

Nota Técnica

**TRAJETÓRIA FUTURA DO SALDO
TRANSAÇÕES CORRENTES E DO
PASSIVO EXTERNO LÍQUIDO: ALGUMAS
SIMULAÇÕES**

Fernando José da S. P. Ribeiro

Nº 20

Brasília, agosto de 2016.



Governo Federal
Ministério do Planejamento, Desenvolvimento e Gestão
Ministro interino Dyogo Henrique de Oliveira

ipea Instituto de Pesquisa
Econômica Aplicada

Fundação pública vinculada ao Ministério do Planejamento, Desenvolvimento e Gestão, o Ipea fornece suporte técnico e institucional às ações governamentais – possibilitando a formulação de inúmeras políticas públicas e programas de desenvolvimento brasileiro – e disponibiliza, para a sociedade, pesquisas e estudos realizados por seus técnicos.

Presidente

Ernesto Lozardo

Diretor de Desenvolvimento Institucional

Juliano Cardoso Eleutério

Diretor de Estudos e Políticas do Estado, das Instituições e da Democracia

João Alberto De Negri

Diretor de Estudos e Políticas Macroeconômicas

Claudio Hamilton Matos dos Santos

Diretor de Estudos e Políticas Regionais, Urbanas e Ambientais

Alexandre Xavier Ywata de Carvalho

Diretora de Estudos e Políticas Setoriais de Inovação, Regulação e Infraestrutura

Fernanda De Negri

Diretora de Estudos e Políticas Sociais

Lenita Maria Turchi

Diretora de Estudos e Relações Econômicas e Políticas Internacionais

Alice Pessoa de Abreu

Chefe de Gabinete, Substituto

Márcio Simão

Assessora-chefe de Imprensa e Comunicação

Maria Regina Costa Alvarez

Ouvidoria: <http://www.ipea.gov.br/ouvidoria>

URL: <http://www.ipea.gov.br>

As opiniões emitidas nesta publicação são de exclusiva e inteira responsabilidade dos autores, não exprimindo, necessariamente, o ponto de vista do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada ou do Ministério do Planejamento, Desenvolvimento e Gestão.

TRAJETÓRIA FUTURA DO SALDO TRANSAÇÕES CORRENTES E DO PASSIVO EXTERNO LÍQUIDO: ALGUMAS SIMULAÇÕES

Fernando José da S. P. Ribeiro

Técnico de Planejamento e Pesquisa da Diretoria de Estudos e Políticas
Macroeconômicas (DIMAC) do Ipea. E-mail: fernando.ribeiro@ipea.gov.br.

SUMÁRIO

Sinopse

Introdução.....	1
1. Cenário básico para a trajetória do passivo externo e do saldo em TC.....	5
2. Crescimento do PIB e exportações: trajetórias de equilíbrio.....	10
3. Hipóteses alternativas para outras variáveis.....	16
Conclusões.....	22
Referências Bibliográficas.....	25

JEL: F32, F34

SINOPSE

O objetivo deste trabalho é avaliar possíveis trajetórias futuras de duas variáveis cruciais na análise de vulnerabilidade externa de um país: o saldo em transações correntes e o passivo externo líquido. O exercício consistiu em projetar os valores futuros dessas duas variáveis a partir de hipóteses acerca da evolução das variáveis que determinam a evolução do passivo externo líquido ao longo do tempo, considerando um horizonte de 15 anos a partir de 2016. Diante de um cenário que leva em conta um crescimento médio do PIB de 2,5% a.a., e sob hipóteses para o comportamento das demais variáveis que basicamente replicam o comportamento observado nos últimos 20 anos, as simulações indicam que o país deverá enfrentar no futuro o mesmo problema que marcou seu passado: um novo ciclo de elevação do déficit em transações correntes e de aumento do passivo externo que provavelmente redundará na necessidade de um novo ajuste, com as conhecidas consequências negativas sobre a economia. O trabalho apresenta ainda diferentes combinações possíveis de crescimento do PIB e das exportações que produzem uma trajetória de estabilização da relação PEL/PIB e, portanto, a solvência externa do país dentro de 15 anos, bem como alguns exercícios que procuram avaliar o que aconteceria com as combinações de equilíbrio entre crescimento do PIB e crescimento das exportações em virtude de mudanças em outras variáveis importantes que condicionam o comportamento do saldo em transações correntes e do passivo externo líquido.

Palavras-chave: vulnerabilidade externa, transações correntes, balanço de pagamentos, exportações, passivo externo.

TRAJETÓRIA FUTURA DO SALDO DE TRANSAÇÕES CORRENTES E DO PASSIVO EXTERNO LÍQUIDO: ALGUMAS SIMULAÇÕES

Fernando José da S. P. Ribeiro¹

INTRODUÇÃO

O deficit em transações correntes (TC) do balanço de pagamentos brasileiro cresceu sobremaneira nos últimos anos, alcançando patamar de 4% do PIB em 2014. Seguiu-se, então, uma redução expressiva do deficit em 2015, de um ponto percentual do PIB em reação ao ano anterior, e as previsões do Boletim Focus do Banco Central do Brasil indicam nova redução em 2016 e 2017, levando o saldo para cerca de 1% do PIB. Esse ajuste das contas externas nada tem de excepcional; ao contrário, reproduz o comportamento típico do saldo em transações correntes no Brasil, caracterizado por períodos relativamente longos de elevação, seguidos por períodos de rápida contração. Dados do balanço de pagamentos disponibilizados pelo Banco Central do Brasil, que remontam a 1947, mostram que ciclos semelhantes ao atual ocorreram ao menos três vezes anteriormente: de 1958 a 1965; de 1971 a 1984; e de 1995 a 2003. Ao longo desse período, o país registrou um deficit médio de 1,8% do PIB.

Ainda que a duração de cada um dos períodos de aumento e reversão do deficit em TC identificados no Gráfico 1 tenha sido bem diferente, há um aspecto em comum: todos foram seguidos por alguns anos de saldos em TC bem acima da média, inclusive com saldos positivos em certos momentos. Isso era necessário não apenas em virtude da escassez de financiamento externo que caracterizou esses momentos – normalmente provocada por crises no mercado internacional –, mas também porque era preciso promover um ajuste do tamanho relativo do passivo externo do país, de modo a afastar as preocupações quanto à sua capacidade de honrar esse passivo e permitir uma gradual normalização das transações financeiras com o exterior.

Em termos macroeconômicos, deficits em transações correntes equivalem a um excesso de investimento sobre poupança doméstica, ou a um crescimento mais rápido da demanda que da oferta doméstica de bens e serviços. O padrão deficitário das transações correntes no Brasil é compatível com uma economia em desenvolvimento, em que a taxa de poupança é relativamente baixa – nos últimos 70 anos, ela ficou quase sempre abaixo de 20% do PIB. Como consequência, episódios de aceleração da demanda doméstica – seja pela via da expansão do consumo de bens importados, seja pelo aumento dos investimentos, com crescente importação de bens de capital, seja ainda pela via de maiores importações de bens intermediários para o setor industrial –

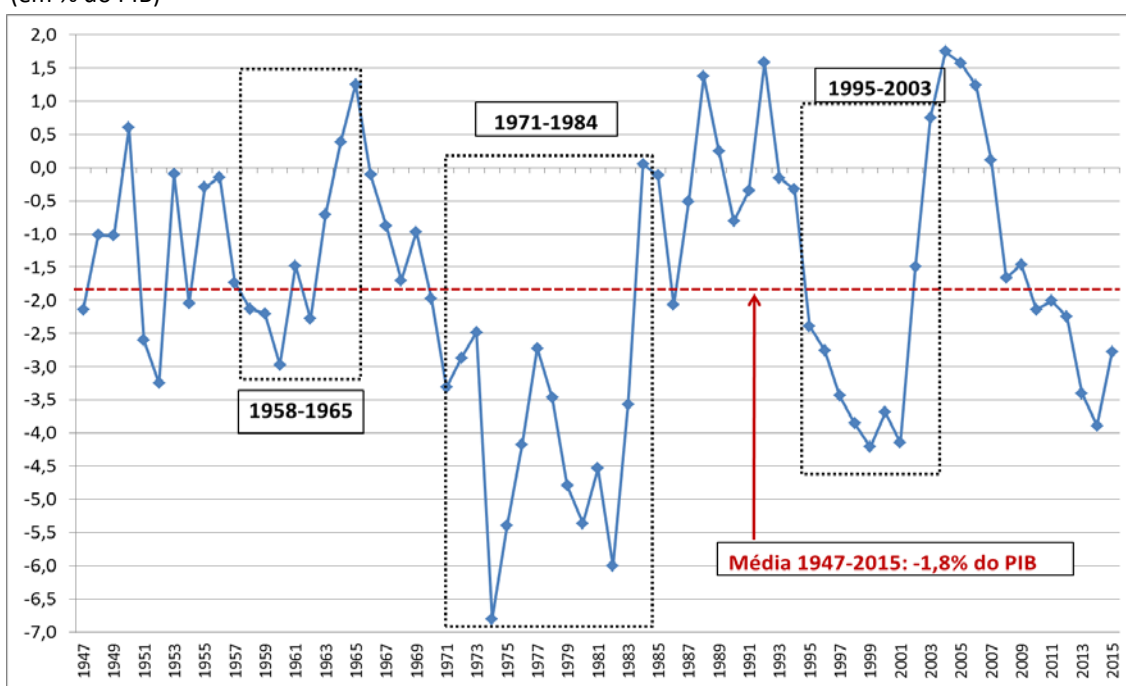
¹ Técnico de Planejamento e Pesquisa da Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas (DIMAC) do Ipea.

exigem crescente atração de poupança externa. Na prática, o país não se mostra capaz de sustentar um ritmo de crescimento econômico mais intenso sem que isso gere um déficit externo crescente e, mais cedo ou mais tarde, torne necessário realizar um ajuste das transações correntes, de forma a reduzir o déficit e trazê-lo de volta a patamares “normais”. Essa é a essência do problema da vulnerabilidade externa, problema crônico na história do país e que sempre atuou como uma das principais restrições ao crescimento sustentado da economia.

GRÁFICO 1

Saldo em transações correntes – 1947-2015

(em % do PIB)



Obs: Dados calculados segundo a antiga metodologia do balanço de pagamentos (BPM5), pela ausência de série histórica longa com base na nova metodologia adotada em 2015. Como só havia números para 2015 com base na nova metodologia, o dado apresentado no gráfico foi ajustado para ser comparável ao da antiga metodologia.

Fonte: Banco Central do Brasil.

Por conta disso, é de grande importância que se faça um adequado monitoramento do grau de vulnerabilidade externa ao longo do tempo, com foco não apenas na evolução dos deficits em transações correntes (e de seus principais componentes), mas também no comportamento do passivo externo líquido, que é a contrapartida do deficit pelo lado dos estoques. Paralelamente, há diversas outras variáveis econômicas que influenciam ou condicionam a capacidade de sustentação do deficit ao longo do tempo e às condições de liquidez e solvência externa do país. Uma Nota Técnica recentemente publicada pelo Ipea (Ribeiro, 2016) dedicou-se a compilar e analisar indicadores de vulnerabilidade externa para o Brasil, os quais foram divididos em três grupos: (i) os relacionados ao tamanho e à composição do passivo externo do país e ao volume de reservas internacionais, bem como a outros ativos em moeda estrangeira

do país; (ii) os relacionados ao tamanho relativo e ao ritmo de crescimento dos fluxos do balanço de pagamentos, enfatizando as principais rubricas que determinam a situação do balanço de pagamentos em cada momento; e (iii) os relacionados à situação macroeconômica do país, destacando variáveis que têm impacto relevante sobre a evolução das contas externas, seja pela via das transações comerciais, seja pelos fluxos de capital. Tais indicadores evidenciam que a situação atual do país é bem mais confortável que no passado, por dois principais motivos: (i) a acumulação de um grande volume de reservas internacionais; e (ii) a melhoria do perfil do financiamento externo, com preponderância de recursos ingressados na forma de investimentos diretos e baixa proporção de dívidas de curto prazo. Entretanto, o quadro não é tão favorável quando se analisam os indicadores de fluxos do balanço de pagamentos, em especial o desempenho das exportações de mercadorias, que é, em última instância, a variável mais importante para permitir uma adequada geração de divisas e garantir a solvência externa do país ao longo do tempo.

Em síntese, o trabalho concluiu que o país tornou-se menos vulnerável a eventuais problemas de liquidez no mercado internacional, uma vez que ativos externos líquidos e o volume de financiamento externo disponível são insuficientes para fazer frente às necessidades imediatas de pagamento ou rolagem de passivos externos vincendos (Ribeiro, 2016).

O Brasil também aumentou a resiliência a choques externos negativos, entendida como a capacidade de absorver e se ajustar às novas condições econômicas impostas por choques de origem externa – como quedas de termos de troca, reduções do nível de liquidez internacional, redução do crescimento da economia mundial, ou ainda choques mais abrangentes e profundos, a exemplo da crise financeira de 2008 (Essers, 2013).

Entretanto, o conforto de curto prazo propiciado por elevadas reservas internacionais e por um passivo externo com perfil mais seguro não resolve o problema crucial de longo prazo: desenvolver os meios e as condições para suavizar os ciclos de expansão e retração do saldo em transações correntes, tornando sua trajetória mais equilibrada e compatível com a sustentação de uma taxa de crescimento razoável do PIB no médio e no longo prazo. Em última análise, o que está em jogo são preocupações quanto à solvência externa do país. Segundo Ribeiro (2016),

Problemas de solvência, por sua vez, surgem quando o valor presente descontado dos saldos das transações comerciais com o exterior (de bens e serviços) é menor que o valor presente descontado dos fluxos de remuneração do passivo externo líquido (saldo líquido dos fluxos de remessas de lucros e dividendos e de pagamentos de juros), fazendo com que o passivo externo do país cresça de maneira contínua e explosiva. Portanto, a solvência externa de um país envolve uma avaliação da trajetória intertemporal das diferentes

variáveis que afetam as contas externas, com a solvência sendo garantida quando o país respeita sua restrição orçamentária intertemporal.

A vulnerabilidade externa de um país pode estar associada tanto a problemas de liquidez quanto de solvência. A grande diferença está em que problemas de liquidez são tipicamente conjunturais (...). Já a questão da solvência está associada a problemas de ordem mais estrutural, tal que a reversão de um processo de crescimento do passivo externo pode exigir medidas mais drásticas de ajuste – em geral envolvendo recessão, forte desvalorização cambial e, em casos mais extremos, algum tipo de perdão ou renegociação da dívida externa.

Para uma adequada avaliação da solvência externa, a análise dos indicadores de vulnerabilidade fornece uma visão limitada do problema, pois baseia-se na evolução passada dos indicadores e, principalmente, em seus valores atuais. É necessário que ela seja complementada com uma análise dinâmica, que permita avaliar possíveis trajetórias futuras das diversas variáveis que condicionam e determinam a evolução das contas externas e suas implicações sobre o comportamento das duas variáveis cruciais na análise de vulnerabilidade: o saldo em transações correntes e o passivo externo líquido. Esta Nota tem justamente este objetivo. O exercício consiste em projetar os valores futuros dessas duas variáveis a partir de hipóteses acerca da evolução de variáveis como as taxas de crescimento anuais das exportações e importações de bens e serviços, as taxas de remuneração dos ativos e passivos externos e a taxa de crescimento do PIB real.

A partir dos valores de cada variável no ano inicial (no caso, 2015), determina-se a evolução ano a ano do passivo externo líquido e também do saldo em transações correntes, medidas como proporção do PIB. Faz-se primeiro uma simulação com hipóteses básicas para cada uma dessas variáveis e depois desenham-se cenários alternativos, considerando-se diferentes hipóteses para a trajetória de algumas das variáveis. As simulações tomam como base os valores registrados no ano de 2015, mas para os anos de 2016 e 2017 adotam-se, em alguns casos, as projeções de mercado para as principais variáveis, apresentadas no Boletim Focus, do Banco Central². As simulações são feitas para um horizonte de 15 anos, ou seja, até 2030. A escolha deste período de tempo foi arbitrária, mas guarda alguma relação com a história recente. O primeiro ciclo de elevação e reversão do déficit em transações correntes que o país atravessou desde 1947 iniciou-se em 1958 e o ciclo atualmente em curso teve início, a rigor, em 2010³, uma distância de 52 anos – um intervalo médio de 13 anos entre cada ciclo.

A Nota se organiza da forma descrita a seguir. A seção 1 apresenta a equação utilizada para determinar a dinâmica do passivo externo líquido e do saldo em transações

² Edição de 20 de maio de 2016.

³ Foi neste ano que o déficit voltou a superar a média histórica de 1,8% do PIB.

correntes ao longo do tempo e realiza uma simulação de suas trajetórias a partir de um cenário básico para as diversas variáveis condicionantes. A seção 2 discute a relação entre duas das variáveis cruciais para determinar a trajetória do passivo e do saldo em TC, o crescimento real do PIB e das exportações de bens, evidenciam que quanto maior o crescimento do PIB esperado para os próximos anos, tanto maior deve ser o ritmo de crescimento das exportações para garantir uma trajetória de estabilização do passivo externo dentro de 15 anos. E a seção 3 mostra como as relações de equilíbrio entre crescimento do PIB e das exportações se alterariam mediante mudanças no comportamento esperado de outras variáveis importantes, a saber, a elasticidade das importações de bens em relação ao PIB, a taxa de crescimento das exportações de serviços, a elasticidade das importações de serviços em relação ao PIB e as taxas de remuneração dos ativos e passivos externos do país. Por fim, a Nota se encerra com uma breve seção de Conclusões.

1. CENÁRIO BÁSICO PARA A TRAJETÓRIA DO PASSIVO EXTERNO E DO SALDO EM TC

A dinâmica do passivo externo líquido (PEL) é determinada por três elementos principais: a remuneração do passivo externo, o saldo comercial e o saldo da balança de serviços, conforme a equação (1):

$$PEL_t - PEL_{t-1} = PEL_{t-1} \cdot (r_t) - BC_t - BS_t \quad (1)$$

Onde

- PEL é o passivo externo líquido;
- r é a taxa média de remuneração do passivo externo líquido;
- BC é o saldo da balança comercial; e
- BS é o saldo da balança de serviços.

A equação (1) pode ser reescrita considerando alguns aspectos importantes:

- (i) que o passivo externo líquido pode ser decomposto em quatro partes diferentes, cada uma regida por uma dinâmica própria: a dívida externa bruta (DEB), na qual incluem-se os empréstimos intercompanhias, que no balanço de pagamentos são classificados como investimento direto; o estoque de investimentos estrangeiros no país, diretos e em carteira (IEP); o estoque de investimentos e outros ativos brasileiros no exterior, exceto reservas internacionais (IBE); e o estoque de reservas internacionais (RI),

sendo os dois últimos contabilizados com sinal invertido na equação, por se tratarem de ativos.

- (ii) Que cada um desses componentes do passivo possui uma taxa de remuneração diferente, sendo i_t a remuneração da dívida externa; k_t a remuneração dos investimentos estrangeiros; q_t a remuneração dos investimentos brasileiros; e s_t a remuneração das reservas.
- (iii) Que tanto a balança comercial quanto a balança de serviços podem ser decompostas em exportações (X) e importações (M).

Dessa forma:

$$PEL_t = DEB_t + IEP_t - ABE_t - RI_t = DEB_{t-1} \cdot (1 + i_t) + IEP_{t-1} \cdot (1 + k_t) - ABE_{t-1} \cdot (1 + q_t) - RI_{t-1} \cdot (1 + s_t) + X_t - M_t + XS_t - MS_t \quad (2)$$

Além disso, a taxa de crescimento das importações de bens e de serviços depende da taxa de crescimento do PIB com certa elasticidade, de forma que:

$$\widehat{M} = \varepsilon_M \cdot g$$

$$\widehat{MS} = \varepsilon_{MS} \cdot g$$

Onde ε_M é a elasticidade das importações de bens em relação ao PIB, ε_{MS} é a elasticidade das importações de serviços em relação ao PIB e g é a taxa de crescimento do PIB.

A partir dos números atuais da economia brasileira e com base em hipóteses sobre o crescimento das exportações de bens e serviços, do crescimento do PIB, das elasticidades das importações de bens e de serviços e das diferentes taxas de remuneração de ativos e passivos nos próximos 15 anos, a equação fornece os valores ano a ano do passivo externo líquido e do saldo em transações correntes nos próximos anos, sendo este último obtido pela variação do passivo externo líquido entre o período t e o período $t-1$. Todos os componentes são medidos como proporção do PIB, o que implica que o PIB tem dois efeitos opostos sobre a evolução das variáveis: por um lado, ele faz crescer as importações de bens e serviços, o que tende a elevar o passivo externo e piorar o saldo em TC; por outro lado, ele aumenta o valor do PIB, diminuindo o tamanho do passivo e do saldo em TC quando medido em porcentagem do PIB.

A seguir, são apresentados os resultados de algumas simulações feitas com base na equação (2). O cenário básico considera hipóteses para o comportamento das variáveis

que determinam o PEL, que são, em quase todos os casos, baseadas no comportamento observado no período 1995-2014. A escolha deste período como referência é justificável por considerar a fase pós-real, marcada por maior estabilidade macroeconômica, e também por já incorporar os efeitos da abertura comercial e financeira levada a cabo a partir de 1990, que trouxe mudanças estruturais no comportamento do balanço de pagamentos do país. A exclusão do ano de 2015 explica-se por se tratar de um ano atípico, marcado por queda excepcionalmente forte do PIB, das exportações e das importações.

As hipóteses básicas são as seguintes:

- Crescimento do PIB: igual à taxa de crescimento do produto potencial do país. Adota-se aqui o resultado apresentando em estudo do Ipea⁴, que conclui que a taxa atual de crescimento potencial é de 1,6%, mas que “se a produtividade voltar a ter uma tendência de crescimento alinhada com a média história do período (0,8% a.a.), tudo o mais constante, o crescimento do produto potencial poderia acelerar-se em cerca de 1 p.p.”. Portanto utiliza-se 2,5% ao ano como taxa de referência. Cabe destacar que esta taxa é um pouco inferior à média dos últimos 20 anos, que foi de 3% a.a.
- Crescimento do *quantum* de exportações de bens: considera-se a taxa de 4,8% ao ano, equivalente à taxa de crescimento média real⁵ do período 1995-2014.
- Crescimento do *quantum* de importações de bens: considera-se que estas crescem a uma taxa duas vezes e meia maior que a do PIB, com base na experiência do país no período pós-abertura comercial. Nos 20 anos entre 1995 e 2014, o *quantum* de importações cresceu 7,5%, contra uma expansão média anual do PIB de 3%.
- Os preços de exportação e de importação permanecem estáveis, o que significa que não há variações dos termos de troca.
- Crescimento das exportações de serviços: 8,7% ao ano, baseado na taxa de crescimento média real⁶ do período 1995-2014.
- Crescimento das importações de serviços: considera-se que estas crescem a uma taxa três vezes maior que a do PIB, considerando-se que, no período 1995-2014, a taxa de crescimento média real⁷ das importações de serviços foi de 8,5% ao ano, ante uma variação do PIB de 3%.

⁴ SOUZA JR, J. R. **Impacto da Nova metodologia do Sistema de Contas Nacionais sobre as Estimativas de Produtividade e do Produto Potencial**. Nota Técnica, Carta de Conjuntura IPEA número 28, junho de 2015.

⁵ Valor das importações em dólar deflacionado pelo Índice de Preços ao Consumidor – Serviços (CPI-Services), calculado pelo Bureau of Labor Statistics dos Estados Unidos, como *proxy* da variação dos preços internacionais de serviços.

⁶ Valor das importações em dólar deflacionado pelo Índice de Preços ao Consumidor – Serviços (CPI-Services), calculado pelo Bureau of Labor Statistics dos Estados Unidos, como *proxy* da variação dos preços internacionais de serviços.

⁷ Idem.

- Não há alterações na taxa de câmbio real, de forma que qualquer mudança na cotação nominal do câmbio é compensada por um diferencial entre a inflação doméstica e a externa de igual magnitude.
- Remuneração média da dívida externa: 5% ao ano, um pouco maior que a média dos últimos anos (cerca de 4%) marcada por taxas de juros internacionais extraordinariamente baixas e compatível com a hipótese de aumento gradual dessas taxas ao longo dos próximos anos.
- Remuneração média dos investimentos estrangeiros: 6% ao ano, equivalente à média dos últimos 10 anos.
- Remuneração média dos ativos brasileiros no exterior: 3,5% ao ano, igual à média dos últimos 10 anos.
- Remuneração das reservas internacionais: 2% a.a. Nos últimos anos, esta remuneração chegou a cair abaixo de 1% a.a., mas é razoável esperar que ela aumente gradativamente nos próximos anos, conforme os juros internacionais aumentem.
- Tanto as reservas quanto o estoque de ativos no exterior não se alteram ao longo do tempo. Portanto, todo o deficit em transações correntes é financiado com dívida externa ou com investimentos externos e a entrada destes recursos se limita ao montante exato e suficiente para cobrir o deficit.
- O financiamento do deficit obedece à seguinte distribuição a cada ano: 60% na forma de investimentos estrangeiros (diretos e em carteira) e 40% na forma de dívida (inclusive empréstimos intercompanhias, que no balanço de pagamentos são classificados como investimento direto).
- Duas rubricas são desconsideradas nos cálculos: o saldo da renda secundária (anteriormente chamada de “transferências unilaterais”); e os lucros reinvestidos, que voltaram a ser computados no balanço de pagamentos com a adoção da 6ª edição do *Balance of Payments Manual* do FMI, mas que não representam fluxos efetivos de entrada ou saída de recursos do país. Curiosamente, nos últimos anos tais rubricas têm exibido valores semelhantes, mas com sinal invertido, anulando-se mutuamente em termos do impacto sobre o saldo em TC.

Para os anos de 2016 e 2017, especificamente, adotam-se as seguintes hipóteses, com base nas projeções apresentadas no Boletim Focus, do Banco Central do Brasil⁸:

- Deficit em transações correntes de US\$ 17,2 bilhões e US\$ 17,5 bilhões respectivamente;
- Superavit comercial de US\$ 50 bilhões e US\$ 58,3 bilhões;
- Crescimento real do PIB de -3,8% e +0,5%;
- Câmbio médio de R\$ 3,63/US\$ e R\$ 3,83/US\$.

⁸ Edição de 20 de maio de 2016.

- Inflação (IGP-DI) de 7% e 5,5%.

As demais variáveis seguem as hipóteses normais em 2016 e 2017, exceto as contas de rendas e de serviços, que se ajustam de modo a garantir que a soma entre o superavit comercial, a conta de rendas e a de serviços iguale-se ao saldo em transações correntes projetado para o ano. Desta forma, a diferença entre o saldo comercial e o deficit em transações correntes projetados é dividida, em partes iguais, entre os deficits de rendas e de serviços.

É importante destacar que as simulações já incorporam o movimento de ajuste das contas externas iniciado em 2015 e que se consolida no biênio 2016-17, com o deficit recuando para 1% do PIB. Portanto, o ponto de partida da simulação é relativamente favorável, com deficit inferior à média histórica do país e uma relação de passivo externo líquido/PIB confortável (de menos de 30%).

O Gráfico 2 ilustra a evolução do saldo em transações correntes e do passivo externo líquido no período 2016-2030 sob as hipóteses acima. O primeiro registra um deficit que aumenta gradativamente ao longo dos próximos 15 anos, alcançando o patamar de 3,3% do PIB em 2030 – ou seja, retorna para o mesmo nível registrado em 2015. O passivo externo líquido também aumenta, chegando a 45,2% em 2030, nível similar ao registrado no início dos anos 2000, quando o país enfrentou seu último período de crise e ajuste das contas externas.

Todos os principais componentes das transações correntes registram piora de seu saldo nessa simulação. O deficit de rendas, que aumenta cerca de 1 ponto percentual do PIB (de 2,3% do PIB em 2015 para 3,3%), em razão direta do aumento do passivo externo; o deficit de serviços cresce 0,7 p.p. do PIB, ainda que a taxa de crescimento das exportações de serviços seja maior que a das importações⁹; e o superavit comercial reduz-se em 0,6 p.p. do PIB, saindo de cerca de 3% do PIB em 2016 para 2,4% em 2030.

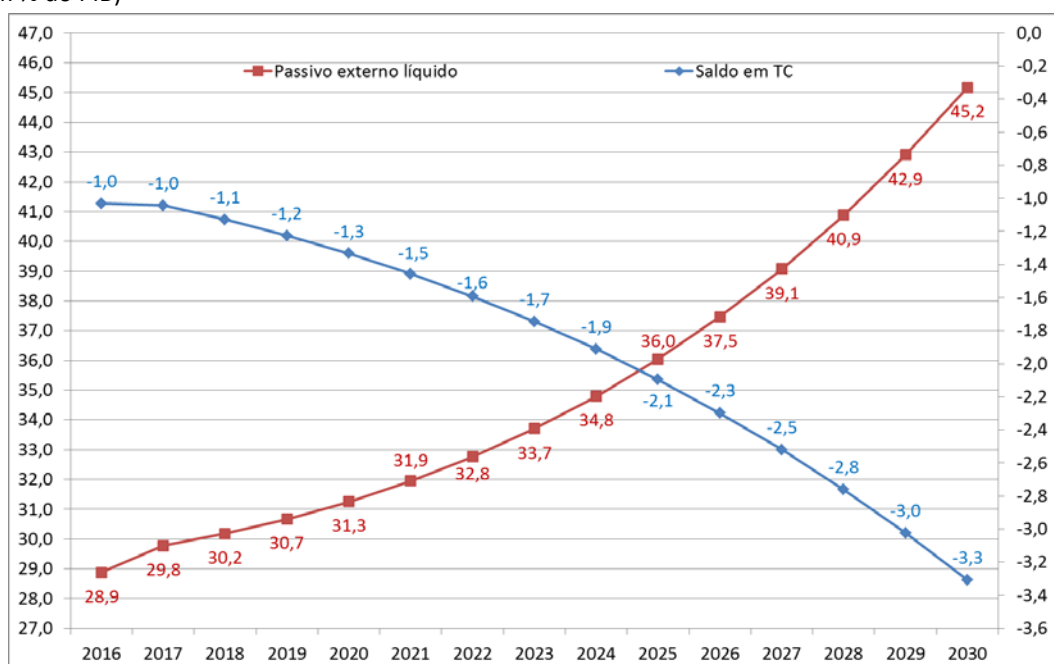
Essa simulação deixa claro que, sob hipóteses que basicamente replicam o comportamento das contas externas nos últimos 20 anos, o país irá enfrentar no futuro o mesmo problema que marcou seu passado: um novo ciclo de elevação do deficit em transações correntes e de aumento do passivo externo, que provavelmente redundará na necessidade de um novo ajuste, com as conhecidas consequências negativas sobre a economia (recessão, desvalorização cambial, aceleração da inflação etc.).¹⁰

⁹ As exportações crescem 8,7% a.a. e as importações, 7,5%. Entretanto, como o montante das importações no momento inicial é bem maior que o montante das exportações (praticamente o dobro), o diferencial de crescimento entre elas não é suficiente para impedir o aumento do deficit.

¹⁰ Vide a Nota Técnica citada na nota de rodapé número 2.

GRÁFICO 2

Trajetória do saldo em transações correntes e do passivo externo líquido – 2016-2030 (Cenário básico)
(em % do PIB)



Fonte: Elaboração do autor, a partir de dados do Banco Central do Brasil

2. CRESCIMENTO DO PIB E EXPORTAÇÕES: TRAJETÓRIAS DE EQUILÍBRIO

A pergunta que surge naturalmente é: o que seria necessário para impedir a concretização de um novo ciclo de elevação do passivo externo líquido e do deficit em transações correntes mediante um cenário de crescimento razoável e sustentado da economia? Essa pergunta comporta diferentes respostas, associadas a possíveis mudanças no padrão de comportamento das diversas variáveis determinantes. Dentre elas, porém, há uma que certamente cumpre papel de destaque: as exportações de bens. Isso porque, em uma economia aberta, elas são a principal fonte de recursos em moeda estrangeira necessários para fazer frente às diversas despesas – importações de bens e serviços, pagamentos de juros e amortizações da dívida externa, remessas de lucros e dividendos associados aos investimentos estrangeiros – sem que seja necessário recorrer a crescentes fluxos de financiamento externo. Em outras palavras, as receitas de exportação de bens são as principais responsáveis por garantir a solvência externa do país. Há outras receitas relevantes, como as exportações de serviços, remunerações dos ativos externos e transferências do exterior (chamadas de renda secundária no balanço de pagamentos). Mas em 2015, por exemplo, essas fontes de receita somaram 2,9% do PIB, contra 10,7% referentes às exportações de bens.

Portanto, a resposta à pergunta formulada no parágrafo anterior implica calcular qual a taxa de crescimento das exportações de bens é compatível com uma determinada taxa de crescimento do PIB, de modo a garantir a solvência externa – sendo a solvência

entendida como uma trajetória não-explosiva do passivo externo líquido. Assim, mantidas todas as hipóteses do cenário básico formulado na seção anterior, **a taxa mínima requerida para permitir que o passivo externo líquido como proporção do PIB se estabilize dentro do intervalo de 15 anos é de 5,7% a.a.** Conforme ilustra o gráfico 3, esta taxa propiciaria uma trajetória convergente do passivo externo líquido até alcançar 31,4% do PIB em 2030. Ao longo deste período, o deficit em transações correntes se reduziria gradualmente, chegando a 0,75% do PIB no último ano.

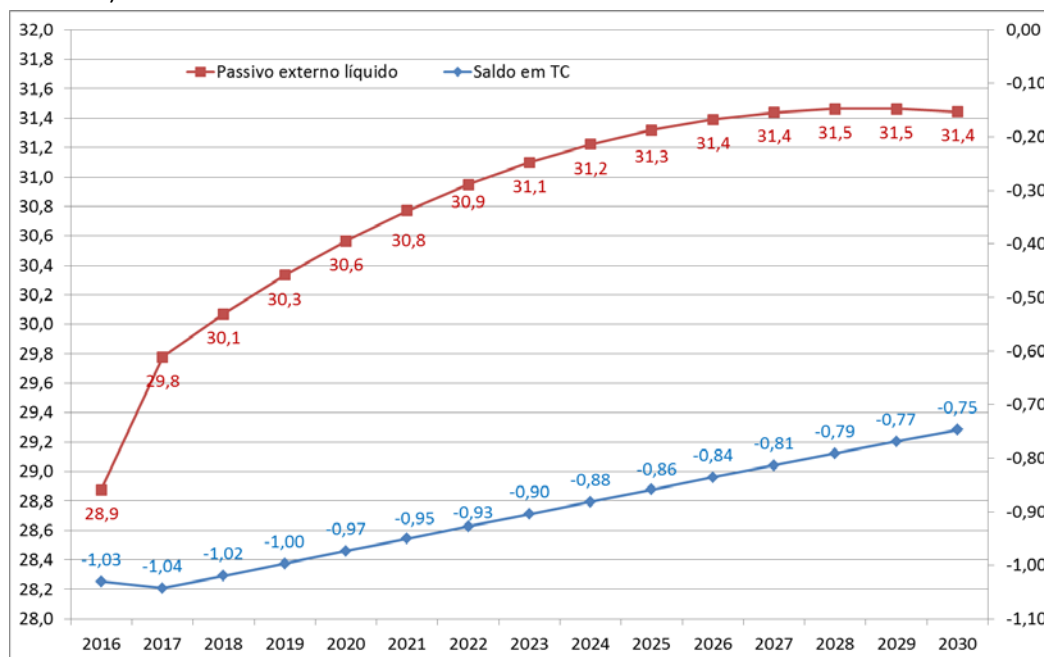
Caso a taxa de crescimento do PIB seja diferente de 2,5%, a taxa requerida de crescimento das exportações também seria diferente. Logicamente, quanto maior o crescimento do PIB, maior teria que ser o crescimento das exportações, de forma a compensar o crescimento também maior das importações (de bens e de serviços) e garantir a solvência externa. O Gráfico 4 ilustra diferentes combinações possíveis de crescimento do PIB e das exportações que produzem uma trajetória de estabilização da relação PEL/PIB e, portanto, a solvência externa do país dentro de 15 anos, que serão chamadas de “combinações de equilíbrio”. Caso o crescimento seja bem menor do aquele considerado no cenário básico, digamos, 1,5% a.a., o crescimento requerido das exportações também se reduz significativamente, no caso, para 2,9%. Um crescimento maior do PIB, de 3,5%, por exemplo, exigirá um crescimento das exportações de 8,6%. Na verdade, a relação “de equilíbrio” entre PIB e exportações é aproximadamente linear, tal que **uma variação de 0,5 ponto percentual no crescimento do PIB implica uma variação de aproximadamente 1,4 ponto percentual no crescimento das exportações.**

GRÁFICO 3

Trajetória do saldo em transações correntes e do passivo externo líquido – 2016-2030

Cenário com exportações crescendo 5,7% a.a.

(em % do PIB)

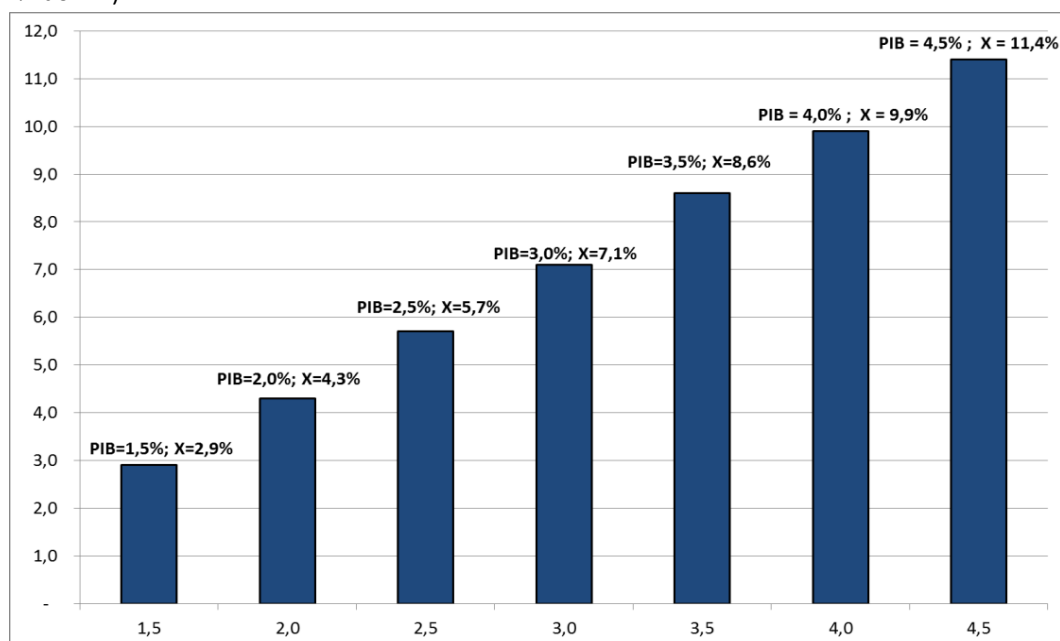


Fonte: Elaboração do autor, a partir de dados do Banco Central do Brasil

GRÁFICO 4

Combinações de taxas de crescimento do PIB e das exportações de bens que estabilizam a relação PEL/PIB em 15 anos

(em % do PIB)



Fonte: Elaboração do autor, a partir de dados do Banco Central do Brasil.

O Gráfico 5 ilustra a trajetória da relação PEL/PIB sob as diferentes combinações “de equilíbrio” entre crescimento do PIB e das exportações – excluindo-se dois casos intermediários (PIB crescendo 2% e 4%), a fim de facilitar a visualização do gráfico. O fato mais interessante a relatar é que, quanto maior o crescimento do PIB e das exportações, tanto menor é o valor da relação PEL/PIB após 15 anos. Isso ocorre porque, a partir de determinada taxa de crescimento do PIB, o efeito deste crescimento do PIB sobre o denominador da relação supera o efeito do deficit em transações correntes sobre o numerador. Os números sugerem que a combinação de PIB crescendo 3% a.a. e exportações crescendo 7,1% a.a. seria um limiar que determina se a trajetória da relação PEL/PIB será crescente ou decrescente ao longo do tempo, até se estabilizar.

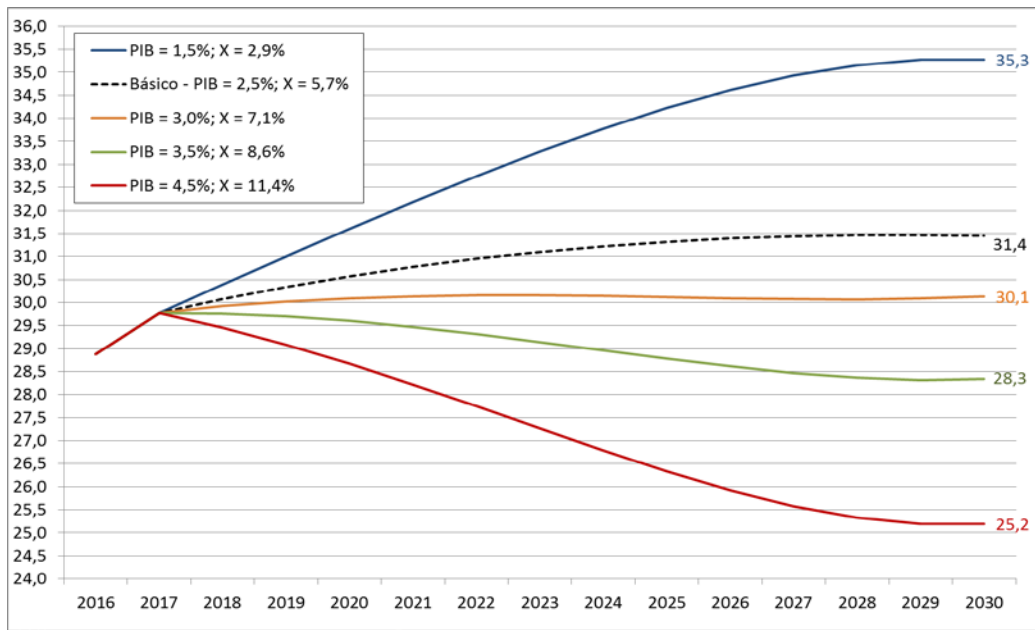
O Gráfico 6, por sua vez, apresenta a trajetória do saldo em transações correntes com as diferentes hipóteses de PIB e exportações. Três aspectos merecem destaque. Primeiro, em nenhum dos casos o saldo alcança valor positivo, ou seja, não é necessário que o país registre um superavit em transações correntes para garantir a solvência externa nos cenários considerados. Segundo, quanto maior o crescimento do PIB e das exportações, maior o nível do deficit em transações correntes ao final de 15 anos. E, terceiro, não é necessário que o deficit em transações correntes se reduza continuamente ao longo do tempo para garantir a estabilização da relação PEL/PIB. Isso é verdade para taxas de crescimento do PIB baixas – a exemplo do cenário básico de PIB crescendo 2,5%, que gera uma trajetória do deficit aproximadamente linear e

decrecente. Em cenários de crescimento mais rápido, o deficit em transações correntes se reduz nos primeiros anos, mas volta a crescer em algum momento por volta dos anos de 2024 e 2025.

GRÁFICO 5

Trajetórias do passivo externo líquido sob diferentes combinações de crescimento do PIB e das exportações – 2016-2030

(em % do PIB)

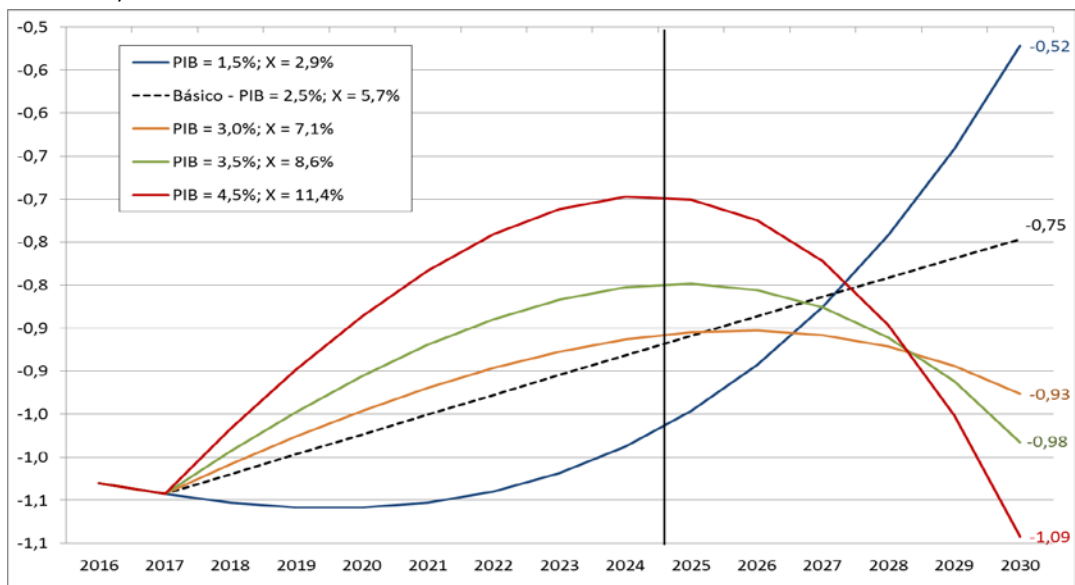


Fonte: Elaboração do autor, a partir de dados do Banco Central do Brasil

GRÁFICO 6

Trajetórias do saldo em transações correntes sob diferentes combinações de crescimento do PIB e das exportações – 2016-2030

(em % do PIB)



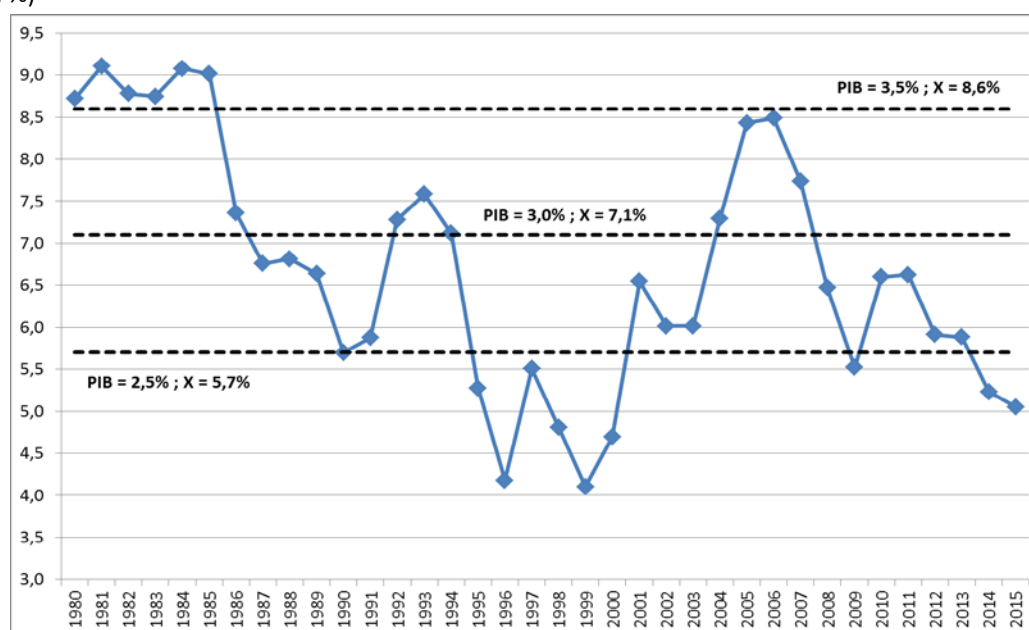
Fonte: Elaboração do autor, a partir de dados do Banco Central do Brasil

Cabe questionar, por fim, o quão plausíveis são as diferentes taxas de crescimento das exportações requeridas para os diferentes cenários de PIB. A resposta mais adequada a esta questão exigiria a realização de exercícios econométricos que vão além do escopo desta Nota. Porém, é possível fazer considerações com base em duas informações factuais relevantes: a experiência histórica do país em termos de crescimento das exportações e as perspectivas para a expansão do comércio mundial.

Quanto ao primeiro tópico, observa-se que a taxa média anual de crescimento do *quantum* de exportações de 1980 até 2015¹¹ foi de 5,4%, taxa um pouco inferior ao 5,7% requeridos para permitir um crescimento do PIB da ordem de 2,5%. Uma forma alternativa de analisar esses dados consiste em calcular a taxa média de crescimento das exportações em janelas de 15 anos, consideranque este é o horizonte de tempo considerado nas simulações. O Gráfico 7 apresenta estas taxas calculadas para janelas terminadas em cada ano de referência, de 1980 até 2015. O que se vê é que, durante a maior parte do tempo, o país conseguiu obter um crescimento acima de 5,7% a.a durante 15 anos – exceções feitas à segunda metade dos anos 90 e aos anos de 2014 e 2015. Nessa perspectiva, portanto, o país tem demonstrado capacidade de obter um desempenho exportador compatível com um crescimento do PIB de 2,5%, ainda que o ritmo de crescimento possa ser bastante volátil. Já um crescimento das exportações de 7,1%, compatível com expansão de 3% do PIB, foi fato pouco comum nas últimas décadas. E um crescimento de 8,6%, compatível com PIB de 3,5%, não foi alcançado em nenhum período de 15 anos depois de 1985.

GRÁFICO 7

Crescimento médio anual do quantum de exportações em janelas móveis de 15 anos – 1980-2015
(em %)



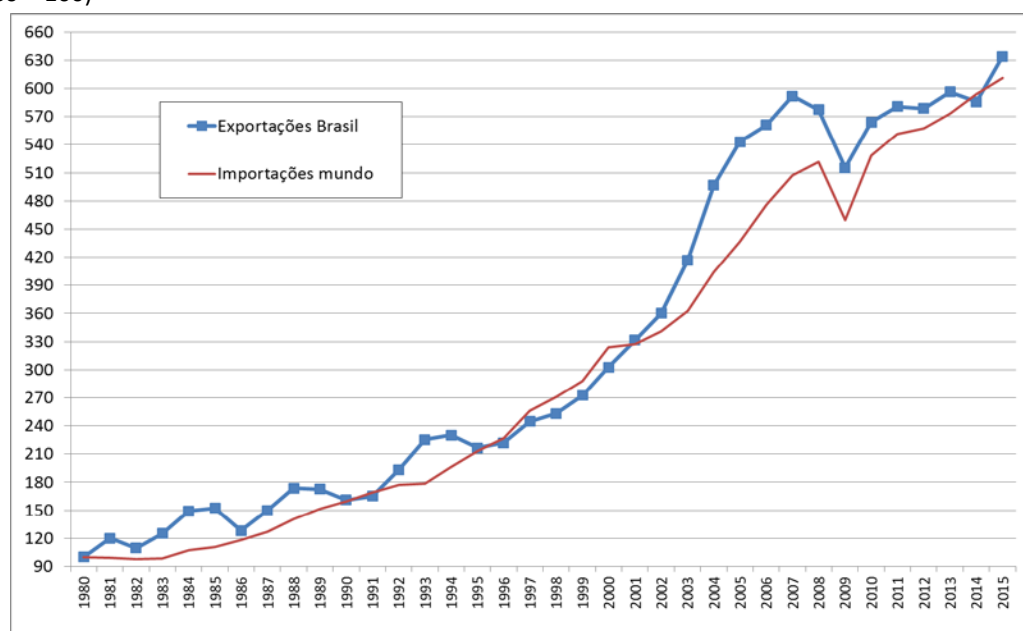
Fontes: IBGE e Funcex.

¹¹ Considera-se o período pós-1980, devido à clara mudança no regime de crescimento da economia especialmente em comparação com o período de expansão acelerada das décadas anteriores.

Com relação ao comércio mundial, estimativas recentes do FMI¹² para os próximos anos indicam um crescimento das importações mundiais de bens da ordem de 4,5% a.a. Esta taxa é maior que a verificada nos últimos cinco anos (3,9%), mas bem inferior à vigente entre o final dos anos 1980 e 2008, em que o comércio cresceu mais de 7% a.a. Para completar o quadro, é necessário registrar que as exportações brasileiras tiveram um crescimento muito alinhado ao das importações mundiais desde 1980 (Gráfico 8), mesmo que com alguns períodos de aceleração e descolamento, que não se sustentaram. Isso significa que, mantido o padrão histórico, o país teria dificuldade de sustentar um crescimento exportador maior que o do comércio mundial em um intervalo de 15 anos.

GRÁFICO 8

Índices de *quantum* de exportações brasileiras e de *quantum* de importações mundiais – 1980-2015
(1980 = 100)



Fontes: FMI e Funcex

Sintetizando as duas informações, a experiência brasileira das últimas décadas sugere ser possível alcançar um crescimento das exportações da ordem de 6% a.a., ou até um pouco mais, o que seria compatível com um PIB crescendo um pouco acima de 2,5% a.a. (mas não próximo de 3%). Só que replicar este comportamento passado será mais difícil para o país caso a desaceleração do ritmo de crescimento do comércio mundial em relação à tendência predominante nas últimas décadas se consolide no futuro. A não ser que o país seja capaz de realizar esforços importantes, em termos de investimento e de ganhos de competitividade, de forma a possibilitar um crescimento exportador permanentemente maior que o do resto do mundo, rompendo com o alinhamento que marcou as últimas décadas.

¹² Dados constantes do último *World Economic Outlook* publicado pela instituição, em abril de 2016.

3. HIPÓTESES ALTERNATIVAS PARA OUTRAS VARIÁVEIS

Outro exercício importante consiste em analisar o que aconteceria com as “combinações de equilíbrio” entre crescimento do PIB e crescimento das exportações, em virtude de mudanças em outras variáveis importantes e que condicionam o comportamento do saldo em transações correntes e do passivo externo líquido. Para cada hipótese de crescimento do PIB, como mudaria a taxa de crescimento requerida das exportações caso a elasticidade das exportações de bens ou de serviços fosse diferente daquelas consideradas no cenário básico? Ou caso o crescimento das exportações de serviços fosse diferente? Ou, ainda, se houvesse alterações nas taxas de remuneração dos ativos e passivos externos?

Começando pela elasticidade das importações de bens, os exercícios feitos acima consideram uma elasticidade-PIB de 2,5 com base nas taxas de crescimento do *quantum* de importações e do PIB nos últimos 20 anos, período em que o Brasil já havia consolidado sua abertura comercial. Mas não se pode descartar um aumento dessa elasticidade nos próximos anos, em virtude, por exemplo, de alterações na estrutura de proteção comercial, ou mesmo de mudanças na própria configuração produtiva do país. Cabe lembrar que as importações ainda representam uma parcela reduzida do PIB, ante comparações internacionais. Portanto, haveria muito espaço para o aumento desta participação, movimento que poderia ganhar ímpeto caso o país passasse por uma nova rodada de revisão das tarifas de importação, com redução da tarifa média e mudança da estrutura setorial de proteção. No mesmo sentido, as históricas deficiências de oferta doméstica em produtos como máquinas e equipamentos de maior conteúdo tecnológico, produtos químicos e componentes eletrônicos indicam uma baixa capacidade de substituir importações, mesmo em um contexto de câmbio mais desvalorizado (Santos *et ali*, 2015). Portanto, um comportamento mais dinâmico da indústria tenderia a ser bastante intensivo em bens importados, a exemplo do que ocorreu na década de 1970 e também nos anos entre 2004 e 2010, implicando maior elasticidade das importações. Um eventual aumento da participação do país em cadeias globais de valor também tenderia a aumentar a elasticidade.

Em contrapartida, eventuais medidas de cunho protecionista – com vistas, por exemplo, a tentar “reanimar” o setor industrial no país – tenderiam a reduzir esta elasticidade. O mesmo poderia ocorrer caso se consolidem a queda da razão entre o crescimento do comércio e do PIB mundial e o aumento de medidas protecionistas ao redor do mundo, que caracterizou os anos pós-crise financeira internacional¹³.

¹³ A iniciativa chamada Global Trade Alert (<http://www.globaltradealert.org>), que provê informações em tempo real sobre medidas com impactos sobre o comércio adotadas pelos países, apresenta uma série de estatísticas e análises que demonstram um aumento do número de medidas de caráter protecionista a partir de 2008. Já a última edição do *Report on G-20 Trade Measures* da Organização Mundial do

O Gráfico 9 mostra o que ocorreria com as “combinações de equilíbrio” entre crescimento do PIB e das exportações no caso de um aumento ou de uma redução da elasticidade das importações de bens, comparando-as com o cenário básico. Naturalmente, quanto maior elasticidade-PIB das importações, maior o crescimento requerido das exportações para cada taxa de crescimento do PIB, e vice-versa.

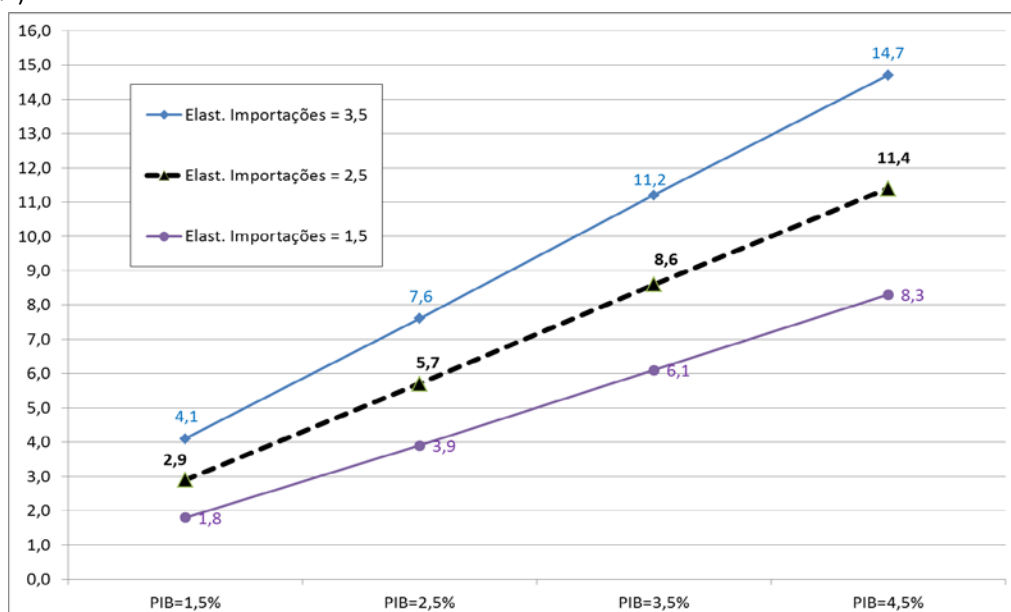
No cenário em que o PIB cresce 2,5%, uma elasticidade das importações de 3,5 (ou seja, 1 ponto acima da considerada no cenário básico) implicaria um crescimento de 7,6% das exportações (1,9 ponto percentual acima do cenário básico). Simetricamente, uma redução de 1 ponto na elasticidade (para 1,5), exigiria um crescimento das exportações de apenas 3,9% (1,8 p.p. abaixo do cenário básico). O gráfico evidencia ainda que, quanto maior o crescimento do PIB, maior é a variação da taxa de crescimento requerida das exportações em relação ao cenário básico. Com um PIB crescendo 4,5%, por exemplo, o crescimento das exportações teria que ser 2,7 p.p. maior que no cenário básico para fazer frente a uma elasticidade de importações de 3,5.

Em termos das perspectivas plausíveis para a taxa de crescimento das exportações, destacadas no final da seção anterior, uma elasticidade de 3,5 já tornaria bem mais difícil sustentar um crescimento do PIB de 2,5% a.a., sendo mais razoável obter algo da ordem de 2%. Em contrapartida, uma elasticidade menor, de 1,5, já tornaria plausível um crescimento do PIB da ordem de 3% a 3,5%. Ou seja, mudanças significativas na elasticidade das importações implicariam mudanças importantes sobre as trajetórias de crescimento do PIB compatíveis com o equilíbrio externo.

GRÁFICO 9

Combinações de crescimento do PIB e das exportações sob diferentes elasticidades de importação de bens

(em %)



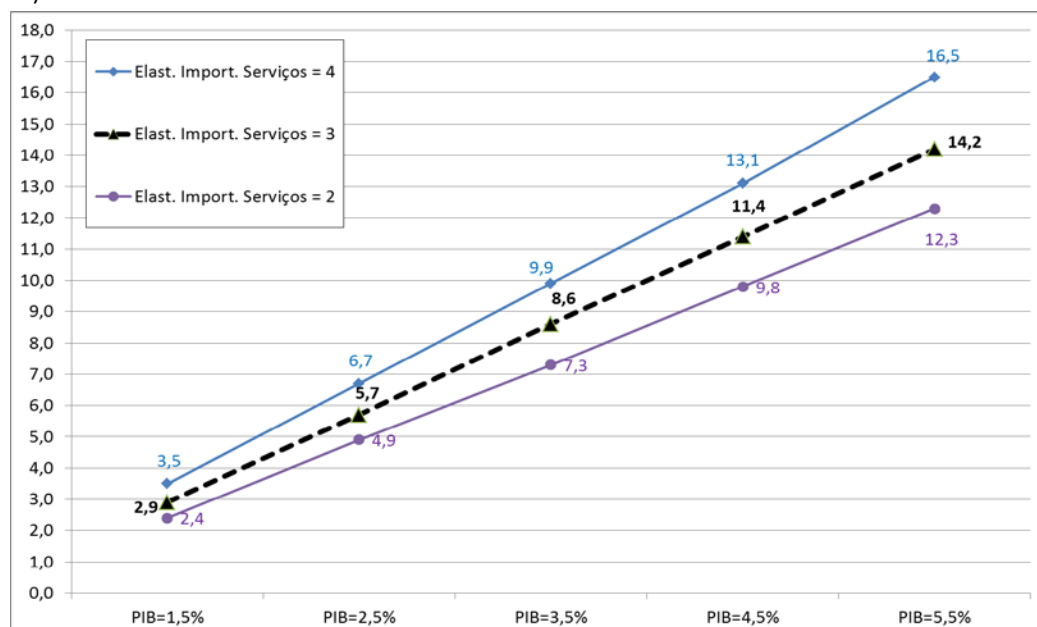
Fonte: Elaboração do autor, a partir de dados do Banco Central do Brasil.

Fazendo exercício semelhante para a elasticidade das importações de serviços, vê-se que um aumento de um ponto para mais ou para menos na elasticidade tem efeito menos significativo sobre as “combinações de equilíbrio” entre PIB e exportações. Com um crescimento do PIB de 2,5%, uma elasticidade das importações de 4 (ou seja, um ponto acima da considerada no cenário básico) implicaria um crescimento de 6,7% das exportações, ou um ponto percentual acima do cenário básico. Simetricamente, uma redução de um ponto na elasticidade (para 2), exigiria um crescimento das exportações de 4,9% (0,8 p.p. abaixo do cenário básico). Com um PIB aumentando 4,5%, o crescimento das exportações teria que ser 2,3 p.p. maior que no cenário básico para fazer frente a uma elasticidade de importações de 4, e 1,9 p.p. menor caso a elasticidade seja 3.

Ainda que a diferença seja menor no caso das importações de bens, o aumento da elasticidade de importações de serviços também teria efeito significativo sobre a trajetória sustentável de crescimento do PIB, tornando pouco plausível a taxa de 2,5%, limitando-o a algo como 2,2% ou 2,3%.

GRÁFICO 10

Combinações de crescimento do PIB e das exportações sob diferentes elasticidades de importação de serviços
(em %)



Fonte: Elaboração do autor, a partir de dados do Banco Central do Brasil

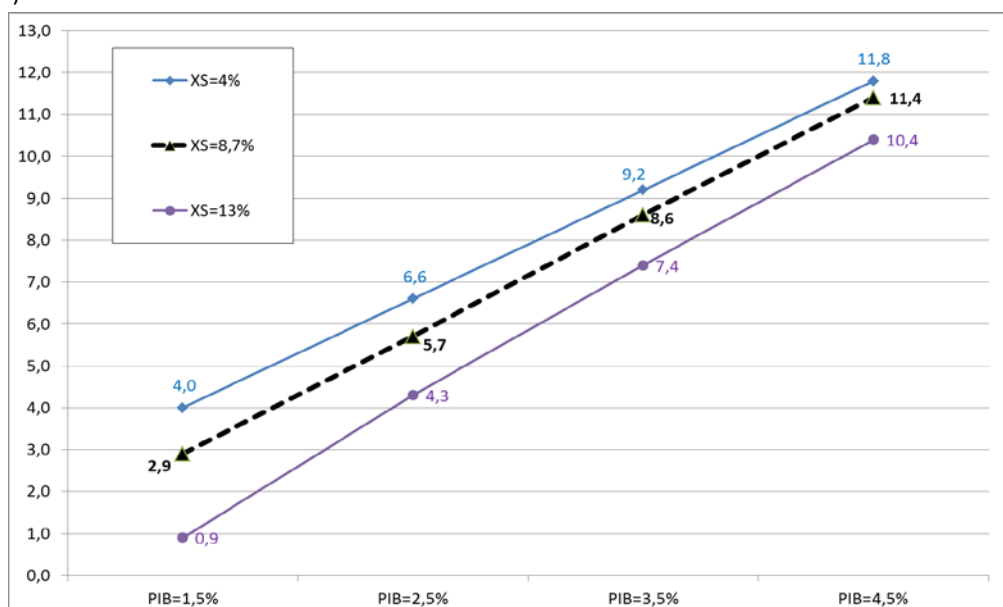
É possível imaginar, também, diferentes hipóteses para o crescimento das exportações de serviços. O Gráfico 11 apresenta o efeito sobre as “combinações de equilíbrio” entre PIB e exportações de mudanças bastante expressivas na taxa de crescimento dos serviços em relação ao cenário básico (que considera taxa de 8,7% a.a.). Caso o crescimento caia a menos da metade, digamos 4% a.a., as exportações de bens teriam que crescer 6,6% (ou 0.9 p.p. a mais que no cenário básico) para permitir um crescimento do PIB de 2,5%. Em contrapartida, um crescimento das exportações de serviços muito mais elevado, digamos, 13% a.a., exigiria um crescimento das exportações de bens de 4,3%, ou 1,4 p.p. a menos que no cenário básico.

Na verdade, o que está por trás dessas simulações é o fato de que as exportações de serviços são relativamente pequenas em relação ao montante das exportações de bens – em 2015, estas eram quase seis vezes maiores que aquelas. Portanto, mesmo um crescimento muito maior ou muito menor das exportações de serviços teria pouco impacto sobre o crescimento requerido das exportações de bens para cada cenário de crescimento do PIB. Além disso, o gráfico mostra que o efeito das mudanças nos serviços vai diminuindo conforme aumenta o crescimento do PIB. Esse exercício ajuda a corroborar a ideia de que as exportações de bens têm, de fato, papel crucial para garantir o equilíbrio das contas externas ao longo do tempo, comparativamente a outras fontes de receita em moeda estrangeira.

GRÁFICO 11

Combinações de crescimento do PIB e das exportações sob diferentes taxas de crescimento das exportações de serviços

(em %)



Fonte: Elaboração do autor, a partir de dados do Banco Central do Brasil

Por fim, deve-se considerar o impacto de mudanças nas taxas de remuneração dos ativos e passivos externos do país¹⁴ – que poderiam resultar, por exemplo, de um aumento das taxas de juros internacionais. O Gráfico 12 apresenta o efeito sobre as “combinações de equilíbrio” entre PIB e exportações de variações de 50%, para mais ou para menos, nas remunerações em relação ao cenário básico. Com remunerações 50% maiores, as exportações de bens teriam que crescer 6,6% (ou 0,9 p.p. a mais que no cenário básico) para permitir um crescimento do PIB de 2,5%. Em contrapartida, taxas de remuneração 50% menores exigiriam um crescimento das exportações de bens de 5%, ou 0,7 p.p. a menos que no cenário básico. Nos cenários em que o PIB cresce mais rapidamente, as diferenças entre as taxas de crescimento requeridas das exportações de bens são cada vez menores nos diferentes cenários de remuneração.

Por trás dessas simulações está o fato de que, ainda que o país possua atualmente um passivo externo líquido da ordem de 26% do PIB, tanto o volume de passivos quanto de ativos externos é bastante elevado. Isso significa que, diante de um aumento das taxas de remuneração, o aumento das despesas com o passivo externo é em grande parte compensada por um aumento de receitas com os ativos externos. Isso torna relativamente pequeno o esforço necessário em termos de crescimento das exportações para compensar os efeitos de choques que afetem a remuneração média do passivo externo líquido do país, a exemplo de um aumento das taxas de juros internacionais. Esse exercício corrobora uma das conclusões de Ribeiro (2016), de que

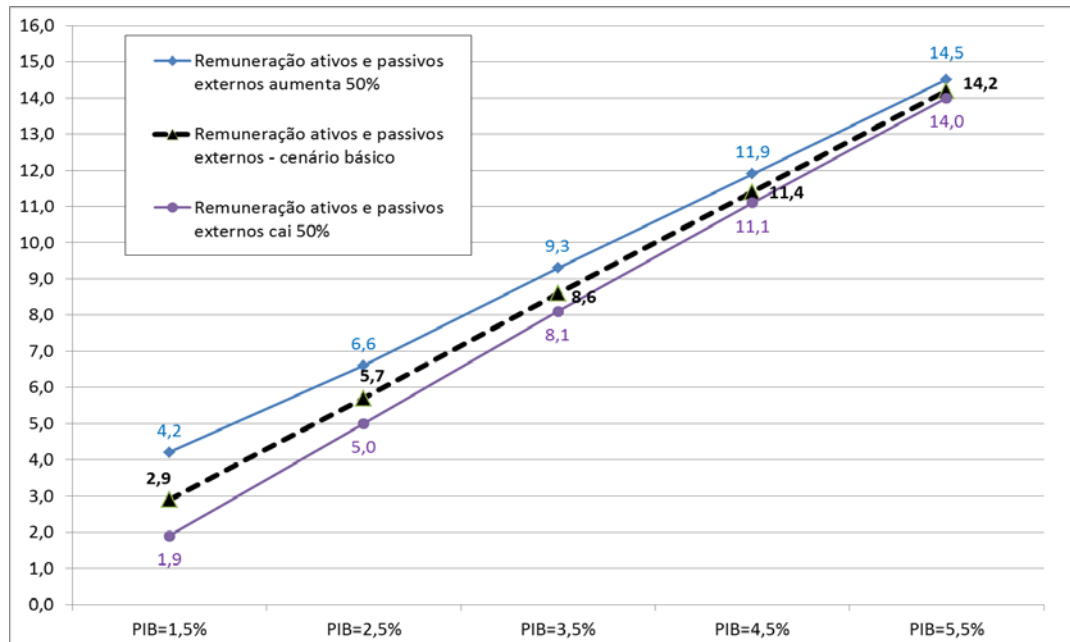
¹⁴ Consideram-se variações nas quatro diferentes taxas de remuneração: da dívida externa bruta, dos investimentos estrangeiros no país, dos ativos brasileiros no exterior e das reservas internacionais.

a mudança do tamanho e da composição do passivo externo líquido do país nos últimos anos implica uma redução de sua vulnerabilidade externa.

GRÁFICO 12

Combinações de crescimento do PIB e das exportações sob diferentes taxas de remuneração dos ativos e passivos externos

(em %)



Fonte: Elaboração do autor, a partir de dados do Banco Central do Brasil

CONCLUSÕES

Esta Nota Técnica se dedicou a avaliar possíveis trajetórias futuras de duas variáveis cruciais na análise de vulnerabilidade externa de um país: o saldo em transações correntes e o passivo externo líquido. O exercício consistiu em projetar os valores futuros dessas duas variáveis a partir de hipóteses acerca da evolução das variáveis que determinam a evolução do passivo externo líquido ao longo do tempo, considerando um horizonte de 15 anos a partir de 2016. A partir dos números atuais da economia brasileira e com base em hipóteses sobre o crescimento das exportações de bens e serviços, do crescimento do PIB, das elasticidades das importações de bens e de serviços e das diferentes taxas de remuneração de ativos e passivos nos próximos 15 anos, utilizou-se uma equação que fornece os valores ano a ano do passivo externo líquido e do saldo em transações correntes medidos como proporção do PIB, sendo o segundo obtido pela variação do primeiro entre o período t e o período $t-1$.

Diante de um cenário que leva em conta um crescimento médio do PIB de 2,5% a.a., e sob hipóteses para o comportamento das demais variáveis que basicamente replicam o comportamento observado nos últimos 20 anos, o país deverá enfrentar no futuro o mesmo problema que marcou seu passado: um novo ciclo de elevação do deficit em transações correntes e de aumento do passivo externo que provavelmente redundará na necessidade de um novo ajuste, com as conhecidas consequências negativas sobre a economia. Em 15 anos, o deficit alcançaria 3,3% do PIB e o passivo externo líquido chegaria a 45,2% do PIB, com trajetória de crescimento exponencial no longo prazo.

Consideranque as exportações de bens são a variável crucial para propiciar uma situação equilibrada das contas externas, por serem a principal fonte de recursos em moeda estrangeira necessários para fazer frente às diversas despesas, as simulações indicam que, mantidas todas as hipóteses do cenário básico formulado na seção anterior, a taxa mínima requerida para permitir que o passivo externo líquido como proporção do PIB se estabilize dentro do intervalo de 15 anos é de 5,7% a.a. Nesse caso, o passivo externo líquido cresceria gradualmente até se estabilizar em 31,4% do PIB em 2030. Ao longo deste período, o deficit em transações correntes se reduziria gradualmente, chegando a 0,75% do PIB no último ano.

Caso a taxa de crescimento do PIB seja diferente de 2,5%, a taxa requerida de crescimento das exportações também seria diferente. As simulações permitem identificar diferentes combinações possíveis de crescimento do PIB e das exportações que produzem uma trajetória de estabilização da relação PEL/PIB e, portanto, a solvência externa do país dentro de 15 anos, que serão chamadas de “combinações de equilíbrio”. Essas combinações seguem um padrão aproximadamente linear, tal que uma variação de 0,5 ponto percentual no crescimento do PIB implica uma variação de aproximadamente 1,4 ponto percentual no crescimento das exportações.

A experiência brasileira das últimas décadas sugere ser possível alcançar um crescimento das exportações da ordem de 6% a.a., ou até um pouco mais, o que seria compatível com um PIB crescendo um pouco acima de 2,5% a.a. (mas não próximo de 3%). Mas replicar este comportamento passado será mais difícil para o país caso a desaceleração do ritmo de crescimento do comércio mundial em relação à tendência predominante nas últimas décadas se consolide no futuro. A não ser que o país seja capaz de realizar esforços importantes, em termos de investimento e de ganhos de competitividade, de forma a possibilitar um crescimento exportador permanentemente maior que o do resto do mundo, rompendo com o alinhamento que marcou as últimas décadas.

Por fim, são feitos exercícios que procuram avaliar o que aconteceria com as “combinações de equilíbrio” entre crescimento do PIB e crescimento das exportações, em virtude de mudanças em outras variáveis importantes que condicionam o comportamento do saldo em transações correntes e do passivo externo líquido. São feitos quatro diferentes exercícios, considerando mudanças na elasticidade das exportações de bens em relação ao PIB; na elasticidade das exportações de serviços; na taxa de crescimento das exportações de serviços; e nas taxas de remuneração dos ativos e passivos externos. Os resultados são comparados com aqueles obtidos no cenário básico para cada uma das quatro variáveis.

A conclusão é que mudanças significativas na elasticidade das importações de bens e também na de serviços implicariam mudanças importantes sobre as trajetórias de crescimento do PIB compatíveis com o equilíbrio externo. Ou seja, caso as elasticidades aumentem, as exportações de bens teriam que crescer a taxas bem mais elevadas que no cenário básico de modo a garantir a solvência externa – ou, de outra forma, o país teria que se contentar com um crescimento do PIB menor para um mesmo ritmo de crescimento das exportações.

Em contrapartida, mudanças expressivas na taxa de crescimento das exportações de serviços teriam pequeno efeito sobre as combinações de equilíbrio entre PIB e exportações de bens. Isso se deve ao fato de que as exportações de serviços são relativamente pequenas em relação ao montante das exportações de bens, e mesmo um crescimento muito maior ou muito menor das exportações de serviços teria pouco impacto sobre a trajetória do saldo em transações correntes. Situação análoga ocorre no caso de mudanças nas taxas de remuneração dos ativos e passivos externos. Isso porque tanto o volume de passivos quanto de ativos externos é bastante elevado, de forma que, diante de um aumento das taxas de remuneração, o aumento das despesas com o passivo externo é em grande parte compensada por um aumento de receitas com os ativos externos. Isso torna relativamente pequeno o esforço necessário em termos de crescimento das exportações de bens para compensar os efeitos de

choques que afetem a remuneração média do passivo externo líquido do país, a exemplo de um aumento das taxas de juros internacionais.

REFERÊNCIAS

ADLER, Gustavo e Sebastián SOSA (2013). **External Conditions and Debt Sustainability in Latin America**. IMF Working Paper, WP/13/27, IMF.

ESSERS, Denis (2013). **Developing Country Vulnerability in Light of the Global Financial Crises: Shock Therapy?**. Review of Development Finance 3, 61-83.

INTERNATIONAL MONETARY FUND (2002), **Assessing Sustainability**. Disponível em: www.imf.org/external/np/pdr/sus/2002/eng/052802.pdf.

LOAYZA, N. V. E Claudio RADDATZ (2007). **The Structural Determinants of External Vulnerability**. The World Bank Economic Review, Vol. 21, n. 3, pp. 359-387. Oxford University Press.

LOSER, C. M. (2004). **External Debt sustainability: Guidelines for Low- and Middle Income Countries**. G-24 discussion Paper Series, United Nations.

MILESI-FERRETI, Gian Maria e Assaf RAZIN (2000). (1996). **Sustainability of Persistent Current Account Deficits**. NBER Working Paper Series, n. 5467, National Bureau of Economic Research, EUA.

OBSTFELD, M (2012). **Does the Current Account Still Matter?** NBER Working Paper n. 17877.

REISEN, H (1997). **Sustainable and Excessive Current Account Deficits**. WIDER Working paper n. 133, The United Nations University.

RIBEIRO, F. J. (2016) **Reavaliando a Vulnerabilidade Externa da Economia Brasileira**. Nota Técnica n.19, Dimac/Ipea, agosto de 2016.

SANTOS, Claudio Hamilton, André G. CIEPLINSKI, Débora PIMENTEL e Gustavo BHERING (2015). **Por que a Elasticidade-Câmbio das Importações é Baixa no Brasil? Evidências a Partir das Desagregações das Importações Por Categorias de Uso**. Texto para Discussão n. 2046, IPEA.