

INVESTIMENTO DIRETO ESTRANGEIRO E BALANÇO DE PAGAMENTOS, NO BRASIL, ENTRE 1994 E 2008

Resumo

Quando a economia mundial se encontra em momentos de expansão, a liquidez internacional se expande e, com isso, os fluxos de capitais, também para os países periféricos. Porém, quando esses últimos países se envolvem com finanças especulativas, tornam-se vulneráveis, pois qualquer reversão nas expectativas pode gerar refluxo de capitais e provocar crises. Esse processo é coerente com uma abordagem da hipótese da instabilidade financeira de Minsky (1977), quando aplicada a um ambiente econômico aberto. Nos anos 90, houve uma expansão da liquidez internacional e a reinserção da América Latina no Sistema Financeiro Internacional, sobretudo a partir do Plano Brady. Diversos países da região recorreram, então, a financiamentos externos. O objetivo desse trabalho será identificar se há relação entre a utilização de investimento direto estrangeiro (IDE) e o equilíbrio de longo prazo do balanço de pagamentos, no período entre 1994 até 2009, período marcado pela mudança do tipo de financiamento, que antes da crise mexicana, em 1995, era majoritariamente de capital de portfólio e, depois da crise, é marcado pelo maior fluxo de IDE. Assim, a questão de pesquisa que norteia este trabalho pode ser expressa da seguinte maneira: os investimentos diretos estrangeiros podem influenciar na restrição ao crescimento econômico a partir do Balanço de Pagamentos entre 1994 a 2009? Para atingir o objetivo proposto por esse trabalho, fez necessário um levantamento das teorias acerca do tema proposto, além de uma modificação na abordagem proposta por Lima e Carvalho (2009). Os dados necessários para a análise empírica foram encontrados junto ao Ipeadata e Banco Central do Brasil. Esse trabalho buscou responder a questão levantada por autores sobre o impacto dos Investimentos Diretos Estrangeiros sobre o Balanço de Pagamentos. Para cumprir esse objetivo, fizemos uma revisão bibliográfica da teoria que engloba esses fluxos de capitais. Na sequência buscou-se a partir da abordagem proposta por Lima e Carvalho (2009) adaptar o modelo para analisar o impacto do IDE sobre a taxa de crescimento do BP. Em resposta a questão que norteia o trabalho, a análise empírica parece não corroborar a hipótese de que os fluxos de capitais objeto dessa pesquisa criem alguma restrição ao Balanço de Pagamentos.

Palavras-Chave: Crescimento Econômico, Fluxos de Capitais, Restrição externa

Summary

When the world economy is in moments of expansion, international liquidity expands and,

therefore, capital flows, also for peripheral countries. However, when these latter countries engage in speculative finance become vulnerable because any reversal in expectations can lead to reflux of capital and cause seizures. This process is consistent with an approach of financial instability hypothesis of Minsky (1977), when applied to an open economic environment. In the '90s, there was an expansion of international liquidity and reintegration into Latin America in the International Financial System, especially since the Brady Plan. Several countries in the region have resorted then to external finance. The aim of this study will identify whether there is a relationship between the use of foreign direct investment (FDI) and the balance long-term balance of payments in the period 1994 to 2009, a period marked by changing the type of funding, before the Mexican crisis in 1995, was largely capital portfolio and after the crisis is marked by increased flow of FDI. Thus, the research question that guides this work can be expressed as follows: FDI can influence economic growth restriction participa Balance of Payments between 1994 to 2009? To achieve the proposed objective for this work, made necessary a survey of theory about the theme, and a change in the approach proposed by Lima and Carvalho (2009). The data required for the empirical analysis were found near the Ipeadata Cantral and Bank of Brazil. This study sought to answer the question raised by the authors on the impact of Foreign Direct Investments on the Balance of Payments. To accomplish this goal, we did a literature review of the theory that encompasses these capital flows. Following is sought from the approach proposed by Lima and Carvalho (2009) adapt the model to analyze the impact of FDI on the growth rate of the BP. In answer to the question that guides the work, the empirical analysis seems does not seem to corroborate the hypothesis that capital flows object of this research create a restriction on Balance of Payments.

Keywords: Economic Growth, Capital Flows, External Restriction

1. INTRODUÇÃO

Quando a economia mundial se encontra em momentos de expansão, a liquidez internacional se expande e, com isso, os fluxos de capitais, também para os países periféricos. Porém, quando esses últimos países se envolvem com finanças especulativas, tornam-se vulneráveis, pois qualquer reversão nas expectativas pode gerar refluxo de capitais e provocar crises. Esse processo é coerente com uma abordagem da hipótese da instabilidade financeira de Minsky (1977), quando aplicada a um ambiente econômico aberto.

Nos anos 90, houve uma expansão da liquidez internacional e a reinserção da América Latina no Sistema Financeiro Internacional, sobretudo a partir do Plano Brady. Diversos países da região recorreram, então, a financiamentos externos. O objetivo desse trabalho será identificar se há

relação entre a utilização de investimento direto estrangeiro (IDE) e o equilíbrio de longo prazo do balanço de pagamentos, no período entre 1994 até 2009, período marcado pela mudança do tipo de financiamento, que antes da crise mexicana, em 1995, era majoritariamente de capital de portfólio e, depois da crise, é marcado pelo maior fluxo de IDE. Assim, a questão de pesquisa que norteia este trabalho pode ser expressa da seguinte maneira: os investimentos diretos estrangeiros podem influenciar na restrição ao crescimento econômico a partir do Balanço de Pagamentos entre 1994 a 2009? Para atingir o objetivo proposto por esse trabalho, fez necessário um levantamento das teorias acerca do tema proposto, além de uma modificação na abordagem proposta por Lima e Carvalho (2009). Os dados necessários para a análise empírica foram encontrados junto ao Ipeadata e Banco Central do Brasil.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

Para Minsky, o comportamento das economias capitalistas depende do ritmo dos lucros brutos. Em uma economia capitalista, esse ritmo está diretamente ligado às expectativas quanto ao rendimento prospectivo dos investimentos, o qual condiciona o pagamento de contratos firmados *ex ante*. Assim, o financiamento de novas dívidas para realizar novos investimentos depende do quanto se espera que seja o fluxo de caixa resultante destes investimentos, para que o mesmo possa pagar os compromissos pretéritos, refinanciá-los e, se possível, proporcione lucros tanto ao investidor quanto ao financiador, por vezes mesclados como um mesmo agente (MINSKY, 1977).

The behavior of our economy therefore depends upon the pace of investment. In a capitalist economy the valuation that is placed upon capital-assets, which determines current investment, and the ability to fulfill contractual commitments, which determines financing possibilities, depend critically upon the pace of gross profits. Gross profits in turn are largely determined by investment. Thus the ability to debt-finance new investment depends upon expectations that future investment will be high enough so that future cash flows will be large enough so that the debts issued today will be repaid or refinanced (MINSKY, 1977:24).

Assim, uma economia altamente endividada é muito dependente das condições de refinanciamento de seus compromissos. Uma expectativa de que certa economia não proporcionará lucros considerados adequados deve implicar em uma queda de investimentos e financiamentos a estes, com estes recursos buscando aplicações (mais) rentáveis. Neste sentido, em uma economia aberta, uma questão crucial refere-se a se a economia conseguirá cumprir seus compromissos externos, remunerando contratos conforme expectativas *ex-ante*. Expectativas deste tipo, então,

fariam com que recursos migrassem, deixassem de migrar para ela ou até mesmo dela saíssem, na busca por maior rentabilidade.

O crescimento estável é inconsistente com a maneira pela qual o investimento é determinado em uma economia não coordenada, em que existe a propriedade de ativos de capital financiados com endividamento e na qual a extensão permitida desses financiamentos de débito é determinada pelo mercado. A tendência de transformar uma performance econômica em que investimentos e outras aplicações estão sendo realizados sobretudo de acordo com expectativas *hedge*, nos termos de Minsky, em um período de investimentos e aplicações especulativos – isto é, em termos *minskyanos*, mais arriscados – ou mesmo Ponzi, constitui a instabilidade básica em uma economia capitalista (MINSKY, 1977). Assim, segundo Minsky (1977), há uma diferença entre financiamento com baixo risco e finanças especulativas. O primeiro ocorre quando se prevê que o fluxo de caixa de operações será suficiente para saldar os compromissos de pagamento de empréstimos – tanto as amortizações quanto os juros, conforme o estabelecido pelos contratos; já os financiamentos especulativos ocorrem quando não se prevê que o fluxo de caixa das operações será o bastante para saldar os compromissos de pagamento, sem refinanciamento. Por fim, financiamentos Ponzi são aqueles em que os rendimentos **esperados** não são suficientes para saldar nem ao menos os juros, quanto mais o principal da dívida. Estes financiamentos exigem, portanto, para sua manutenção, caso as condições reais sejam razoavelmente similares às esperadas, novos financiamentos, vale dizer, uma dívida que cresce exponencialmente, pois não se paga o principal e tem-se que se endividar adicionalmente para pagar até mesmo parte dos juros.

Tanto as dívidas contraídas, sabendo-se que o fluxo de caixa será, ou não, suficiente para saldar os compromissos assumidos, quanto o financiamento, *hedge*, especulativo ou Ponzi, dependem de que o setor real da economia tenha um certo crescimento, capaz de garantir uma determinada lucratividade aos investimentos realizados, ao menos para que a maioria dos compromissos assumidos sejam saldados, e não apenas alguns casos individuais. Assim, conforme os empréstimos especulativos se tornam em maior número que os *hedge*, os financiadores com maior aversão ao risco começam a não fazer os refinanciamentos, impactando, desta forma, os próprios investimentos e outros gastos produtivos e, por esta via, a demanda total e as expectativas do mercado, comprometendo a situação dos devedores especulativos e Ponzi e aproximando o sistema de uma crise (MINSKY, 1977).

Quando um país se envolve em finanças especulativas, fica vulnerável em três frentes: primeiro, uma eventual elevação da taxa de juros pode causar o aumento de seus compromissos de pagamento em relação às receitas, transformando eventuais financiamentos *hedge* em especulativos, especulativos em Ponzi ou, até mesmo, se a subida dos juros e a queda da demanda que geralmente a acompanha forem fortes demais (KEYNES, 1936:Cap. 12,22), *hedge* em Ponzi. Segundo, se seus

ativos são com prazo mais longo que seus passivos, um aumento a curto prazo das taxas de juros resultará em uma queda maior no valor de mercado de seus ativos do que seus passivos, tornando estes últimos menos atraentes, relativamente. Terceiro, as perspectivas quanto a estruturas aceitáveis de passivos são subjetivas e uma redução de receita em relação aos compromissos de pagamento, em qualquer parte da economia, pode resultar em uma rápida e ampla reavaliação das estruturas financeiras (MINSKY, 1977).

De acordo com Minsky, à hipótese da instabilidade financeira seguem-se implicações de ordens normativas. Uma é que não há um ajustamento perfeito entre expectativas e gastos, exceto como um fenômeno transitório. Outra é que políticas que funcionam em um determinado regime financeiro podem não ser eficientes em outros regimes, como, por exemplo, as frágeis finanças que têm dominado as economias em desenvolvimento, em alguns casos, **sem meios de estabilização de financiamentos, gastos e expectativas**, pois se houvesse estes meios de estabilização, mesmo alavancagens elevadas poderiam ser sustentadas no longo prazo, como demonstram os casos do Japão e da Coreia, até os anos 90. A terceira implicação é que, para melhorar a situação, deve-se criar um sistema financeiro, responsável e supervisionado, na qual tendências de participar de finanças especulativas ou Ponzi sejam refreadas, o que faria diminuir os riscos de mudanças bruscas e **generalizadas** de financiamentos *hedge* para especulativos ou de especulativos para Ponzi (MINSKY, 1977; BELLUZZO, ALMEIDA, 1989).

Para Minsky (1993) as obrigações das unidades produtivas – sejam firmas, governo ou instituições financeiras – podem ser negociadas no mercado financeiro, dependendo do fluxo de caixa que essas unidades produzem. Para ele, esse mesmo requisito se aplica às obrigações internacionais, com a diferença de que as rendas podem ser denominadas em moeda corrente e os pagamentos em moeda estrangeira, com as possibilidades de descasamento entre as duas, em termos de quantidade e/ou valor.

Wolfson (2002) também argumenta que a teoria de fragilidade financeira em Minsky pode ser modificada para uma economia aberta, caso em que essa fragilidade é exacerbada pela capacidade do capital de transpor as fronteiras dos países e aplicar em outros mercados nacionais, podendo causar insuficiências de reservas em alguns destes mercados. Dessa forma, mudanças nas taxas de juros mundiais podem fazer com que atividades antes sólida ou ao menos razoavelmente financiadas não sejam mais viáveis, levando à instabilidade financeira.

Em economias abertas, o importante não é apenas a capacidade de repagamento de suas dívidas, mas também a capacidade perene de geração de divisas suficientes para o pagamento dessas dívidas. No caso de economias que não estejam no centro do sistema capitalista e que não dispõem de um sistema financeiro desenvolvido, acaba-se, em muitos casos, recorrendo-se a recursos do sistema financeiro internacional. Com isso, estas economias tendem a aceitar financiar

projetos sujeitos a vulnerabilidades, o que pode gerar crises por faltas de divisas, visto também que estes países não emitem divisas (RESENDE, AMADO, 2007).

Quando a massa de capital constante, isto é, de meios de produção, que o trabalhador, ou seja, o capital variável, coloca em movimento, aumenta mais que o capital variável, a taxa de mais-valia decresce. Conforme se aumenta o capital empregado na produção de um bem e o capital variável se mantém constante, a produtividade em relação ao período com menos capital cresce (MARX, 1983, Cap. XIII).

Esse capital, que não gera tanto lucro – supondo aqui, para simplificar, uma igualdade absoluta entre mais-valia e lucro – nessa economia com abundância de capital, se deslocará para outras economias, para assim gerar o máximo da mais valia, podendo ser emprestado a outros, gerando o seguinte fluxo: o capital emprestado D vai para outro capitalista. Este é trocado no mercado por mercadorias M, capital fixo (máquinas e equipamentos) e insumos e capital variável (horas de trabalho), que fornece uma outra mercadoria M', ou seja, uma mercadoria com mais valor, em outras palavras, com mais-valia, trabalho objetivado não pago ao trabalhador. Esse M', caso seja realizado, isto é, vendido, gera um D' ao capitalista que participou do processo produtivo, que deve pagar ao outro capitalista que lhe emprestou o D também um D', os juros desse empréstimo. Para o capitalista do setor produtivo temos o seguinte fluxo $D - D - M - M' - D' - D'$. Já para o capitalista que fez o empréstimo do capital temos $D - D'$, ou seja, este último se apropria de parte da mais-valia do processo produtivo e a produção para ele já não importa como processo direto de valorização e sim apenas como indireto, já que esta atividade produtiva específica possibilita ao capitalista tomador do empréstimo lhe pagar juros ($D - D'$) (MARX, 1983, Cap. XXI).

Segundo a teoria de desenvolvimento neoclássica, quando um país tem baixo nível de poupança, deve recorrer à poupança externa para promover investimentos e, logo, desenvolvimento econômico. O argumento é que se deve adotar uma política de crescimento com poupança externa e com abertura da conta capital, pois os países ricos em capital iriam transferir esses recursos para os países em desenvolvimento e esses recursos iriam para o setor produtivo (BRESSER; GALA, 2007)

Já que os países com abundância de capital tem sua produtividade do capital marginal baixa em comparação com os países em desenvolvimento, a abertura da conta capital permitiria a equalização da produtividade marginal do capital em todo o mundo. E, assim, os países em desenvolvimento pagariam suas dívidas sem maiores problemas e ainda aumentariam o seu nível e o nível mundial, de bem-estar. Portanto, os países pobres poderiam conviver com um câmbio real apreciado e com déficits em conta corrente (BRESSER; GALA, 2007).

Existem, contudo, várias consequências negativas da abertura da conta capital, podendo-se ressaltar dois problemas relacionados a essa abertura: primeiro a alta volatilidade desse capital e,

segundo, que os países em desenvolvimento, no geral, não podem adquirir empréstimos em sua própria moeda (BRESSER; GALA, 2007). Quando os países em desenvolvimento seguem esse modelo de crescimento econômico, a taxa de câmbio é o fator mais importante, pois ela indica se o país aceitou a utilização de “poupança externa” (i.e., déficits em transações correntes) para crescer. A taxa de câmbio de equilíbrio é aquela que, ao longo do tempo, garantiria a zeragem do Balanço de Pagamentos e essa variaria por conta dos fluxos de entrada e saída de capitais e por conta das variações nos saldos de transações correntes, também determinada pelas variações na competitividade da produção de bens e serviços do país, frente ao exterior, entre outros fatores (MORENO-BRID, 2003; BARBOSA FILHO, 2002; 2004).

Dependendo da elasticidade da oferta e da demanda em relação à taxa de câmbio, uma variação na mesma pode causar uma redução da poupança interna, ou seja, dos investimentos domésticos, e um aumento da poupança externa, vale dizer, do déficit em transações correntes (BRESSER; GALA, 2007). No entanto, Kregel (1996) argumenta que a teoria convencional não considera que, em um país em desenvolvimento, a abertura aos investimentos estrangeiros poderia levar a uma desnacionalização da indústria local, com grande pressão sobre o câmbio e o mercado monetário interno. Portanto, a internacionalização das empresas não necessariamente será compatível com os ajustes no balanço de pagamentos, em um mundo com taxas de câmbio e juros flutuantes, dependendo de uma interação complexa entre exportações e importações de bens e serviços, rendas remetidas e recebidas do exterior e de capitais enviados ou recebidos do estrangeiro.

a noção [é] de que o IDE é a forma de empréstimo mais apropriada, pois ele não possui o elemento de juros fixos da dívida bancária e nem a volatilidade associada com o investimento de portfólio. Isso, basicamente, porque o IDE é considerado um investimento em tijolos e argamassa, que não podem ser movidos com facilidade (KREGEL, 1996, p. 34).

Isso não necessariamente está correto, dado que os investidores internacionais conseguem montar e desmontar posições dentro de outros países com grande facilidade (KREGEL, 1996).

As empresas de um país mantêm seus balancetes em moeda doméstica, e investimentos estrangeiros representam riscos monetários da mesma forma que qualquer outro uso de reserva monetária da companhia. Isso significa que a eles também se aplicarão mecanismos de *hedging*. O simples fato de os investimentos representarem ativos reais e produtivos não significa que os riscos de câmbio e de *funding* serão ignorados. Estando os riscos cobertos, serão produzidos fluxos transfronteiras que, por sua vez, produzirão pressão no mercado de câmbio ou no mercado monetário interno (KREGEL, 1996, p. 36).

Vale dizer, os investidores internacionais não deixam de criar formas de se precaverem quanto a eventuais riscos de câmbio ou de juros, fazendo *hedging* de suas posições nos diferentes mercados, podendo, assim, criar problemas nos balanços de pagamentos dos países. Por isso, Kregel argumenta que o IDE é uma das fontes de investimentos mais dispendiosas, já que o retorno exigido dos mesmos é, em geral, mais alto do que as taxas de juros de outros tipos de captação de recursos – se considerados os empréstimos bancários, por exemplo (KREGEL, 1996).

Uma das razões pela qual o IDE é considerado uma forma mais atraente de empréstimo estrangeiro do que, digamos, o empréstimo bancário é que ele não acarreta ônus fixo ou imediato sobre reservas de moeda estrangeira. Todavia, os lucros, por sua vez, representam um ônus direto sobre as reservas, pois são registrados como saídas da conta corrente, que são contrabalançadas por um lançamento simétrico automático na conta de capitais, representando os ganhos reinvestidos como uma entrada de capital de IDE (KREGEL, 1996, p. 38).

Dessa forma, quando se é lançado na conta capital esse reinvestimentos, o investidor estrangeiro não necessariamente vai aplicar esse capital em investimentos produtivos, podendo ele fazer aplicações investimento em carteira, tornando esses recursos líquidos, o que pode, eventualmente, causar desequilíbrios no balanço de pagamentos (KREGEL, 1996). Note-se que o próprio IDE, em termos empíricos, pode ser composto por investimentos em carteira, em maior ou menos grau, sendo difícil sua separação dos investimentos produtivos – *greenfield* ou *brownfield*. Ademais, mesmo que estes reinvestimentos contabilizados sejam efetuados produtivamente, o fato é que não há nova entrada de capital, mas **pode** se dar uma saída magnificada de divisas.

Outra questão relevante no tocante ao IDE é a da empresa que está recebendo esse investimento necessitar ou ser incentivada a adquirir bens de capital que sejam importados. Neste caso, mesmo que o lucro seja reinvestido na forma de IDE, na conta capital, esse lucro, como visto, não representa uma entrada real de moeda estrangeira, enquanto, as importações representam saídas reais, onerando as reservas de moeda estrangeira e causando impactos negativos sobre o setor produtor de bens de capital. Para Kregel (1996), quando o IDE ultrapassa certo índice de relação com a renda nacional, o investidor pode aumentar sua expectativa de retorno, passando a não mais reinvestir os lucros e, mais ainda, cessando novos IDEs, e sem essa contrapartida de entrada de capitais, somadas- às remessas referentes ao capital já investido, pode-se novamente gerar desequilíbrios no balanço de pagamentos.

Assim como em uma corrida bancária moderna, que ocorre não porque os correntistas sacam seus fundos, mas porque os prestamistas se recusam a renovar seus empréstimos para o banco, um país em desenvolvimento que se tenha ajustado à permanência das entradas de IDE estará crescentemente exposto à sua interrupção fortuita, que é

completamente independente da permanência dos fluxos anteriores contidos no estoque existente de IDE (KREGEL, 1996, p. 39).

Esse processo de reversão dos fluxos de capital em direção aos países em desenvolvimento é coerente com a abordagem sobre o processo de instabilidade financeira de Minsky, já que, em momentos de reversão das expectativas, os emprestadores cessam os fluxos em direção aos países em desenvolvimento, seja por conta de instabilidades na economia doméstica, seja por alguma instabilidade na economia internacional.

Assim,

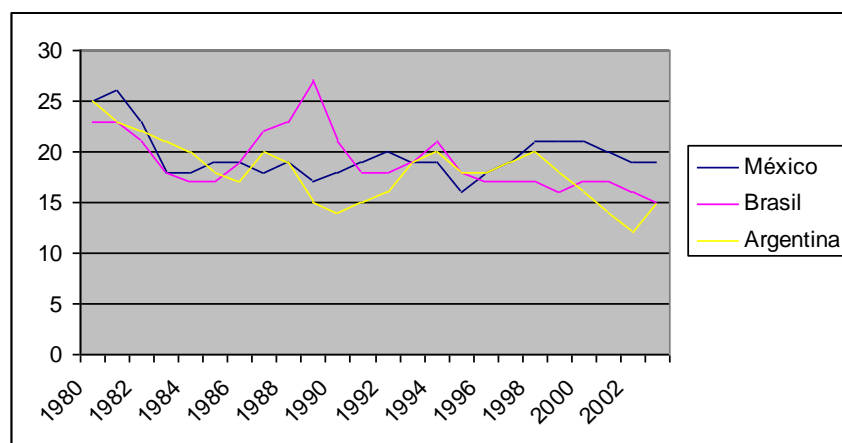
A menos que os fluxos de IDE sejam verdadeiramente permanentes – no sentido de que nem os lucros nem o principal sejam repatriados – quanto mais IDE um país atrair, e quanto mais retornos esse IDE vier a gerar, tanto mais frágil será a posição da conta corrente desse país e, portanto, sua taxa de câmbio. Entretanto, esses dois fatores aumentarão o risco monetário do IDE e levarão à crescente probabilidade de repatriação ou de *hedging* através do mercado de câmbio. Se o sucesso também trouxer renda e custos domésticos, reduzindo assim as taxas de retorno domésticas, isso diminuirá o volume de fluxos de reinvestimento de IDE e aliviará a pressão sobre a conta corrente, mas tornará também mais atraente a transferência dos investimentos para outros lugares, levando, portanto, a deslocamentos muito mais pesados de capital investido (KREGEL, 1996, p. 40).

No caso do Brasil, o IDE na década de 90 pouco contribuiu para o crescimento da indústria brasileira, dado que esses investimentos foram direcionados para compra de ativos já existentes no Brasil, investimentos *brownfield*, portanto (Laplane e Sarti, 2002). Por esse motivo, observou-se a baixa relação entre a “poupança externa” (e o IDE) e o crescimento da taxa de formação bruta de capital fixo (com relação ao PIB). Resumidamente, o Brasil foi um dos países que mais absorveu IDE, porém esse não se traduziu em crescimento econômico. Como fica explícito nas palavras dos autores:

As limitações constatadas para promover o crescimento confirmaram a hipótese de que o volume de IDE poderia cair, quando se esgotassem os fatores que determinaram o *boom* da segunda metade dos anos 1990. Em outras palavras, uma vez esgotado o processo de privatização e de ampliação das infra-estruturas, responsáveis pela atração de investimentos autônomos, o fluxo de IDE tenderia a cair, desestimulado pela falta de dinamismo do mercado interno. A ampliação do passivo externo da economia brasileira na fase do *boom* do IDE deixaria como herança um elevado fluxo de

remessas de lucros e dividendos na Conta Corrente do Balanço de Pagamentos, sem entrada de novos investimentos para financiá-la (LAPLANE e SARTI, 2002, p. 69).

Figura 1: Formação Bruta de Capital Fixo em % do PIB



Fonte: Banco Mundial.

A título de comparação, vemos na figura a cima que a partir de 1994 a taxa de formação bruta de capital fixo fica abaixo, ou pouco acima de 20%, inclusive para o México e Argentina. Dessa forma, fica evidente que, com o esgotamento das privatizações, o fluxo de IDE provavelmente diminuiria, o que, com o agravante do pagamento de dividendos, pressionaria para que o balanço de serviços fosse deficitário, com possíveis déficits nas transações correntes e no balanço de pagamentos (LAPLANE; SARTI, 2002).

No plano comercial, o processo também apresentou forte assimetria entre o intenso aumento da oferta de produtos importados no mercado e na produção doméstica, principalmente de matéria-prima e de componentes, e o aumento não proporcional da parcela da produção local destinada ao mercado externo. A elevação do conteúdo importado da produção local, embora tenha resultado em ganhos significativos de eficiência das empresas, refletidos em incrementos da produtividade, não se traduziu em aumento proporcional das exportações (LAPLANE; SARTI, 2002, p. 89).

O fato de a internacionalização das empresas não ter contribuído para as exportações brasileiras, somando-se ao fato de que as empresas que passaram a ser geridas pelo capital internacional passaram a ter maior coeficiente de importação, deixa claros algumas pressões para desequilíbrios externos.

Para Aurélio, a captação de “recursos externos”, como estratégia de desenvolvimento, deve ser temporária, pois mesmo quando essa estratégia funciona, traz em si o estímulo do crescimento

econômico ao país receptor desses recursos, tornando-o cada vez menos dependente de capital externo. Mas para que isso ocorra, os “recursos externos” não devem fazer com que diminua a “poupança interna”, isto é, os investimentos domésticos (AURÉLIO, 1997).

Quando as entradas de capitais externos passam a financiar o déficit em transações correntes – e, portanto, a captação de poupança externa –, a análise da sustentabilidade dos fluxos passa a remeter, necessariamente, às condições de solvência externa da economia. Em outras palavras, deve-se explicitar os pré-requisitos para a construção de uma trajetória de financiamento externo que, ao ser funcional para o desenvolvimento econômico da economia receptora, assegure o equilíbrio futuro do balanço de pagamentos. (AURÉLIO, 1997, p. 9).

Portanto, não necessariamente a poupança externa está influenciando nas decisões de investimento, pois esses recursos podem estar sendo utilizados para o consumo (AURÉLIO, 1997). A dependência externa em relação aos capitais externos, em um mundo de forte instabilidade do sistema financeiro internacional, e a baixa capacidade de resistência das economias periféricas frente a choques externos, definiu uma vulnerabilidade externa, responsável pela restrição ao crescimento econômico, que caracterizou a década de 90, no Brasil (Carcanholo, 2002). A armadilha financeira nas contas externas manifestou-se em endividamento externo crescente.

Os crescentes déficits em transações correntes, agravados pelo efeito da sobrevalorização cambial sobre o saldo comercial e por outras contas como gastos em viagens internacionais, foram financiados pela maior entrada de capital externo, na forma de endividamento ou de investimento externo. Isso provocou o aumento do passivo externo (dívida e estoque de capital), o que, em um segundo momento, foi traduzido em elevação do déficit na conta de serviços (pagamento de juros e remessa de lucros e dividendos) e, conseqüentemente, do déficit em transações correntes. A armadilha financeira nas contas externas manifestou-se assim em um endividamento externo crescente, tanto pelo crescimento da dívida como pelo aumento do passivo externo, por conta do círculo vicioso de realimentação financiamento externo–déficits crescentes. (Carcanholo, 2002, p. 167).

Para Farhi e Prates, a supremacia dos mercados globalizados manifesta-se de forma distinta nas economias periféricas no que tange ao seu poder de determinar a taxa de juros e taxa de câmbio. Quanto mais alto o grau de liberalização financeira, mais as economias periféricas estarão sujeitas a bruscas mudanças de expectativas dos investidores estrangeiros, levando à acentuada volatilidade de suas principais variáveis financeiras (FARHI; PRATES, 2006).

Segundo a abordagem convencional, em um contexto de elevada mobilidade de capitais, a adoção de um regime de câmbio flutuante ampliaria os graus de liberdade da política monetária. No entanto, estas autoras divergem dessa visão, argumentando que a elevada mobilidade de capitais e a adoção de um regime de câmbio flutuante acentuam a inter-relação entre taxa de juros e taxa de câmbio. Como essas economias são vulneráveis a fluxos de capitais de curto prazo, a taxa de câmbio passa a sofrer influência direta da taxa de juros. Quanto mais abertos forem os mercados e o sistema financeiro do país, menor será a capacidade de a autoridade monetária influir, então, na formação da taxa de juros e na determinação da taxa de câmbio, efeito esse reforçado quando os mercados financeiros são amplos e profundos, permitindo a realização de operações variadas (FARHI; PRATES, 2006). Na realidade, então, enquanto a teoria convencional prevê que ajustes na margem, na taxa de juros, devem ser suficientes para “equilibrar” o câmbio, no sentido de zerar a entrada/saída líquida de reservas internacionais, a realidade mostra que os ajustes nos juros têm que ser muito mais acentuados, para que este mesmo balanço se mantenha equilibrado, causando fortes impactos desfavoráveis sobre oferta e demanda agregadas.

Uma das formas de avaliar esses desequilíbrios é através do modelo de equilíbrio no balanço de pagamentos, criado originalmente por Thirlwall (1979). Com base na preposição de que os déficits em conta corrente não podem ser financiados indefinidamente, ele avalia que a escassez de divisas estabelece um limite à taxa de expansão da demanda agregada e, conseqüentemente, da taxa de crescimento da renda. Partindo da hipótese simplificadora de que os fluxos de capitais estrangeiros e os termos de troca são constantes, autores que se lhe seguiram chegaram ao resultado de que a taxa de crescimentos de longo prazo da renda de um país está condicionada à taxa de crescimento das exportações em relação à elasticidade renda por importações e, em modelos um pouco mais complexos, também ao saldo líquido de longo prazo de capitais (THIRLWALL; HUSSAIN, 1982; MORENO-BRID, 1998-99; 2003; BARBOSA FILHO, 2002; 2004; Lima; Carvalho, 2009).

3. A ABORDAGEM THIRLWALL: UMA RELAÇÃO COM O INVESTIMENTO DIRETO ESTRANGEIRO

Nesse trabalho realizaremos um levantamento dos modelos de restrição ao crescimento derivados do modelo original de Thirlwall. O modelo de restrição do Balanço de Pagamentos, criado por Thirlwall, afirma que a taxa de crescimento compatível com o equilíbrio do Balanço de Pagamentos de cada país é uma relação direta entre a elasticidade-renda da demanda externa por suas exportações e a elasticidade-renda por importações. No equilíbrio:

$$\frac{Yd}{Yw} = \frac{\xi}{\pi} \quad (1)$$

Onde;

Yd = taxa de crescimento da renda doméstica

Yw = taxa de crescimento da renda internacional

ξ = elasticidade-renda por exportações

π = elasticidade-renda por importações

Na formulação original, Thirlwall (1979) especifica da seguinte maneira a condição de equilíbrio externo:

$$PdX_t = PfMtE_t \quad (2)$$

Sendo X o volume das exportações, Pd o preço das exportações em moeda local, M o volume das importações, Pf o preço das importações em moeda estrangeira, e E a taxa de câmbio nominal. Expressando a equação (2) em taxas de crescimento, obtém-se:

$$pd + x = pf + m + e \quad (3)$$

Como a demanda externa por exportações, assim como a demanda interna por importações, depende dos preços relativos, das elasticidades-preço e renda, e da renda doméstica (Y) e estrangeira (Z), temos:

$$M = a \left(\frac{P_f E}{P_d} \right)^\psi Y^\pi \quad (4)$$

$$X = b \left(\frac{P_d}{P_f E} \right)^\eta Z^\varepsilon \quad (5)$$

Em que “a” e “b” são constantes, ψ é a elasticidade-preço das importações, π é a elasticidade-renda da demanda por importações, η é a elasticidade-preço das exportações, e ε é a elasticidade-renda da demanda internacional pelas exportações domésticas. Colocando essas equações (4) e (5) em termos de taxas de crescimento temos:

$$x = \eta (pd - e - pf) + \varepsilon z \quad (6)$$

$$m = \psi (pf + e - pd) + \pi y \quad (7)$$

Substituindo (6) e (7) em (3) e resolvendo para y , vamos obter a solução para a taxa de crescimento econômico compatível com o crescimento no Balanço de Pagamentos Y_{BP} :

$$Y_{BP} = \frac{(1 + \eta + \psi) (pd - pf - e) + \varepsilon z}{\pi} \quad (8)$$

Assim, um aumento nos preços internos diminui o crescimento compatível com o Balanço de Pagamentos e um aumento dos preços externos aumenta o crescimento interno compatível com o Balanço de Pagamentos. Caso uma desvalorização continua no câmbio eleve Y_{BP} , essa é conhecida como a condição Marshall-Lerner, ou seja, uma desvalorização cambial aumenta as exportações líquidas. Então um aumento da renda externa e uma diminuição da elasticidade renda das importações aumentarão o Y_{BP} . Além disso, se os termos de troca, ou taxa de câmbio real, forem

constantes ($e = 0$) e se supusermos também que a inflação externa é igual à inflação interna ($pd - pf = 0$), a equação (8) é simplificada para a expressão conhecida como Lei de Thirlwall¹:

$$Y_{BP} = \frac{x}{\pi} \quad (9)$$

Ou seja, no longo prazo a expansão da renda real interna é dada pela relação entre a taxa de crescimento das exportações e a elasticidade-renda por importações dos países analisados (Moreno-Brid & Pérez, 2003).

Essa suposição de que os termos de troca são próximos de zero é sujeita a críticas, feitas principalmente pelos adeptos da teoria neoclássica, já que, dessa forma, o ajuste no BP é feito via renda e não via preços, fator extremamente importante para os economistas neoclássicos. Thirlwall (1979) defende que empiricamente não se sustenta o ajuste via preços.

Lima e Carvalho (2009) alteram algumas relações do modelo de Moreno-Brid (2003), o qual fica da seguinte forma:

$$P_d X + P_d F + P_d R = P_f M E \quad (10)$$

Colocando a equação (10) em termos de taxa de crescimento obtemos:

$$pdx + pdf + pdr = pfme \quad (11)$$

Os autores definem f como o valor real dos fluxos de capital e r como o valor real dos serviços de capital, ambos medidos em moeda estrangeira. E ainda utilizando as funções de demanda por importações e exportação – e solucionando o sistema de equações (6), (7), (12), (13), (14) e resolvendo para y – obtemos a taxa de crescimento econômico compatível com o equilíbrio no Balanço de Pagamentos, com fluxos de capitais, pagamento de juros ao setor externo e sem impor nenhuma restrição à entrada de capitais, como faz Moreno-Brid (2003):

$$x = \eta (pd - e - pf) + \varepsilon z \quad (6)$$

$$m = \psi (pf + e - pd) + \pi y \quad (7)$$

$$e + pf + m = \theta_1 (pd + x) - \theta_2 (pd + r) + (1 - \theta_1 + \theta_2)(pd + f) \quad (12)$$

$$\theta_1 = \frac{P_d X}{P_d E M} \quad (13)$$

$$\theta_2 = \frac{P_d R}{P_f M E} \quad (14)$$

$$y_{BP} = \frac{\theta_1 x + (1 + \psi)(pd - pf - e) - \theta_2 r + (1 - \theta_1 + \theta_2)f}{\pi} \quad (15)$$

Em que, θ_1 representa a proporção das exportações sobre as importações, calculada no período inicial, e θ_2 representa os capitais externos sobre importações, também calculados no período inicial, ambos os índices calculados em termos reais.

As especificações do modelo de Lima e Carvalho (2009) são interessantes, por captar a conta capital, os pagamentos de serviços de capital, além de incluir os termos de troca. É importante

¹ Em que $x = \varepsilon z$, por definição.

notar que eles não colocam nenhuma restrição à captação externa e ao endividamento externo, fato importante de ser considerado, dada a evolução recente do Balanço de Pagamentos para o Brasil.

Na especificação proposta por esse trabalho, para captar o efeito do IDE sobre a restrição no longo prazo no balanço de pagamentos, modificaremos a equação (10), sendo agora, ao invés de utilizarmos o valor real dos fluxos de capital, utilizaremos o valor real dos fluxos de IDE (F-IDE), e ao invés de utilizarmos o valor real dos serviços de capitais, utilizaremos o valor real da renda de IDE (R-IDE).

$$P_d X + P_d(F - IDE) + P_d(R - IDE) = P_f M E \quad (16)$$

Colocando a equação (16) em termos de taxa de crescimento obtemos:

$$pdx + pd(fide) + pd(ride) = p_f me \quad (17)$$

Assim:

$$e + pf + m = \theta_1(pd + x) - \theta_2(pd + (ride)) + (1 - \theta_1 + \theta_2)(pd + (fide)) \quad (18)$$

Dessa forma resolvendo o sistema de equações (6), (7), (18), (13) e (14) para y , obtemos:

$$y_{BP} = \frac{\theta_1 x + (1 + \psi)(pd - pf - e) - \theta_2(ride) + (1 - \theta_1 + \theta_2)(fide)}{\pi} \quad (15)$$

Dessa forma, modificamos a versão Lima e Carvalho (2009), para captar o impacto do IDE sobre a restrição externa de longo prazo sobre o Balanço de Pagamento, afim de responder a pergunta desse trabalho, a saber, se o Investimento Direto Estrangeiro exerce algum bloqueio ao crescimento econômico de longo prazo.

4. METODOLOGIA DOS DADOS

O período analisado nesse trabalho, compreende entre 1994 e 2008 com dados trimestrais. Em relação a metodologia, para realizar a análise da elasticidade renda das importações, usamos a seguinte equação:

$$\ln(m) = a + \pi \ln(y) + \psi \ln\left(P_f \frac{E}{P_d}\right) \quad (16)$$

Sendo;

a = intercepto

$\pi \ln(y)$ = elasticidade-renda da demanda em nível

$\psi \ln\left(P_f \frac{E}{P_d}\right)$ = taxa de câmbio real em nível

Em relação as importações, obtivemos os dados junto ao Banco Central do Brasil (BCB), e deflacionamos pelo IPA-EUA. A taxa de câmbio real foi calculada da forma mais usual, sendo

$ER = \frac{P^*}{P} \times E^2$. A renda interna foi coletada junto ao IBGE a preços de mercado e deflacionamos pelo IPCA, que tivemos acesso através do IPEADATA. O restante das variáveis foi coletado junto ao BCB, e deflacionado pelo IPA-EUA. O restante dos dados foi coletado junto ao Banco Central do Brasil. A metodologia estatística utilizada nesse trabalho é a do Vetor de Correção dos Erros.

5. ANÁLISE ESTATÍSTICA

Em relação a estatística, antes de analisar a equação (16), por se tratar de séries temporais, é necessário que façamos os testes de raiz unitária, a saber: Teste Dickey-Fuller, Phillips-Perron e KPSS. Começaremos pelo teste Dickey-Fuller aumentado.

Pelo teste Dickey-Fuller aumentado podemos aceitar a hipótese de raiz unitária para as variáveis selecionadas. Em relação ao teste Phillips-Perron, não podemos rejeitar a hipótese de que a variável renda real seja não estacionária. Contudo o teste KPSS vai mostrar se essa variável é ou não estacionária. Para o teste KPSS temos que as variáveis selecionadas são estacionárias, principalmente quando o teste é feito com constante e tendência. O teste de seleção de defasagens, escolheremos um VEC (2), dado que pelos testes HQ e AIC teríamos 5 defasagens, e esses últimos critérios superestimam as defasagens. Pelo teste de escolha dos termos determinísticos, escolhemos o modelo 2, com intercepto e tendência. Pelo teste de cointegração de Johansen, temos ao menos um vetor de cointegração entre as variáveis, indicando que as mesmas, guardam uma relação de longo prazo. Para as variáveis selecionadas, rejeitamos a hipótese nula do teste de Jarque-Bera, contudo, vamos realizar os testes com a ressalva de que a hipótese de que o terceiro e o quarto momentos da distribuição empírica não coincidem com os da distribuição normal³.

Elasticidade-renda e preço da demanda por importações

Tabela1: Vetor de correção dos erros

| Equação de cointegração | | | |
|-------------------------|-----------|------------|------------|
| LM(-1) | LY(-1) | LER(-1) | C |
| | - | | |
| 1.000000 | 1.510.393 | 0.990249 | 9.263392 |
| | (0.17280) | (0.15315) | (2.14434) |
| | [- | [6.46602] | [4.31992] |

² Sendo “P*” os preços no atacado dos Estados Unidos, com base 100, em 2005; “P” os preços ao consumidor, no Brasil, com base 100, em 2005; “E” a taxa de câmbio nominal sendo taxa de câmbio - R\$/US\$ comercial de compra, de fim de período; e “ER” a taxa de câmbio Real. Esses dados foram coletados junto ao IPEADATA

³ Os testes podem ser encontrados no Apêndice desse trabalho.

| | | | |
|-------------------------------|--------------|--------------|---------------|
| | 8.74045] | | |
| Equação de curto prazo | D(LM) | D(LY) | D(LER) |
| | -0.064336 | 0.085636 | 0.060472 |
| | (0.06036) | (0.02552) | (0.05050) |
| | [- | | |
| | 1.06583] | [3.35552] | [1.19757] |

() denota o erro-padrão; [] denota a estatística t

Pelo vetor de correção dos erros, temos que tanto a elasticidade-renda quando preço das importações são significativamente diferentes de zero no longo prazo, e ambas as variáveis com os respectivos sinais dentro do esperado. Na relação de curto prazo apenas a elasticidade-renda das importações parece se ajustar. Importante notar que a taxa de câmbio real é importante no ajuste de longo prazo, o que confirma que desvalorizações cambiais podem reduzir as importações.

Para testar se o crescimento econômico foi restringido pelo Balanço de Pagamentos, em especial, o impacto sobre esse pelo Investimento Direto Estrangeiro, iremos utilizar a abordagem proposta por Alonso (1999), que consiste em redirecionar a taxa de crescimento da renda efetiva, contra a taxa de crescimento da renda do modelo. Para isso, vamos substituir na equação (15) os dados do Balanço do Pagamentos em médias das taxas de crescimento, e as elasticidades-renda e preço das importações.

Tabela 2: Teste da renda efetiva contra a renda estimada sob restrição

Vetor de correção dos erros sob restrição

| Equação | | |
|-------------------------------|-----------|-----------|
| de cointegração sob restrição | D(Y) | D(Y*) |
| | - | - |
| | 0.044545 | 0.316261 |
| | (0.02496) | (0.14935) |
| | [- | [- |
| | 1.78493] | 2.11758] |
| Restrição Y=1, Y*=1 | | |
| Qui-quadrado | 1.249.607 | |
| Probabilidade | 0.000000 | |

() denota o erro padrão;

[] denota a estatística t

Pelo teste de Alonso (1999) não podemos sustentar a hipótese de que o crescimento econômico foi aquele compatível com a taxa de crescimento do Balanço de Pagamentos, indicando que a hipótese de que o Investimento Direto Estrangeiro pode não representar uma restrição ao crescimento do Balanço de pagamentos, invalidando assim a crítica em relação ao impacto negativo que o IDE promover ao BP.

Conclusão

Essa trabalho buscou responder a questão levantada por autores sobre o impacto dos Investimentos Diretos Estrangeiros sobre o Balanço de Pagamentos. Para cumprir esse objetivo, fizemos uma revisão bibliográfica da teoria que engloba esses fluxos de capitais. Na sequência buscou-se a partir da abordagem proposta por Lima e Carvalho (2009) adaptar o modelo para analisar o impacto do IDE sobre a taxa de crescimento do BP. Em resposta a questão que norteia o trabalho, a análise empírica parece não corroborar a hipótese de que os fluxos de capitais objeto dessa pesquisa crie alguma restrição ao Balanço de Pagamentos.

Bibliografia

- ALONSO, J. A. Growth and the external constraint: lessons from the Spanish case. *Applied Economics*, 31(2), 245-253, 1999.
- ANDIMA, Dívida Externa & Plano Brady. **Informativo Semanal**, Rio de Janeiro, ANDIMA, 1995.
- AURÉLIO, Marcela Meirelles. Poupança Externa e o Financiamento do Desenvolvimento. IPEA. **Texto para Discussão, no. 496**. Brasília, julho de 1997.
- BARBOSA F^o, Nelson H. **The Balance-of-Payment Constraint: from balanced trade to sustainable debt**. Center for Economic Policy Analysis (CEPA), New School University, WP 2001.06. New York: Mimeo., jan. 2002.
- BARBOSA F^o, Nelson H. Growth, exchange rates and trade in Brazil: a structuralist post-Keynesian approach. **Nova Economia**, v. 14, n. 2, p. 59-86, maio/ago. 2004.
- BATISTA Jr, Paulo. N. Vulnerabilidade externa da economia brasileira. **Estudos Avançados**. Nº 16 (45), 2002.
- BELLUZZO, Luís G.M. e ALMEIDA, Júlio S.G. (1989) Enriquecimento e Produção. **Novos Estudos Cebrap**, n. 23, p. 120-127, mar. 1989.

BRESSER-PEREIRA, L. Carlos e GALA, Paulo. Por que a poupança externa não promove crescimento. **Revista de Economia Política**, Vol 27, nº 1, Jan-Mar – 2007.

CARCANHOLO, M. D. (2002) Abertura Externa e Liberalização Financeira: impactos sobre crescimento e distribuição no Brasil dos anos 90. Tese de Doutorado, IE-UFRJ, novembro.

CARDOSO, Eliana. A crise monetária no Brasil: migrando da âncora cambial para o regime flexível. **Revista de Economia Política**, vol 21, nº 3 (83), jul-set - 2001

CARNEIRO, Ricardo. Globalização financeira e inserção periférica. **Economia e sociedade**. Dez-1999.

CHESNAIS, F. A mundialização do Capital, Rio de Janeiro: Xamã, 1996 (Cap. 10).

CULPEPER, Roy. Retomada das Afluências de Capital Privado para a América Latina: O papel dos investidores norte-americanos. In: FFRENCH-DAVIS, Ricardo; GRIFFITH-JONES, Stephany. Os Fluxos Financeiros na América Latina. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1997.

EICHENGREEN, B. A. A Globalização do Capital. *Uma historia do Sistema Monetário Internacional*. São Paulo: Editora 34, 2000..

FANELLI, José, M e MACHINEA, José, L. O movimento de capitais na Argentina. In: FFRENCH-DAVIS, Ricardo; GRIFFITH-JONES, Stephany. Os Fluxos Financeiros na América Latina. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1997.

FARHI, MARYSE. Dinâmica dos ataques especulativos e regime cambial. **Economia e sociedade**, n.17. dez. 2001.

FARHI, Maryse e PRATES, Daniela. A nova dimensão da vulnerabilidade externa. **Política Econômica em Foco**. n.6 17/03/2006 .

FREITAS, M. C. P. e PRATES, D. M. Abertura financeira na América Latina: as experiências de Argentina, Brasil e México. **Economia e Sociedade**. São Paulo. vol 11. dez. 1998.

FREITAS, M. C. P. e PRATES, D. M. A abertura financeira no governo FHC: impactos e conseqüências. **Economia e Sociedade**. São Paulo. vol 17. dez. 2001.

GONÇALVES, Reinaldo. Economia política internacional. Rio de Janeiro: Campus, 2005.

KREGEL, J. Riscos e implicações da globalização financeira para as políticas nacionais. **Economia e Sociedade**, Campinas, n. 7, 1996.

LAPLANE, M., SARTI, F.O Investimento Direto Estrangeiro e internacionalização da economia brasileira nos anos 90. Revista economia e sociedade. Unicamp, v. 11. Jan-jun. 2002.

LAPLANE, M., SARTI, F. Investimento Direto Estrangeiro e o impacto na balança comercial nos anos 90. Brasília: IPEA, fev. 1999a. (Texto para Discussão, n. 629).

LIMA, G. T. & CARVALHO, V. R. (2007) *A restrição externa e a perda de dinamismo da economia brasileira: investigando relações entre estrutura produtiva e crescimento econômico*. Departamento de Economia da FEA-USP, mimeo.

MARX, K. O Capital, São Paulo: Abril Cultural, 1983.

MINSKY, Hyman P. (1993) *Financial Integration and National Economic Policy*. [s.l.]: Mimeo.

MINSKY, Hyman P. The Financial Instability Hypothesis: An Interpretation of Keynes and an Alternative to 'Standard' Theory. Challenge; Mar/Apr77, Vol. 20 Issue 1,p20.Disponível em:<<http://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&db=bth&AN=6150221&site=bsi-live>>. Acesso em: 07 maio 2007.

MORENO-BRID, J.C. (1998-99). “On capital flows and the balance-of-payments constrained growth model”. **Journal of Post Keynesian Economics**, v. 21, n. 2, p. 283-298, winter.

MORENO-BRID, J. C. Capital flows, interest payments and the balance-of-payments constrained growth model: a theoretical and empirical analysis. **Metroeconomica**, v. 54, n. 2-3, p. 346-365, may. 2003.

MORENO-BRID, J. C. & PÉREZ, E. Trade Liberalization and Economic Growth in Central America. Cepal Review n.81, dezembro de 2003.

PRATES, Daniela. M. A abertura financeira dos países periféricos e os determinantes dos fluxos de capitais. **Revista de Economia Política**. São Paulo. Vol 19. nº 1 (73). Jan-mar.1999.

RESENDE, M F. C. e AMADO, Adriana. Liquidez internacional e ciclo reflexo: algumas observações para a América Latina. **Revista de Economia Política**. São Paulo. Vol 27, nº 1, Jan-Mar – 2007.

SILVA, Maria L. F. Plano Real e âncora cambial. **Revista de Economia Política**. Vol 22, nº 3 (87), jul-set – 2002.

TAVARES, Maria da C. A Retomada da Hegemonia Norte-Americana. **Revista de Economia Política**, v. 5, n. 2, p. 5-15, abr./jun. 1985.

THIRLWALL, A. (1979) The balance of payments constraint as an explanation of international growth rates differences, *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, Vol. 128.

THIRLWALL, A. & HUSSAIN, M. N. The balance of payments constraint, capital flows and growth rate differences between developing countries. **Oxford Economic Papers**, New Series, v. 34, n. 3, p. 498-510, nov. 1982.

WOLFSON, Martin H. (2002) “Minsky’s theory of financial crises in a global context”. **Journal of Economic Issues**, v. 36, n. 2, p. 393-400, june.

ZENDRON, Patrícia **Instituições Bancárias, Concessão de Crédito e Preferência pela Liquidez: Três Ensaio na Perspectiva Pós-Keynesiana**. Tese (Doutorado) - Instituto de Economia Industrial, Universidade Federal do Rio de Janeiro. Rio de Janeiro: UFRJ, 2006.

APÊNDICE

Tabela 3: Teste Dickey-Fuller para as variáveis selecionadas

| Variável: Ln das importações de 1994 a 2008 | | | | | | | | | |
|---|-------|---------|-----------|----------|----------|----------|----------------|-----------|--|
| Teste | | | ADFtab | | ADFtab | | | | |
| ADF | Defas | ADFcal | ADFtab 1% | 5% | 10% | t-cal | signifi termos | signif RU | |
| - | | | | | | | | | |
| Cte | 8 | 1274206 | -4148465 | -3500495 | -3179617 | 1243361 | não signif | Aceita RU | |
| Tend | | | | | | 1724878 | Signif | | |
| Variável: Ln da renda de 1994 a 2008 | | | | | | | | | |
| Teste | | | ADFtab | | ADFtab | | signifi | | |
| ADF | Defas | ADFcal | ADFtab 1% | 5% | 10% | t-cal | termos | signif RU | |
| - | | | | | | | | | |
| Cte | 4 | 1866170 | -4133838 | -3493692 | -3175693 | 1893197 | Signif | Aceita RU | |
| Tend | | | | | | 1901677 | Signif | | |
| Variável: Ln câmbio real de 1994 a 2008 | | | | | | | | | |
| Teste | | | ADFtab | | ADFtab | | signifi | | |
| ADF | Defas | ADFcal | ADFtab 1% | 5% | 10% | t-cal | termos | signif RU | |
| - | | | | | | | | | |
| Cte | 0 | 2842420 | -4121303 | -3487845 | -3172314 | 0.534758 | não signif | Aceita RU | |
| Tend | | | | | | 1638749 | não signif | | |

Tabela 4: Teste Phillips-Perron para as variáveis selecionadas

| Variável: Ln da Importação (M) de 1994 a 2008 | | | | | | signif |
|--|------------|------------|------------|------------|--|---------------|
| | PP cal | PP tab 1% | PP tab 5% | PP tab 10% | | RU |
| Cte e tend | -2.275.456 | -4.121.303 | -3.487.845 | -3.172.314 | | Aceita RU |
| Variável: Ln da renda de 1994 a 2008 | | | | | | signif |
| | PP cal | PP tab 1% | PP tab 5% | PP tab 10% | | RU |
| Cte e tend | -2.178.055 | -4.121.303 | -3.487.845 | -3.172.314 | | Rejeita RU |
| Variável: Ln do cambio real (ER) de 1994 a 2008 | | | | | | signif |
| | PP cal | PP tab 1% | PP tab 5% | PP tab 10% | | RU |
| Cte e tend | -2.870.026 | -4.121.303 | -3.487.845 | -3.172.314 | | Aceita RU |

Tabela 5: Teste KPSS

| variável: Ln da importação (M) de 1951 a 2008 | KPSS cal | KPSS tab 1% | KPSS tab 5% | KPSS tab 10% | Signif Estacionariedade |
|--|-----------------|--------------------|--------------------|---------------------|--------------------------------|
| Cte e tend | 0.177366 | 0.216000 | 0.146000 | 0.119000 | aceita |
| variável: Ln da renda de 1951 a 2008 | KPSS cal | KPSS tab 1% | KPSS tab 5% | KPSS tab 10% | Signif Estacionariedade |
| Cte e tend | 0.127231 | 0.216000 | 0.146000 | 0.119000 | aceita |
| variável: Ln do cambio real (ER) de 1951 a 2008 | KPSS cal | KPSS tab 1% | KPSS tab 5% | KPSS tab 10% | Signif Estacionariedade |
| Cte e tend | 0.210346 | 0.216000 | 0.146000 | 0.119000 | aceita |

Tabela 6: Teste de seleção de defasagens

| Ordem VAR | LogL | LR | FPE | AIC | SC | HQ |
|------------------|-------------|-----------|------------|------------|------------|------------|
| 0 | 3.655411 | NA | 0.000196 | -0.023833 | 0.085658 | 0.018508 |
| 1 | 202.0191 | 367.8745 | 2.00e-07 | -6.909786 | -6.471822 | -6.740422 |
| 2 | 221.1033 | 33.31051 | 1.39e-07 | -7.276482 | -6.510046* | -6.980095 |
| 3 | 231.1134 | 16.38015 | 1.35e-07 | -7.313213 | -6.218304 | -6.889803 |
| 4 | 240.7717 | 14.75094 | 1.34e-07 | -7.337153 | -5.913771 | -6.786720 |
| 5 | 265.7833 | 35.47098* | 7.69e-08* | -7.919392* | -6.167538 | -7.241936* |

* indica a ordem de defasagens de acordo com o critério

Tabela 7: Teste de cointegração de Johansen

| | | Estatística | | | |
|---|------------------|-----------------------|----------------------|-----------------------|----------------------|
| | | Estatística do | Valor crítico | Estatística do | Valor crítico |
| Numero de equações de cointegração hipotetizadas | Autovalor | traço | | autovalor | |
| Nenhuma | 0.500767 | 5503466 | 3519275 | 3959686 | 2229962 |
| Até 1 | 0.196895 | 1543781 | 2026184 | 1249839 | 1589210 |

Até 2 0.050262 2939414 9164546 2939414 9164546

Tabela 8: Teste de normalidade dos resíduos Jarque-Bera

| Variável | Assimetria | Curtose | Jarque-Bera | Graus de liberdade | Prob |
|-----------------|------------|----------|-------------|--------------------|----------|
| Log importações | -0.743228 | 4.195448 | 8.641787 | 2 | 0.013288 |
| Log renda real | -0.950797 | 3.696051 | 9.738802 | 2 | 0.007678 |
| Log câmbio real | 0.883073 | 5.961017 | 28.23137 | 2 | 0.000001 |