do Tesouro americano. O custo majorado

do serviço da dívida — como proporção das exportações — é tão mais substancial quanto maior for a razão entre a dívida para com os bancos e as exportações.

Não é mais fato que os países subdesenvolvidos sejam uniformemente exportadores de *commodities*, nem também que tenham elevadas relações entre a dívida para com os bancos e exportações. A Tabela 9 identifica quatro casos típicos, que realçam as diferenças nas estruturas das economias subdesenvolvidas e, por isto, os diferentes interesses dos respectivos países.⁹

TABELA 9

Características estruturais dos PSNE

	Razão dívida com bancos/exportações		
	Alta	Média	Baixa
Exportadores líquidos de insumos materiais	Brasil Chile	Peru	Sri Lanka
Importadores líquidos de insumos materiais	—	Coréia	Hong Kong

Dependendo da estrutura da economia, uma combinação de, digamos, 3 pontos adicionais no crescimento dos países desenvolvidos, 1 ponto de percentagem a mais na LIBOR e 10% de valorização do dólar poderia representar um benefício financeiro líquido ou uma perda para um determinado país. Quanto maiores forem a razão entre a dívida bancária e as exportações e a concentração em *commodities* das exportações, menor será a probabilidade de o país ganhar. No entanto, se o crescimento for derivado de taxas de juros baixas e for acompanhado por uma queda do dólar, tanto os exportadores de *commodities* quanto os devedores serão beneficiados. Finalmente, para dar outro exemplo, uma recessão nos países desenvolvidos que leve a uma queda cíclica nas taxas de juros deve beneficiar os grandes devedores, já que tal queda mais do que compensaria a desvantagem do menor crescimento. A evidência existente é, com certeza, a de que para os grandes devedores as taxas de juros não são, de forma alguma, muito menos importantes do que o crescimento.

As combinações de políticas monetárias e fiscais dos países industrializados envolvem conjuntos alternativos do valor do dólar, do crescimento da OCDE e das taxas de juros. Tais combinações têm duas dimensões: a

⁹ Sobre a estrutura do comércio, cf., especialmente, Branson (1983).

primeira refere-se à convergência ou divergência entre Europa e Japão, por um lado, e Estados Unidos, por outro, em termos de crescimento e inflação; e a segunda relaciona-se com a política monetário-fiscal. No ano passado ocorreram fortes divergências a respeito de tudo. Os Estados Unidos e os demais países industrializados não estão sincronizados em relação à retomada do crescimento, já que a velocidade desta foi acima da média nos Estados Unidos, enquanto a Europa mostra poucos sinais de aceleração sustentada. Há também divergências a respeito das combinações de políticas monetárias e fiscais. Na Europa os orçamentos, ajustados ciclicamente e à inflação, caminham no sentido de *superavits*, até mesmo crescentes, enquanto nos Estados Unidos os *deficits* estruturais estão aumentando. Existe, possivelmente, alguma semelhança nas políticas monetárias, já que as taxas reais de juros estão sendo mantidas altamente positivas em toda parte. Mesmo aí, no entanto, existe alguma divergência, uma vez que a Europa, frente à necessidade de fazer alguma coisa, busca uma atenuação das taxas de juros, de preferência até mesmo à idéia de uma transitória política fiscal expansionista. Nos Estados Unidos, ao contrário, a política monetária não tem sido suficiente para absorver a força do crescimento real da demanda de moeda, gerado pela política fiscal expansionista, o que faz subir as taxas reais de juros.

As várias combinações de políticas não diferem apenas em relação ao agregado "crescimento da OCDE" que elas implicam, mas também em relação ao valor do dólar e às taxas de juros. Essas são as três variáveis que selecionamos acima como essenciais para avaliar o impacto das políticas da OCDE sobre os países subdesenvolvidos. Para julgar conjuntos de políticas devemos, desta forma, indagar a respeito de seus impactos sobre aquelas variáveis.

Blanchard e Dornbusch (1984) e Layard *et alii* (1984) defenderam uma combinação de políticas monetárias e fiscais que envolveria uma transitória política fiscal expansionista para a Europa, o contracionismo fiscal a longo prazo para os Estados Unidos e uma política monetária passiva. Essa continua sendo a recomendação ótima. Ela é ótima no sentido de que assegura a continuidade da retomada, paralelamente à desvalorização do dólar. Não resolve o problema da dívida dos países subdesenvolvidos de uma vez, mas efetivamente ajuda (pela desvalorização do dólar e pela continuação do crescimento). No momento, não parece haver tendência na Europa para adotar uma coordenada política fiscal expansionista, mesmo que ela seja de natureza declaradamente transitória. Na verdade exige-se quase universalmente uma correção fiscal americana, enquanto as nações da Europa e o Japão limitam-se a permitir o declínio da taxa de juros em decorrência da redução da inflação induzida pela desvalorização (é interessante notar que agora se acredita que a correção fiscal desvalorizará o dólar, ao passo que há um ano era previsto o colapso dessa moeda em função dos *deficits* contínuos).

A atenção internacional tem-se concentrado nos *deficits* orçamentários dos Estados Unidos, acreditando-se firmemente que o corte de tais *deficits* resolverá muitos ou talvez todos os problemas da economia mundial, o

que é bastante duvidoso. Existem vários cenários que podem ser explorados e nem todos são igualmente atraentes para os países subdesenvolvidos, sendo que alguns nem mesmo são atraentes. Senão, vejamos:

a) Sem mudar as metas monetárias, os Estados Unidos aumentam o imposto de renda em janeiro para eliminar, digamos, a metade do *deficit*. O efeito imediato seria uma aguda redução do crescimento americano, talvez até a ponto de atingir a recessão, desaceleração essa que seria acompanhada de queda das taxas de juros e de desvalorização do dólar.

b) Os Estados Unidos reduzem os futuros *deficits* orçamentários através de aumentos parcelados do imposto de renda e da desindexação, fazendo assim cair as taxas de juros a longo prazo. Ao mesmo tempo, a política monetária é afrouxada como recompensa ao Congresso, permitindo o crescimento sustentado, o dólar cai e a inflação americana se eleva, ao menos transitóriamente.

c) A política fiscal dos Estados Unidos é corrigida por um imediato e radical conjunto de medidas que restaure o equilíbrio orçamentário, ao passo que a política monetária é tornada expansionista, a fim de resgatar a retomada, de forma sustentada.

d) Os *deficits* futuros são corrigidos de forma a obter credibilidade, reduzindo então as taxas reais de juros a longo prazo. A política monetária permanece dentro das metas limitadas anunciadas para 1985, potencialmente forçando a alta a curto prazo dos juros, já que os investimentos devem responder significativamente à redução do custo do capital. O dólar permanece firme.

e) Uma injeção de moeda: reconhecendo que as taxas de juros a curto prazo estão altas devido ao nível anormalmente baixo da liquidez real, o *Fed* promove uma injeção monetária semelhante à de 1983. O aumento — de uma única vez — da liquidez real leva as taxas reais de juros a tenderem para zero, assegurando assim a expansão sustentada da demanda, a desvalorização do dólar e a remoção de qualquer sintoma de deflação. A eliminação da indexação dos impostos e o grande *boom* sufocam as preocupações com o orçamento.

Os cenários acima trazem à tona um ponto importante: a baixa das taxas de juros a curto prazo, esperada em função do ajuste fiscal dos Estados Unidos, ocorre principalmente como resultado de uma queda do nível de atividade. Um ajuste fiscal sensato reduziria (possivelmente) as taxas a longo prazo, mas estas não interessam aos países subdesenvolvidos, cujas dívidas são balizadas pela LIBOR. Os juros a curto prazo estão altos em virtude do caráter não-passivo da política monetária e do crescimento acelerado, este motivado pela política fiscal expansionista. *Os países subdesenvolvidos deveriam, desta forma, pleitear uma política monetária “folgada” por parte dos Estados Unidos, e não uma política fiscal “apertada”*. Esses países, na verdade, só podem beneficiar-se — a curto prazo — da mais incosequente política de dispêndio e de emissão

de moeda. A opção *d*, que tem toda a aparência de ortodoxia saudável, é, na melhor das hipóteses, interessante para eles, quando se examina o futuro distante e se argumenta que esse é o único caminho para assegurar o crescimento sustentado. A opção *e* é a mais satisfatória do ponto de vista das preocupações imediatas de saldar dívidas e de aumentar o preço real das *commodities*.

Os Estados Unidos — e por isto os países subdesenvolvidos — estão na desconfortável posição de que a política monetária-fiscal americana só pode ser modificada ao custo de gerar mais inflação ou recessão. Uma mudança na direção de aperto da política fiscal — e taxas reais de juros mais baixas — pode, naturalmente, ser implementada pela elevação das taxas e pela expansão do estoque real de moeda; mais ainda, pode-se efetuar a mudança de forma a assegurar o nível e a taxa de crescimento da demanda total dos países desenvolvidos. O que não se faz facilmente, no entanto, é evitar a desvalorização do dólar, que, quase inevitavelmente, acompanharia tal mudança de políticas. É essa desvalorização, quando ocorre em escala significativa, que é a fonte de aceleração da inflação.¹⁰ Tendo investido na luta contra a inflação, mas tendo vencido em parte por causa da valorização do dólar, uma nova recessão teria de ser provocada para combater o transbordamento da inflação para os salários.

Vale a pena apontar uma ambigüidade da análise: reconhece-se aqui que as taxas reais de juros estão altas ou que a liquidez está baixa e, ao mesmo tempo, reluta-se em advogar um decidido aumento da liquidez. Uma pronta explicação para tal relutância seria o argumento de que o próprio crescimento acelerado da oferta de moeda cria expectativas inflacionárias que se transformam imediatamente em inflação efetiva, de salários e preços, mas inexistem evidências desse transbordamento direto. Ao contrário, a experiência americana em 1983 sugere que a aceleração do crescimento monetário e a desinflação podem coexistir, ao menos quando o desemprego está alto. A evidência alemã aponta na mesma direção.

A reserva a respeito de uma política monetária mais agressiva advém, assim, de duas razões: a primeira, que já comentamos, é a forte possibilidade de que taxas mais baixas de juros nos Estados Unidos trariam a desvalorização do dólar, que, por sua vez, tornaria a aceleração da inflação um fato incontestável e imediato; a outra razão é a necessidade de considerar melhor os argumentos sobre as expectativas numa situação próxima ao pleno emprego. Levando em conta essas duas considerações, não parece atraente a possibilidade de uma mudança dos Estados Unidos em direção a uma política fiscal “apertada” com uma política monetária “folgada”, ou mesmo somente esta última.

Quais seriam as alternativas? Uma é a absorção da desvalorização do dólar através de certa baixa do nível de atividade e de um conjunto

¹⁰ A opinião de que uma significativa desvalorização do dólar tem um grande impacto inflacionário, especialmente em situação próxima ao pleno emprego, baseia-se na evidência apresentada por Dornbusch e Fischer (1984).

abrangente de controles sobre os salários. Outra seria evitar que a mudança de política fosse acompanhada por uma desvalorização do dólar. Isto implicaria que a Europa também teria de agir: reduzir suas taxas de juros tanto quanto os Estados Unidos, mantendo o dólar sobrevalorizado, ao mesmo tempo em que a liquidez internacional seria mantida elevada. As duas alternativas são sensatas; provavelmente nenhuma será adotada.

Existe uma óbvia dificuldade para compatibilizar os interesses dos países subdesenvolvidos com os dos industrializados. Os Estados Unidos têm desfrutado do melhor dos mundos: forte retomada do crescimento, sem uma aceleração significativa da inflação. O crescimento poderia ocorrer, dada a política fiscal expansionista, apesar das altas de juros. Estas serviriam, no entanto, como proteção contra um colapso da taxa de câmbio e, desta forma, contra a pressão inflacionária dos importáveis. Pareceria pouco razoável sugerir a manutenção da sobrevalorização do dólar, até segunda ordem, simplesmente para adiar o enfrentamento da inflação americana. Seria igualmente pouco razoável estipular controles sobre os salários apenas para evitar uma inflação adicional de 2 ou 3%, derivada do impacto de um colapso da taxa de câmbio sobre os mesmos salários. Finalmente, seria inteiramente razoável perseguir políticas ótimas nos países industrializados, pela simples razão de que os países subdesenvolvidos só poderiam beneficiar-se, a longo prazo, caso a estabilidade e a prosperidade voltassem a ser características mais permanentes dos países desenvolvidos.

Admitida tal visão, dever-se-ia ajustar — de forma a obter credibilidade — as políticas fiscais dos Estados Unidos nos próximos anos e buscar uma política expansionista — ainda que transitória — para a Europa, assegurando-se de que o dólar seja suavemente desvalorizado, sem causar rupturas bruscas. O único problema com essa trajetória bem comportada seria a exigência de que as políticas monetárias e fiscais se tornem suficientemente endógenas, em cada país e na coordenação internacional, a fim de atingir os múltiplos objetivos da retomada da desvalorização estável do dólar e da não-aceleração da inflação. O consenso político em torno dessa opção sensata é desprezível.

Apêndice — Efeitos sobre os níveis de bem-estar de mudanças nos preços internacionais, no volume do comércio e nas taxas de juros

Suponhamos um país que produza duas *commodities*, x e m , sendo que a última é também importada. No horizonte de dois períodos o nível de bem-estar é função da utilidade corrente e do valor presente

da desutilidade associada ao saldo da dívida cujo serviço é deixado para ser atendido no segundo período:

$$V = U(C_x, C_m) + J(b) \quad (9)$$

onde C indica consumo e b o valor da dívida ao final do período corrente em termos do preço internacional dos exportáveis:

$$b \equiv B/P_x^* \quad (10)$$

A restrição orçamentária aplicável às escolhas correntes relaciona o excedente comercial ao serviço da dívida e aos novos empréstimos:

$$C_x - Q_x + p^*(C_m - Q_m) = b - (1 + r)b' \quad (11)$$

onde b indica o saldo atual da dívida real:

$$b' \equiv B_{-1}/P_{-1}^* \text{ e } 1 + r \equiv (1 + i)/(1 + x) \quad (12)$$

onde x é a taxa corrente de crescimento do preço da *commodity* exportada, i é a taxa internacional de juros e r é a taxa real.

Podem-se avaliar as mudanças no nível de bem-estar, em aproximação de primeira ordem, pela diferenciação de (9):

$$dV/dU_x = dC_x + p dC_m - \theta db \quad (13)$$

onde $\theta \equiv -J'/U_x$.

A mudança de nível de bem-estar em (13) é devida ao aumento do consumo corrente ajustado pela desutilidade associada ao aumento da dívida.

Usando-se a restrição orçamentária e notando que b' é dado, pode-se reescrever a mudança de nível de bem-estar da seguinte forma:

$$dV/U_x = -M dp^* + (p - p^*) dM + (dQ_x + p dQ_m) + (1 - \theta) b (\hat{B} - \hat{P}_x^*) - b' dr \quad (13')$$

O primeiro termo em (13) é o convencional efeito das relações de troca. Sendo $M \equiv C_m - Q_m$ as importações, uma melhoria das relações de troca aumenta o bem-estar proporcionalmente às importações. O segundo termo é o ganho de bem-estar associado ao aumento das importações quando o preço (doméstico) relativo das importações, p , excede o preço internacional. O terceiro termo advém da expansão do produto devida ao aumento de aplicação de recursos. O quarto termo indica ganhos de bem-estar derivados de um aumento da dívida real em uma situação

de racionamento de crédito, ou seja, quando o benefício corrente de um dólar adicional de recursos excede a desutilidade de um dólar adicional de dívida. O último termo mostra a redução de bem-estar devida a um aumento das taxas reais de juros. O custo — em termos de bem-estar — é proporcional ao endividamento.

A mudança de nível de bem-estar pode ser rerepresentada de forma a focar mudanças no volume exportado, dX :

$$\frac{dV}{U_x} = \frac{(dX + pdQ_m + dC_x) - Mdp^* + (p - p^*) dM +}{+ (1 - \theta) db - b'dr} \quad (14)$$

O primeiro termo, entre parênteses, é o aumento do volume exportado, ao passo que os dois seguintes refletem custos de oportunidade daquele volume, indicando redução do produto importado ou redução do consumo dos exportados. Apenas se a soma $pdQ_m + dC_x$ for nula é que um aumento do volume exportado significa ganhos de bem-estar; isto só pode acontecer quando existem recursos ociosos.

Bibliografia

BLANCHARD, O., e DORNBUSCH, R. Europe and the dollar. *Banca Nazionale del Lavoro*, fev. 1983.

———. U. S. deficits, the dollar and Europe. *Banca Nazionale del Lavoro*, Roma, (148):89-113, mar. 1984.

BOND, M. *An analysis of export demand and supply for groups of non-oil developing countries*. Trabalho inédito. Washington, FMI, 1984.

BOSWORTH, B., e LAWRENCE, R. *Commodity prices and the new inflation*. Washington, Brookings, 1982.

BRANSON, W. *Trade and structural interdependence between the U. S. and the NICs*. Trabalho inédito. Princeton, Princeton University, 1983.

CHU, C. K., e MORRISON, T. The 1981/82 recession and non-oil primary commodity prices. *IMF Staff Papers*, Washington, 31 (1):93-140, mar. 1984.

CLINE, W. *International debt*. Cambridge, Mass., MIT Press, 1984.

CLINE, W., ed. *Trade policy*. Cambridge, Mass., MIT Press, 1983.

- COOPER, R., e LAWRENCE, R. The 1972/75 commodity boom. *Brookings Papers on Economic Activity*, Washington, (3):671-723, 1975.
- DANTAS, D. *Bank CD rates and LDC default risk*. Trabalho inédito. Rio de Janeiro, FGV, 1984.
- DORNBUSCH, R. Real interest rates, home goods and optimal external borrowing. *Journal of Political Economy*, Chicago, 91(1):141-53, fev. 1983a.
- . Flexible exchange rates and interdependence. *IMF Staff Papers*, Washington, 30(1):3-38, mar. 1983b.
- . Budget deficits, disequilibrium exchange rates and external debt. In: CUDDINGTON, J., e SMITH, G., eds. *International debt and the developing countries*. Washington, Banco Mundial, 1985.
- DORNBUSCH, R., e FISCHER, S. *Open economy aspects of U. S. monetary and fiscal policy*. Trabalho inédito. New York, National Bureau of Economic Research, 1984.
- FELTENSTEIN, A., GOLDSTEIN, M., e SCHADLER, S. A multilateral exchange rate model for primary producing countries. *IMF Staff Papers*, Washington, 26(3):543, set. 1979.
- FMI. *World economic outlook*. Washington, 1982.
- . *World economic outlook*. Washington, abr. 1984.
- . *US historical statistics*. League of Nations.
- GOLDSTEIN, M., e KHAN, M. *Effects of slowdown in industrial countries on growth in non-oil developing countries*. Occasional Paper, 12. Washington, FMI, 1982.
- KRAVIS, I. Trade as the handmaiden of growth. *Economic Journal*, Cambridge, Eng., 80(320), dez. 1970.
- LAYARD, R., et alii. *The case for unsustainable growth*. CEPS Discussions Papers. Bruxelas, Center for European Policy Studies, 1984.
- LEWIS, W. A. The slowing down of the engine of growth. *American Economic Review*, Los Angeles, 70(4):555-65, set. 1980.
- MOORE, G., e ZARNOWITZ, V. *The development and role of the National Bureau's business cycle chronologies*. NBER Working Paper, 1.394. New York, National Bureau of Economic Research, 1984.
- NURKSE, R. *Patterns of trade and development*. Almquist and Wiksell, 1959.

- OCDE. *External debt of developing countries: 1983 survey*. Paris, 1984.
- ONU. *Towards a new trade policy for development*. New York, 1984.
- REYNOLDS, L. The spread of economic growth to the Third World: 1850-1980. *Journal of Economic Literature*, Nashville, 21 (3):941-80, set. 1983.
- RIEDEL, J. Trade as the engine of growth in developing countries, revisited. *Economic Journal*, Cambridge, Eng., 94 (373):56-73, mar. 1984.
- SINGER, H. The terms of trade controversy and the evolution of soft financing: early years in the U. N. In: MEYER, G., e SEERS, D., eds. *Pioneers of development*. Oxford, Oxford University Press, 1984.
- SPRAOS, J. *Inequalising trade*. Clarendon Press, 1983.

(Originais recebidos em dezembro de 1984. Revisitos em julho de 1985.)

