

RODRIGO COUTINHO PEREIRA

**O CRESCIMENTO ECONÔMICO BRASILEIRO DE 1995 A 2000:
RESTRIÇÃO PELA POUPANÇA INTERNA OU EXTERNA?**

UNIVERSIDADE FEDERAL DE PERNAMBUCO
CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA - PIMES

RECIFE - PE

Março, 2002

**O CRESCIMENTO ECONÔMICO BRASILEIRO DE 1995 A 2000:
RESTRIÇÃO PELA POUPANÇA INTERNA OU EXTERNA?**

RODRIGO COUTINHO PEREIRA

**O CRESCIMENTO ECONÔMICO BRASILEIRO DE 1995 A 2000:
RESTRIÇÃO PELA POUPANÇA INTERNA OU EXTERNA?**

Dissertação apresentada por Rodrigo Coutinho Pereira ao Programa de Pós-Graduação em Economia da Universidade Federal de Pernambuco (PIMES), em cumprimento às exigências para a obtenção do grau de Mestre em Economia.

PROF. DR. ÁLVARO BARRANTES HIDALGO
ORIENTADOR

UNIVERSIDADE FEDERAL DE PERNAMBUCO
CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA - PIMES

RODRIGO COUTINHO PEREIRA

**O CRESCIMENTO ECONÔMICO BRASILEIRO DE 1995 A 2000:
RESTRIÇÃO PELA POUPANÇA INTERNA OU EXTERNA?**

Aprovada em 08 de março de 2002.

BANCA EXAMINADORA

Prof. Dr. Álvaro Barrantes Hidalgo

Orientador

André Matos Magalhães

Examinador Interno

Paulo Amilton Maia Leite Filho

Examinador Externo

*À minha querida “voinha”
Dona Rosinha
(in memorian)*

AGRADECIMENTOS

Em primeiríssimo lugar, às duas pessoas que eu mais amo no mundo e que sem elas eu não seria ninguém, Jurandir e Eneida.

Ao meu orientador, Álvaro, por seus comentários precisos e paciência na orientação, sempre me incentivando nos momentos mais difíceis durante a execução da dissertação e pela defesa no alongamento do prazo de entrega de forma a permitir meu ingresso no doutorado. Ao professor Olímpio, pelos conselhos iniciais quando esse estudo não passava de uma simples folha de rascunho e aos professores André Magalhães e Paulo Amilton, demais integrantes da banca examinadora.

Ao PIMES pela oportunidade de dar prosseguimento aos estudos iniciados na graduação e ao CNPq, pelo apoio proporcionado para minha dedicação integral ao mestrado.

Às mantenedoras da secretaria do PIMES, Manú e as duas Patrícias, que sempre se mostraram zelosas e ágeis na solução dos problemas mais insolúveis.

Aos inúmeros amigos que fiz: Luciana, Áurea Fabiana, Breno Liro, Beatriz, Everton, Pablo, Marcelo Virgínio, Marcelo Lettieri, Cassius, Florângela e os demais que, não por esquecimento ou falta de importância, mas por disfunção do cérebro desse autor, não estão presentes nessa lista.

Especialmente, a Adriano e Liédje, colegas de sempre nos estudos e listas; e Márcia, Regina, Ceres Z.B. e Fátima, pelas valiosas críticas em leituras parciais de trechos do estudo.

Aos meus familiares e a todos os meus amigos de Orlândia.

Aos meus colegas de graduação da FEA-USP que, mesmo distantes, nunca perdemos contato. Gostaria de poder citar todos, mas o espaço é curto, porém, o convívio quase que diário que tivemos durante cinco anos, enquanto descobríamos as maravilhas da Economia, criaram laços indissolúveis entre nós.

SUMÁRIO

LISTA DE TABELAS E GRÁFICOS

RESUMO

INTRODUÇÃO	10
1. A INFLUÊNCIA DO SETOR EXTERNO NO CRESCIMENTO ECONÔMICO	15
1.1 OS FLUXOS INTERNACIONAIS DE CAPITAIS COMO ACELERADORES DO CRESCIMENTO ECONÔMICO	17
1.1.1 Modalidades de capitais internacionais	19
1.1.2 O Investimento Direto Estrangeiro	21
1.1.3 A Abordagem Estruturalista dos Fluxos Internacionais de Capitais	23
1.2 A RESTRIÇÃO AO CRESCIMENTO ECONÔMICO PELO BALANÇO DE PAGAMENTOS	26
1.2.1 O Enfoque Intertemporal da Conta Corrente	27
1.2.2 A Questão da Vulnerabilidade Externa	31
1.2.3 O Processo de Ajuste do Balanço de Pagamentos	33
2. O MODELO DE DOIS HIATOS	39
2.1 PERSPECTIVA HISTÓRICA	41
2.2 FORMALIZAÇÃO DO MODELO	44
2.2.1 O Modelo de Crescimento de Harrod-Domar	45
2.2.2 O Modelo de Dois Hiatos	47
3. O BALANÇO DE PAGAMENTOS BRASILEIRO	56
3.1 O PERÍODO 1947-1973	57
3.2 A ABERTURA ECONÔMICA: 1990-1994	62
3.3 O PLANO REAL: 1995-2000	64
3.4 CONSIDERAÇÕES FINAIS	73

4. APLICAÇÃO DO MODELO DE DOIS HIATOS À ECONOMIA BRASILEIRA	
RECENTE: 1995-2000	76
4.1 PANORAMA INTERNO E EXTERNO	77
4.2 METODOLOGIA DO ESTUDO	80
4.3 RESULTADOS OBTIDOS E CONCLUSÕES	83
5. CONSIDERAÇÕES FINAIS	88
BIBLIOGRAFIA	91
ABSTRACT	97
APÊNDICE 1 – A CONTABILIDADE DO BALANÇO DE PAGAMENTOS	98
APÊNDICE 2 – MODELOS SELECIONADOS DE CRESCIMENTO COM	
RESTRIÇÃO EXTERNA	103
A.2.1 UM MODELO SIMPLES DE CRESCIMENTO COM MOBILIDADE DE	
CAPITAL	103
A.2.2 A LEI DE THIRLWALL	107

LISTA DE TABELAS E GRÁFICOS

TABELAS

TABELA 3.1 – Balanço de Pagamentos: 1947-1989	58
TABELA 3.2 – Balanço de Pagamentos: 1990-1994	63
TABELA 3.3 – Balanço de Pagamentos: 1995-2000	66
TABELA 4.1 – Fluxos Líquidos de Capitais aos Países em Desenvolvimento: 1993-2000...	78
TABELA 4.2 – Variáveis Utilizadas no Cálculo dos Parâmetros Estruturais	80
TABELA 4.3 – Parâmetros Estruturais da Economia Brasileira	82
TABELA 4.4 – Variáveis de Controle	83
TABELA A.1 – Estrutura Geral do Balanço de Pagamentos	100

GRÁFICOS

GRÁFICO 2.1 – Efeitos das Transferências de Recursos Externos sobre a taxa de crescimento	53
GRÁFICO 2.2 – Visões Alternativas do Equilíbrio com Crescimento Sustentado	54
GRÁFICO 3.1 – Exportações e Importações brasileiras:1991-2000	67
GRÁFICO 3.2 – Investimento Direto Estrangeiro, em Portfólio e Saldo da Conta de Capital	70
GRÁFICO 3.3 – Saldo do Balanço de Pagamentos: 1947-2000	74
GRÁFICO 4.1 – Taxa Máxima de Crescimento do PIB dadas as Restrições de Poupança e Divisas Comparada com a Taxa Efetiva de Crescimento	84
GRÁFICO 4.2 – Déficit em Conta Corrente: 1970-2000	86

RESUMO

Atualmente, um tema freqüente na literatura econômica tem sido o comportamento do balanço de pagamentos brasileiro e suas conseqüências sobre as principais variáveis macroeconômicas após a implantação do Plano Real. O presente estudo visa contribuir para o debate ao analisar de que forma o setor externo tem influenciado o crescimento econômico brasileiro recente, mais precisamente, como o desequilíbrio entre a oferta e a demanda de divisas estrangeiras tem restringido a capacidade produtiva interna no mesmo período em que a taxa de poupança interna como proporção do PIB reduziu-se de 19,5% para 17%. Para tanto, ao analisar o balanço de pagamentos nacional, discutiu-se de que forma o conjunto de medidas econômicas adotadas nos anos 90 levou o país a apresentar vultosos déficits em conta corrente e como a opção pelo financiamento desses déficits através da entrada de recursos externos tem sido responsável pela “importação” das diversas crises financeiras mundiais nos últimos sete anos. Num segundo momento, foi aplicado o modelo de dois hiatos formalizado por BACHA (1982), ao período 1995-2000, levando à conclusão de que no período analisado, o crescimento econômico brasileiro foi restrito pelo volume insuficiente de poupança interna para a acumulação de capital, resultado igualmente obtido para o mesmo período por FRITSCH & MODIANO (1988), e não pelo comportamento do balanço de pagamentos.

INTRODUÇÃO

O balanço de pagamentos encontra-se inserido no Sistema de Contas Nacionais de um país e - juntamente com as Contas de Produção, de Apropriação, Corrente do Governo e Consolidada de Capital - fornece informações sobre a estrutura da economia dessa nação num determinado período¹.

GALVÃO (2001) relaciona um importante significado para o balanço de pagamentos ao argumentar que o desempenho econômico de um país é fortemente influenciado pelo setor externo, sendo essa influência traduzida nos valores de seu balanço de pagamentos. Como exemplo, cita o fato de um país que se encontra diante de uma séria incapacidade de crescer caso não consiga gerar divisas internacionais suficientes para financiar suas necessidades de importação.

Isso ocorre pois o crescimento econômico de um país, refletido no crescimento da renda nacional, provoca um aumento na demanda por bens e insumos importados. Havendo restrições para a aquisição desses bens e de insumos essenciais ao

¹ Um melhor detalhamento da contabilidade do balanço de pagamentos é apresentado no Apêndice 1 do estudo.

crescimento, a demanda agregada restringe a expansão da oferta, inviabilizando o crescimento do país.

Uma alternativa aos países com crônicas dificuldades na expansão de suas exportações é uma política ativa de atração de capitais externos como forma de financiar suas importações e, assim, viabilizar o crescimento econômico. Entretanto, podem surgir graves consequências nesse modelo de crescimento e a principal delas é a de que o país se torna extremamente dependente desses fluxos de capitais que, por sua vez, dependem da liquidez internacional. Em épocas de contração dessa liquidez, resta ao país adotar práticas restritivas como forma de conter sua demanda por importações, condenando-o a taxas ínfimas de crescimento, senão, de estagnação ou até mesmo de recessão.

A limitação do crescimento econômico motivada pela escassez de divisas passou a ser discutida com maior profundidade no final dos anos 40, com as experiências de reconstrução européia após a II Guerra Mundial e de industrialização dos países subdesenvolvidos através do processo de substituição de importações.

Até então, o ponto de vista clássico era de que a entrada de divisas tinha o efeito único de complementar a poupança doméstica. A revisão da teoria propiciou o desenvolvimento do *modelo de dois hiatos*, concebido primordialmente por Hollis Chenery, que contou com diversos colaboradores posteriormente. Constituindo-se num modelo de crescimento do tipo Harrod-Domar aplicado à uma economia aberta, parte do pressuposto de que para que haja crescimento econômico, é necessária a existência de investimento e esse, por sua vez, requer poupança, interna ou externa. Um primeiro hiato, o *hiato interno*, surge se a poupança doméstica é insuficiente para o nível de investimento necessário de uma determinada taxa de crescimento. O segundo hiato, o *hiato externo*, advém caso a economia não possua a capacidade de gerar divisas estrangeiras necessárias para a importação de determinados bens essenciais ao crescimento.

No final dos anos 80, o país promoveu significativas mudanças na política de comércio exterior. De acordo com AVERBUG (1999), o período é caracterizado por um processo de abertura comercial abrangente, aprofundado no governo Collor, e que teve prosseguimento nos governos posteriores. Esse processo de abertura teve como consequência principal o fim dos "megassuperávits" comerciais da década anterior, sobretudo a partir da segunda metade da década, onde a abertura se aliou à política de sobrevalorização cambial, fazendo com que os superávits de outrora se tornassem vultosos déficits comerciais.

Para RESENDE (2000), mesmo com o governo adotando uma série de medidas objetivando o incremento das exportações, a participação dos produtos brasileiros no fluxo comercial internacional permanece estagnado há mais de 15 anos, em torno de 1%. Argumenta que essa dificuldade em alavancar continuada e significativamente as exportações brasileiras nos últimos anos, contribuiu para o colapso da âncora cambial em janeiro de 1999, quando, *"novamente, a escassez de divisas elevou a restrição externa ao crescimento da economia brasileira"*.

Nesse cenário macroeconômico, poucos são os instrumentos disponíveis ao governo para a condução de um crescimento sustentável do PIB. Uma importante variável é a entrada líquida de capitais externos, entretanto, conforme afirmado anteriormente, esses fluxos são determinados por condições externas à esfera de influência das autoridades governamentais, que pouco podem fazer para ampliar seu volume, a não ser manter um "clima favorável" ao investimento estrangeiro (BIRD, 1999).

Na década de 1990, o mundo assistiu ao crescimento vertiginoso dos movimentos internacionais de capitais, principalmente no fluxo de investimentos diretos, que passaram de um montante pouco acima de US\$ 200 bilhões, no início da década, para um valor superior a US\$ 1 trilhão em 2000 (ONU, 2001). Porém, desde a crise financeira

do sudeste asiático em 1997, o fluxo internacional de capitais para os países em desenvolvimento vem sofrendo sistemática redução, fato corroborado pela CEPAL que, em seu relatório anual, já registra uma queda significativa (20%) no fluxo de investimento direto em toda a América Latina no ano 2000, em relação ao ano anterior (CEPAL, 2001).

A perspectiva doméstica não indica um cenário diferente, pois estimativas do próprio Banco Central Brasileiro apontam para uma retração no ingresso líquido de capitais estrangeiros para o próximo biênio (IPEA, 2001).

Nesse contexto, o objetivo geral do estudo é a análise empírica do balanço de pagamentos brasileiro entre os anos de 1995 e 2000 e suas conseqüências para o crescimento econômico brasileiro. Com a adoção do Plano Real em julho de 1994 e o início da política de sobrevalorização cambial, o país passou a registrar sistemáticos déficits em sua balança comercial que, somados aos crônicos déficits na balança de serviços, passaram a demandar a entrada de considerável quantidade de capitais internacionais para financiar os vultosos déficits na conta corrente, registrados a partir de então. Paralelamente, desde o final da década de 1970, o país vem enfrentando uma queda significativa da poupança agregada, principalmente pela queda observada na poupança pública em decorrência do colapso fiscal do país nos anos 80, após o descontrole inflacionário. Em meados dos anos 90, mais precisamente a partir de 1993, passou a ser verificada a redução na poupança privada como conseqüência da intensificação no *boom* de crescimento do consumo observado nessa época.

Especificamente, o estudo procurará contribuir para o debate sobre as causas das baixas taxas de crescimento verificadas pelo país nos últimos anos, através da aplicação do *modelo de dois hiatos*, com o intuito de responder qual das duas restrições se mostrou mais presente na limitação do crescimento econômico brasileiro no período 1995-2000, a de divisas (externa) ou a de poupança doméstica (interna).

Para tanto, o presente estudo é composto por 5 capítulos além dessa introdução. No Capítulo 1, será iniciado o corpo teórico do estudo, analisando-se o papel desempenhado pelo setor externo no crescimento econômico. Inicialmente, será apresentada a evolução dos fluxos internacionais de capitais nos últimos anos e sua contribuição para a alavancagem da taxa de crescimento, passando, num segundo momento, à discussão sobre de que forma o setor externo pode restringir o crescimento econômico de uma nação sob a perspectiva das questões da vulnerabilidade externa e das diversas políticas possíveis de ajuste do balanço de pagamentos.

No Capítulo 2, dar-se-á prosseguimento à discussão do corpo teórico, apresentado-se o *modelo de dois hiatos*. Partindo da situação histórica que propiciou as primeiras aplicações do modelo, esse será formalizado e confrontado com o *modelo Harrod-Domar*, do qual é derivado.

No Capítulo 3, terá início a parte empírica do estudo, analisando-se o comportamento do balanço de pagamentos brasileiro na segunda metade do século passado, dando-se maior ênfase ao período compreendido entre 1995 e 2000.

No Capítulo 4, o modelo apresentado no Capítulo 2 será aplicado empiricamente ao caso brasileiro procurando identificar qual das duas restrições (de poupança interna ou de divisas) se fez mais presente no período 1995-2000 à economia brasileira, traçando alternativas de políticas para a obtenção de um crescimento sustentável a longo prazo.

Finalizando, o Capítulo 5 trata das considerações finais de acordo com os fatos apresentados ao longo do estudo.

CAPÍTULO 1

A INFLUÊNCIA DO SETOR EXTERNO NO CRESCIMENTO ECONÔMICO

Nos últimos anos, grande importância tem sido dada aos fluxos internacionais de capitais na literatura econômica. Tal destaque decorre de suas múltiplas funções tais como, por exemplo, financiadores do crescimento econômico, auxiliares no processo de ajuste do balanço de pagamentos e estabilizadores do ciclo econômico. (GONÇALVES *et al*, 1998).

Em países com poupança doméstica insuficiente, os fluxos internacionais de capitais podem vir a tomar a forma de poupança externa, exercendo importante função no processo de financiamento do crescimento econômico ao complementar a poupança interna de forma que, agregadas, proporcionem uma alavancagem na taxa de investimento do país. Em relação às contas externas, tais fluxos auxiliam no processo de ajuste através dos movimentos de capitais autônomos ou compensatórios, equacionando o saldo do balanço de pagamentos em países com desequilíbrio nas transações correntes. Por fim, a suavização dos ciclos econômicos pode ocorrer quando um país esteja entrando num ciclo recessivo e possua excesso de poupança. Ao exportar poupança para um outro país, o aumento na

renda desse fará com que o aumento da demanda por importações provenientes do primeiro faça com que o ciclo recessivo seja atenuado ou até mesmo extinto.

O presente capítulo tem como objetivo realizar uma análise mais profunda de duas dessas funções dos fluxos de capitais internacionais, a saber: a de financiadores do crescimento econômico e a de auxiliares no processo de ajustamento do balanço de pagamentos.

Assim sendo, na próxima seção será analisado o papel desempenhado pelos fluxos de capitais na moderna economia internacional. Após uma breve diferenciação das diversas modalidades de seus fluxos, serão apresentados quatro enfoques teóricos sobre as consequências da inversão estrangeira em países em desenvolvimento, analisando mais detalhadamente o enfoque estruturalista.

Posteriormente, será exposto a forma pela qual o comportamento do balanço de pagamentos de um país pode restringir o crescimento econômico dessa nação, mostrando a evolução histórica da teoria econômica a respeito da conta corrente, enfatizando o debate acerca da sustentabilidade dos déficits em transações correntes no último quarto do século passado. Em seguida, serão discutidas as principais causas e consequências da vulnerabilidade externa em economias deficitárias em seu balanço de transações correntes e, finalizando o capítulo, serão mostradas as diversas formas de ajustamento do balanço de pagamentos que um país pode implementar.

1.1 OS FLUXOS INTERNACIONAIS DE CAPITAIS COMO ACELERADORES DO CRESCIMENTO ECONÔMICO

Após a II Guerra Mundial, a criação do novo sistema monetário de Bretton Woods, em substituição ao sistema do padrão-ouro, instituiu duas agências financeiras internacionais, o Fundo Monetário Internacional e o Banco Mundial. Enquanto o primeiro tem como funções principais a fiscalização dos balanços de pagamentos dos países-membros, publicação de estatísticas internacionais sobre contas externas e fornecimento de empréstimos compensatórios para desequilíbrios de curto prazo no balanço de pagamentos, o último tem como função básica o fornecimento de empréstimos de longo prazo para países em desenvolvimento.

A prerrogativa básica para a criação dessas instituições foi de que, segundo os seus idealizadores, os fluxos privados de capital nunca mais teriam a mesma importância que aquela observada anteriormente à Crise de 29. Dessa forma, seria necessário a criação de instituições internacionais que providesse de divisas estrangeiras os países que estivessem em dificuldades em seus balanços de pagamentos.

Essa premissa foi válida principalmente nos anos 50 e 60, porém, já no final dessa última década, os fluxos internacionais de capitais privados entre os EUA e a Europa Ocidental começaram a atingir níveis consideráveis. Nos anos 70, observa-se crescente fluxo entre os países industrializados e os em desenvolvimento, mas a Crise da Dívida nos anos 80 ocasionou nova restrição nos fluxos de capitais privados, levando à conclusão de que, novamente, somente as agências governamentais teriam relevância nos fluxos internacionais de capitais.

Essa tendência reverteu-se nos anos 90, quando houve uma verdadeira explosão nos fluxos internacionais de capitais que, mesmo com a contração observada após a crise financeira no sudeste asiático, encerrou a década num patamar superior ao do início

da mesma. KENEN (1998) indica duas principais causas responsáveis pelo vultoso crescimento nos fluxos internacionais de capitais privados: a eliminação ou flexibilização dos controles exercidos pelos governos e o desenvolvimento de inovações tecnológicas nas comunicações e nas instituições bancárias.

GONÇALVES *et al* (1998) aponta quatro outros fatores: (i) um fator institucional relacionado à própria dinâmica do sistema financeiro internacional com a criação e o posterior desenvolvimento do mercado de euromoedas, fator fundamental para a configuração do atual sistema financeiro internacional; (ii) mudança nas estratégias das empresas multinacionais, que passaram a atuar globalmente, e dos investidores institucionais (fundos mútuos, companhias de seguros e fundos de pensão, por exemplo), buscando diversificar seus investimentos através de uma maior dispersão geográfica mundial; (iii) o comportamento da política monetária dos países desenvolvidos, fazendo com que o aumento de juros no início dos anos 80 deslocasse muitos recursos, outrora investidos em métodos produtivos, para o mercado financeiro; e (iv) um conjunto de fatores sistêmicos relacionados às dificuldades de expansão da esfera produtiva-real, com um menor potencial de crescimento dos mercados internos dos países desenvolvidos, fazendo com que se deslocassem recursos para países/mercados com maiores potenciais de crescimento.

Até então, não havia preocupação sobre qual a natureza desses fluxos (de curto ou de longo prazo) até que a eclosão da crise mexicana em 1994 e muitas outras desde então (Sudeste Asiático, em 1997; Rússia, 1998; Brasil e Turquia, 1999; e Argentina, 2001) fizeram com que os formuladores de política passassem a se preocupar com o comportamento e o tipo dos fluxos de capitais que entravam em seus países.

Essas crises tiveram origem nos fluxos internacionais de capitais privados, o que trouxe ao debate econômico se seria desejável uma grande mobilidade nesses fluxos.

Desde então, um importante tópico nesse debate, apontado por BAILLIU (2000), é se os fluxos internacionais de capitais ocasionam efeitos significativos ao crescimento econômico de um país.

Há três canais pelos quais os fluxos de capitais internacionais podem acelerar o crescimento econômico: (i) aumentando a taxa doméstica de investimento; (ii) liderando investimento em processos que gerem externalidades positivas; e (iii) aumentando a intermediação financeira.

Dessa forma, BAILLIU (2000) desenvolve um modelo de crescimento endógeno com intermediação financeira apontando que, desde que o país possua um sistema financeiro forte e os fluxos de capitais sejam canalizados para investimentos produtivos, tais fluxos têm grande influência na aceleração da taxa de crescimento desse país.²

A seguir, serão diferenciadas as diversas modalidades dos fluxos internacionais de capitais, passando posteriormente à análise de como a entrada de certos tipos de capitais pode ser benéfica para o crescimento econômico de um país.

1.1.1 Modalidades de capitais internacionais

Como "fluxos internacionais de capitais", há diversas modalidades e tipos diferentes. Conforme o tempo de sua permanência num determinado país eles podem ser: capitais de curto ou de longo prazo (para prazos inferiores e superiores a um ano,

² A formalização desse modelo encontra-se no Apêndice 2.

respectivamente). De acordo com a procedência, podem ser classificados como capitais privados (para os originados de instituições privadas) ou oficiais (para os originados de instituições intergovernamentais, como o FMI ou o Banco Mundial).

GONÇALVES *et al* (1998), citando conceitos definidos originalmente por KINDLEBERGER (1987), classifica os capitais de curto prazo em quatro categorias: capitais autônomos, compensatórios, induzidos e especulativos. Como *capitais autônomos*, se encontram aqueles que não são motivados diretamente pelas políticas governamentais ou pela evolução de outras contas do balanço de pagamentos como, por exemplo, financiamentos e empréstimos externos de curto prazo e saídas de capitais. *Capitais compensatórios* são aqueles que representam a contrapartida de outra transação com o exterior como, por exemplo, recursos para financiamento das exportações ou importações. *Capitais induzidos* representam aqueles decorrentes de variações efetivas ou esperadas na taxa de juros. *Capitais especulativos* são aqueles que representam alterações efetivas ou mudanças de expectativas com relação à taxa de câmbio.

Entre os capitais de longo prazo, há o *investimento direto estrangeiro* e o *investimento em portfólio*. O primeiro é aquele feito na aquisição de cotas ou ações com a finalidade de controlar operacionalmente a empresa receptora do investimento, sendo realizado em sua grande maioria pelas empresas multinacionais, enquanto que o segundo corresponde à aquisição de ações³, bônus, títulos governamentais, fundos de investimento e outros.

³ O investimento em portfólio na aquisição de ações não visa ao controle operacional da empresa investida, porém, isso traz à tona uma questão importante de acordo com GONÇALVES, *et al* (1998): qual seria o percentual “de corte” de investimento em ações para que se diferencie entre investimento direto ou de portfólio. O FMI recomenda em seu manual de Balanço de Pagamentos que se utilize o percentual máximo de 10% do capital votante no poder de estrangeiros como sendo classificado como investimento em portfólio. Acima desse percentual, o investimento seria considerado direto.

1.1.2 O Investimento Direto Estrangeiro

Analizando empiricamente o papel desempenhado pelo capital estrangeiro na África do Sul pós-Apartheid, PADAYACHEE (1995) apresenta quatro principais enfoques teóricos relacionando capital estrangeiro e crescimento econômico nos países em desenvolvimento: o neoclássico, o da escola da dependência, o enfoque da barganha e o estruturalista.

De acordo com os teóricos neoclássicos, o capital estrangeiro é visto como elemento positivo na promoção do crescimento econômico. Seus argumentos são baseados na premissa de que as diferentes taxas de retorno do investimento advém das diferenças na dotação de fatores - notadamente capital e tecnologia - e a transferência aos países em desenvolvimento desses fatores, por si só, são decisivos na promoção do crescimento sustentado.

O investimento direto estrangeiro introduz no país receptor um conjunto de capital barato, tecnologia avançada e conhecimento superior sobre os métodos produtivos das economias desenvolvidas, sendo que um ponto que merece destaque é o papel do investimento direto estrangeiro na liderança do crescimento econômico orientado pelas exportações: um país que optasse por essa estratégia de crescimento estaria menos propenso a incorrer em restrições às importações de insumos necessários ao investimento.

Apesar da maioria de seus integrantes sustentar que o investimento direto estrangeiro só traria benefícios aos países receptores e que esses apenas teriam que evitar políticas restritivas que poderiam impedir os investidores estrangeiros, alguns de seus integrantes contra-argumentam que esse tipo de fluxo de capital não poderia ser encarado como o único a resolver todos os problemas dos países em desenvolvimento.

Contrastando com a análise neoclássica, o enfoque da *escola da dependência* enfatiza os riscos e os efeitos negativos que o investimento direto estrangeiro poderia causar nas economias em desenvolvimento.

Argumentam que a forma pela qual os países em desenvolvimento estão inseridos no sistema econômico internacional é a principal fonte de seus problemas econômicos. Conforme os argumentos de um de seus integrantes⁴, os custos de um desenvolvimento orientado externamente inclui: concentração de renda, ênfase na produção de bens de consumo duráveis de luxo, endividamento externo e desemprego.

De acordo com a maioria de seus integrantes, os benefícios advindos do crescimento em decorrência do investimento estrangeiro ocorreriam às custas da autonomia nacional nas decisões políticas e na condução do sistema econômico doméstico. Alguns defendiam uma ruptura urgente com o sistema econômico internacional.

O enfoque da *barganha* define que a distribuição dos ganhos advindos da inversão externa decorre da interação entre os interesses internos e externos. Argumentam que deve-se permitir e até mesmo incentivar a entrada de capitais internacionais, apesar de seus integrantes não acreditarem que os países em desenvolvimento iriam, sempre, obter ganhos. Um elemento crucial desse enfoque é que, caso os países desejem obter vantagens com o capital externo, devem desenvolver instituições domésticas fortes para o processo de barganha com as empresas multinacionais.

Finalmente, a abordagem *estruturalista* contrasta com o relativo otimismo do enfoque anterior, apesar de se constituir numa abordagem menos pessimista quanto ao capital externo, se comparada com a escola da dependência.

⁴ Fernando Henrique Cardoso, citado em PADAYACHEE (1995)

Basicamente, seus analistas argumentam que um país em desenvolvimento pode até vir a ganhar com o investimento estrangeiro (ou com a entrada de capitais externos de modo geral), porém, no longo prazo, esses ganhos poderiam se dissipar, principalmente nos setores de alta tecnologia.

O *modelo de dois hiatos* foi desenvolvido por autores estruturalistas e, por esse fato, convém uma análise mais detalhada desse último enfoque a respeito do investimento estrangeiro e suas conseqüências para o crescimento econômico de uma nação em desenvolvimento.

1.1.3 A Abordagem Estruturalista dos Fluxos Internacionais de Capitais

Desenvolvida primordialmente nos anos 50 a partir dos estudos, entre outros, de Raul Prebisch, Ragnar Nurkse e Gunnar Myrdal, a escola estruturalista incorpora uma série de restrições em seus modelos de crescimento e, segundo CHENERY (1975), enfatiza a identificação de limitações específicas, hiatos e outras características estruturais das economias em desenvolvimento que afetam o equilíbrio econômico e a escolha de políticas de desenvolvimento.

Na época da publicação de seu estudo, CHENERY (1975) argumenta que a abordagem estruturalista havia tido um grande impacto no desenvolvimento de políticas tanto interna como externamente, em ambos os casos tentando identificar as conseqüências de vários tipos de desequilíbrios estruturais. Internamente, o foco era centrado no excesso de oferta de trabalho sobre a alocação de recursos e a distribuição de renda. Externamente,

a análise focava principalmente a natureza dos desequilíbrios estruturais do balanço de pagamentos e seus efeitos sobre a política comercial e o fluxo internacional de capitais.

Em relação aos fluxos internacionais de capitais, os neoclássicos tendem a sobrevalorizar seus benefícios, enquanto que os estruturalistas e a série de restrições que seus modelos impõem ao crescimento econômico das economias em desenvolvimento indicam que tais fluxos podem gerar tanto benefícios quanto custos consideráveis.

Evidência empírica apontada por PADAYACHEE (1995) indica cinco principais problemas criados pelo fluxo internacional de capitais nos países em desenvolvimento: (i) aumento do endividamento externo; (ii) as agências intergovernamentais (FMI e Banco Mundial) tendem a distorcer estratégias nacionais de desenvolvimento; (iii) durante a guerra fria, como forma de se manter boas condições aos capitais externos, o mundo assistiu a imposição de série de governos militares, notadamente na América Latina; (iv) a ajuda externa bilateral geralmente impõe que o país receptor adquira tecnologia e equipamentos do país originário do capital; e (v) o investimento estrangeiro tem sido canalizado principalmente para setores intensivos em capital, com poucas consequências para a geração de empregos.

Pelo lado positivo, há a necessidade de divisão dos fluxos de capitais de acordo com sua natureza. No que tange a ajuda externa, há três principais canais de contribuição: (i) na ajuda a desastres naturais como inundações, terremotos; (ii) ajuda a refugiados políticos nos países receptores; e (iii) ajuda a países por um período relativamente curto (5-10 anos).

Com relação ao investimento direto estrangeiro, argumentam existir inequívoca evidência de que tais fluxos auxiliam na alavancagem da taxa de crescimento econômico, pois trazem consigo inovações tecnológicas, novos processos gerenciais e

acesso ao mercado dos países industrializados a bens produzidos nos países em desenvolvimento.

Outro aspecto positivo é no auxílio ao fortalecimento do balanço de pagamentos do país. Ao permitir aumento da produtividade interna, a maior competitividade dos produtos nacionais fará com que o saldo comercial do país contribua para uma redução na dependência de recursos externos para o financiamento do saldo de transações correntes, uma vez que, de acordo com SIMONSEN & CYSNE (1995), uma clara evidência de países em desenvolvimento é o saldo deficitário em seus balanços de serviços.

Para CHENERY (1975), o conceito estruturalista de desenvolvimento, caracterizado principalmente através das restrições que são impostas aos países em desenvolvimento, motivou o desenvolvimento de um modelo de crescimento mais ligado à alocação interna de recursos do que os modelos neoclássicos, que minimizam essas restrições.

Nesse contexto, foi desenvolvido o modelo de dois hiatos, onde há claramente a separação entre restrições externas e internas ao crescimento econômico. Esse modelo será objeto de análise do próximo capítulo, no entanto, convém uma análise anterior de como o setor externo de um país, traduzido pelo comportamento de seu balanço de pagamentos, pode afetar o crescimento econômico.

1.2 A RESTRIÇÃO AO CRESCIMENTO PELO BALANÇO DE PAGAMENTOS

A problemática do ajuste do balanço de pagamentos de uma nação remonta ao século XVIII, com o trabalho pioneiro de David Hume, "*On the balance of trade*", de 1752. Sob a premissa da teoria quantitativa da moeda, Hume argumentava, através do mecanismo fluxo - espécie - preço, que alterações existentes no saldo do balanço de pagamentos corrigiam-se automaticamente a partir de variações adequadas nos preços internos.

Muitos outros enfoques surgiram desde então, sendo que, após a II Guerra Mundial, o mais aceito na literatura era o *Enfoque das Elasticidades*⁵. Segundo esse enfoque, a conta corrente correspondia à diferença entre os fluxos de renda e os gastos de um país. Através da análise dos fluxos dessas variáveis, o comportamento da conta corrente dependia das relações entre os preços relativos e os fluxos de comércio externo.

Os autores da corrente estruturalista, cujo maior expoente foi Raul Prebisch, argumentavam que os desequilíbrios da conta corrente dos países em desenvolvimento tinham causas estruturais, restringindo o crescimento desses. Para esses autores, o equilíbrio seria alcançado não através de ajustes na taxa de câmbio, mas sim através do processo de industrialização que privilegiasse a substituição das importações.

Em meados dos anos 70, muitos países passaram a apresentar grandes oscilações nos saldos de suas contas correntes em decorrência, sobretudo, das crises ocasionadas pelos dois choques do petróleo ocorridos no período. Esse fato gerou novos estudos sobre o comportamento e os determinantes do saldo da conta corrente, fazendo

⁵ Entre os diversos autores responsáveis por sua formulação, podemos citar ROBINSON (1937)

com que a ênfase deixasse de ser dada aos fluxos do comércio e passasse a incidir sobre as dimensões intertemporais da conta corrente.

O enfoque intertemporal da conta corrente será melhor explicada na seção a seguir, enfatizando o debate em torno do déficit em conta corrente. Nos últimos 25 anos, a literatura econômica promoveu diversas mudanças na importância de tal déficit, afirmando que sua existência ora era preocupante, ora irrelevante caso a situação fiscal do setor público estivesse equilibrada. Cada mudança no ponto de vista ocorreu após o advento de uma das diversas crises financeiras surgidas nesse período. Dessa constante mudança surgiu uma questão crucial: quais seriam os determinantes da vulnerabilidade externa das economias? Finalizando, serão analisadas as formas que um país dispõe para o ajuste em seu balanço de pagamentos.

1.2.1 O enfoque intertemporal da conta corrente

Segundo o enfoque intertemporal da conta corrente, ela corresponde à identidade contábil na qual seu saldo é determinado de acordo com a igualdade: *poupança* menos *investimento*. Uma vez que as decisões a respeito do montante a ser poupado seriam baseadas em fatores intertemporais (ciclo de vida, expectativa de retorno do investimento, por exemplo), para esse enfoque o saldo da conta corrente corresponde a um fenômeno intertemporal.

O principal responsável pela determinação do saldo da conta corrente no modelo corresponde ao desejo dos consumidores em suavizar seus níveis de consumo.

OBSTFELD & ROGOFF (1998) trazem uma completa revisão desse modelo de comportamento, resumindo a conta corrente em uma única equação.

Dessa forma, assumindo uma taxa de juros mundial constante, igualdade entre a taxa subjetiva de desconto do consumidor representativo (b) e a taxa de desconto mundial $[1/(1+r)]$ e a não existência de restrições a empréstimos, o déficit da conta corrente na data "t" (CAD_t) será:

$$CAD_t = (\bar{Y} - Y_t) - (\bar{I} - I_t) - (\bar{G} - G_t) \quad (1.1)$$

onde (Y_t) corresponde ao nível do produto, (I_t) à taxa de investimento e (G_t) ao montante dos gastos do governo no período "t", enquanto que ($\bar{Y}$), ($\bar{I}$) e ($\bar{G}$) correspondem aos valores dessas variáveis em seus níveis permanentes.

Segundo essa equação, déficits na conta corrente ocorrem quando o produto se encontra em um patamar abaixo de seu nível permanente, $(\bar{Y} - Y_t) > 0$. Resultado semelhante ocorrerá caso a taxa de investimento ou os gastos do governo estiverem acima de seus níveis permanentes.

Uma importante conclusão do enfoque é que, caso o país promova políticas de incentivo ao investimento doméstico, o saldo de sua conta corrente se deteriorará. Sobre as conseqüências de tais políticas, há duas correntes de pensamento: a "antiga" e a "nova" segundo classificação de EDWARDS (2001). De acordo com a primeira, o país poderia incorrer em déficits na conta corrente somente por um determinado período, pois nenhum déficit seria sustentável indefinidamente. Na "nova" corrente de pensamento, há uma clara distinção entre os déficits causados pelos setores público e privado, não havendo motivos de preocupação caso o déficit estivesse sendo provocado pelo setor privado com um

aumento no investimento ou queda na poupança. Essa corrente de pensamento levou o nome de *Doutrina Lawson*.

SACHS (1981) *apud* EDWARDS (2001) argumenta que o rápido aumento dos débitos externos dos países em desenvolvimento ao final dos anos 70 não constituíam um sinal de crescente preocupação, pois:

"if my analysis is correct, much of the growth in the LDC⁶ debt reflects increased investment and should not pose a problem of repayment. The major borrowers have accumulated debt in the context of rising or stable, but not falling, saving rates. This is particularly true for Brazil and Mexico"

Esse também era o ponto de vista de ROBISCHEK (1981) *apud* EDWARDS (2001), um influente diretor do FMI, ao comentar sobre a situação chilena em 1981 (época em que o déficit em conta corrente desse país superou 14% de seu PIB). Argumentando que, como a situação fiscal do governo estava sob controle e a taxa de poupança interna encontrava-se numa trajetória ascendente, não havia motivos para preocupações⁷.

Esse ponto de vista da *Doutrina de Lawson* foi duramente criticada após a crise da dívida em 1982, pois os principais países atingidos incorriam em grandes déficits na presença de crescente taxa de investimento e/ou equilíbrio fiscal. Os críticos da Doutrina argumentaram que déficits na conta corrente, via de regra, representam o prenúncio de que uma grave crise está a caminho mesmo na presença de alta e crescente taxa de poupança.

⁶ Less Development Countries

⁷ Nesse mesmo ano, após a publicação da análise de Robischek o Chile entrou numa profunda crise financeira que culminou numa maxidesvalorização cambial, grande insolvência do sistema bancário e uma queda de 14% do PIB.

A partir de então, tornou-se dominante no debate econômico a questão da sustentabilidade dos déficits na conta corrente. Não mais importava o montante do déficit, mas sim se o país, caso estivesse incorrendo em déficit, teria condições de sustentá-lo.

Durante os anos 80, os países em desenvolvimento, principalmente os latino-americanos, foram aliçados dos fluxos internacionais de capitais. Como consequência, a grande maioria implementou políticas de ajustamento em seus balanços de pagamentos de forma a apresentarem superávits em suas contas correntes. Dessa forma, apenas alguns deles incorreram em pequenos déficits.

Nos anos 90, os fluxos internacionais de capitais voltaram à América Latina, principalmente ao México, que voltava a incorrer em grandes déficits em sua conta corrente (uma média de 7% do valor de seu PIB no período 1992-94). Nesse mesmo período, a *Doutrina de Lawson*, ganhou força novamente nos debates econômicos⁸.

Tais déficits estavam sendo financiados em sua grande maioria por capitais de curto prazo, fazendo com que as autoridades intergovernamentais expressassem grande preocupação com a situação mexicana.

Em dezembro de 1994, a situação mexicana se tornou insustentável. A saída maciça de capitais não deixou alternativas aos formuladores de política a não ser a desvalorização monetária. Novamente, a *Doutrina Lawson* se mostrou falha. Apenas três anos depois, apesar de não apresentarem vultosos déficits em suas contas correntes, ataques especulativos e, novamente, saídas maciças de capitais externos culminaram na crise financeira do Sudeste Asiático em 1997. As crises que se seguiram posteriormente, de acordo com EDWARDS (2001), eram amplamente esperadas e trouxeram ao debate a questão da sustentabilidade dos déficits em conta corrente.

⁸ Analistas apontavam para a insustentabilidade de tais déficits, porém, as autoridades mexicanas contra-argumentavam que, como a situação fiscal estava sob controle, não haveria motivos para preocupações pois os déficits eram causados por decisões do setor privado. (EDWARDS, 2001, pp. 11-12)

1.2.2 A questão da vulnerabilidade externa

Segundo muitos autores, o percentual máximo de déficit que um país pode incorrer para que ele seja considerado sustentável é de 5% do PIB, porém esse percentual é um tanto quanto arbitrário, pois estudos feitos nas economias do sudeste asiático indicam que na grande maioria dos meses precedentes à crise, os países tiveram um déficit menor que essa meta. Dessa forma, cabe distinguir entre os tipos de capitais que entram no país para financiar tais déficits pois, dependendo da modalidade, certos tipos de capitais podem potencializar a vulnerabilidade externa de uma economia.

Vulnerabilidade externa, de acordo com GONÇALVES *et al* (1998) corresponde à uma baixa capacidade de resistência das economias nacionais diante de fatores desestabilizantes ou choques externos. Segundo esses autores, a vulnerabilidade é tão maior quanto menores forem as opções de política que as autoridades governamentais do país dispõem para enfrentá-la e/ou quanto maiores forem os custos do processo de ajuste.

Os capitais de curto prazo potencializam a vulnerabilidade externa de economias com dificuldades crônicas ou estruturais em seus balanços de pagamentos. Até mesmo alguns tipos de capital de longo prazo, como os investimentos em portfólios, podem ser liquidados em prazo relativamente curto e serem enviados para fora do país. Dessa forma, uma extraordinária quantidade de recursos pode ser transferida para o exterior e esse não dispor de reservas internacionais suficientes para conter tal movimento.

Mudanças abruptas dos fluxos internacionais de capitais podem impactar as economias nacionais em três frentes: nos sistemas monetário e financeiro, no lado real da economia e no processo de ajuste do Balanço de Pagamentos.

Nos sistemas monetário e financeiro, o impacto inicial dos movimentos abruptos dos fluxos de capitais se dá no mercado cambial, com reflexos na taxa de juros e estoque de moeda. Numa situação de vultosas entradas de capitais, a apreciação cambial resultará no encarecimento das exportações e barateamento das importações. A instabilidade no sistema monetário advém da política de esterilização da autoridade monetária: no caso de grandes entradas de capital externo, há a necessidade de aumento da taxa de juros como forma de se evitar uma espiral inflacionária, ao mesmo tempo em que diminui a liquidez do mercado, outrora aumentada pela entrada de capitais. Com grande volatilidade dos fluxos de capitais, a taxa de juros acompanharia tais movimentos.

No lado real da economia, a volatilidade da taxa de juros, assim como da taxa de câmbio, contribui negativamente para a implementação de novos investimentos, uma vez que o horizonte de previsão se torna mais sujeito a riscos e incertezas. Ademais, a volatilidade no investimento internacional ocasiona alterações no comércio exterior do país via mudanças no câmbio no mesmo processo de abundância na entrada de capitais descrito acima.

Por fim, o processo de ajuste do Balanço de Pagamentos consiste, basicamente, do gerenciamento das reservas internacionais. Caso a saída de capitais seja muito grande de forma que leve a um esgotamento das reservas internacionais, as autoridades governamentais são obrigadas a implementar políticas contracionistas visando a redução e redirecionamento do nível de gastos da economia, reduzindo as importações e canalizando o excesso de produção doméstica para o mercado externo, incrementando as exportações. Esse mecanismo será melhor detalhado na seção seguinte, onde será tratada com maior profundidade os processos de ajustamento do balanço de pagamentos.

1.2.3 O processo de ajuste do balanço de pagamentos

Há duas formas de se lidar com problemas de déficits no balanço de pagamentos: aguardar o ajuste natural pelo mercado ou implementar políticas com o propósito de combater estruturalmente o desequilíbrio.

Na primeira opção, o desnível entre uma taxa de investimento superior à poupança doméstica - refletido num déficit em conta corrente do balanço de pagamentos - será corrigido por um excesso de investimento estrangeiro. A segunda opção corresponde à uma série de medidas que os formuladores de políticas dispõem para corrigir estruturalmente tais distorções, pois mesmo que haja financiamento externo disponível, ele pode se mostrar insuficiente para o período e a magnitude do ajuste no balanço de pagamentos. Dessa forma, como os déficits em conta corrente também podem ser encarados como um excesso de demanda agregada interna sobre a oferta agregada, o ajuste envolveria a redução da primeira e/ou aumento na segunda.

O financiamento de déficits no balanço de pagamentos pode ocorrer via redução das reservas internacionais do país ou via entrada líquidas de capitais externos, tanto empréstimos ou investimentos. Há países que podem financiar seus déficits em conta corrente por um certo período⁹, porém, até mesmo para esses, chegará um momento em que o ajuste deverá ser implementado ou porque as reservas internacionais são insuficientes para a cobertura dos déficits ou porque a entrada de capitais externo, outrora volumosa, torna-se escassa.

⁹ MILESI-FERRETTI & RAZIN (1996) para alguns países latino americanos e asiáticos; CARNEIRO (1997) para o Brasil e EDWARDS (2001) para alguns países em desenvolvimento apresentam modelos de sustentabilidade dos déficits em conta corrente.

Caso a opção pelo financiamento do déficit se dê através de empréstimos, os governos poderão escolher a forma de ajustamento - no curto ou longo prazo - de acordo com uma distribuição intertemporal determinada pela capacidade de se conseguir financiamento, mas somente haverá a possibilidade de empréstimos externos enquanto os países gozarem da confiança externa de que os programas para a redução dos déficits sejam consistentes. No momento em que essa confiança se abale, haverá necessidade dos governos se adequarem aos novos parâmetros que o mercado julgar mais apropriados sob pena do país ter seu acesso ao financiamento externo restringido. De acordo com BIRD (1997), esses novos parâmetros, via de regra, constituem em uma aceleração intertemporal do programa de ajuste.

Ao mesmo tempo em que o financiamento externo possibilita que o processo de ajustamento possa ser dilatado, ele aumenta os custos desse processo uma vez que são cobrados juros sobre os empréstimos. Enquanto que um processo rápido de ajustamento requer sacrifícios do consumo num período próximo, o financiamento requer sacrifícios posteriores do consumo, com o montante desse sacrifício sendo positivamente relacionado com a taxa de juros.

O financiamento via entrada de capitais externos para investimento tem a vantagem de se constituir numa forma de postergar o ajuste sem que haja uma contrapartida posterior, porém, como visto anteriormente, dependendo da modalidade de capitais que entre no país, ele pode se tornar extremamente vulnerável à saída maciça de recursos num curto espaço de tempo.

Havendo a possibilidade, as autoridades governamentais dos países em dificuldades optarão por retardar o máximo possível o ajuste dos déficits em virtude dos "custos políticos", isto é, um ajuste no curto prazo é mais danoso politicamente por se tratar de um processo mais intenso, do que um ajuste futuro, com seus custos mais diluídos

no tempo. Porém, para os países em desenvolvimento, é mais comum que o financiamento não ocorra por um longo período e, portanto, eles são forçados a um ajuste mais rápido do que os formuladores de política desses países desejariam.

Casos os formuladores de políticas optem por postergar indefinidamente o ajuste do balanço de pagamentos, CAVALCANTI & FRISCHTAK (2001) informam que tal desequilíbrio poderia refletir na taxa de crescimento do país, sendo que a transmissão se daria por duas vias: preço e expectativas.

Na primeira, um incremento do déficit acarretaria uma pressão altista na taxa de câmbio e na inflação. Para conter tais pressões, a autoridade monetária agiria através de um aumento da taxa de juros e contenção da liquidez monetária. Na segunda, um aumento do déficit em conta corrente e a elevação das necessidades de financiamento, se refletiriam numa relação dívida/PIB mais elevada. A percepção de crescente vulnerabilidade do país a choques externos pressionaria o câmbio, levando a autoridade monetária a, novamente, promover uma política monetária restritiva e aumento na taxa de juros.

Na impossibilidade de financiamento ou entrada insuficiente de investimento estrangeiro, o ajustamento deve ser implementado o mais rápido possível, fazendo-se uso de políticas macroeconômicas que afetem a demanda ou a oferta agregada.

Numa economia próxima da plena capacidade produtiva - apresentando, portanto, uma oferta agregada fixa no curto prazo - o ajuste de curto prazo necessariamente deve ser implementado via redução do consumo, investimento e/ou despesas do governo.

Entretanto, um dos determinantes da oferta agregada de longo prazo é, justamente, a demanda agregada de curto prazo. Uma depressão nessa última levará a uma

redução na primeira, transferindo o problema do ajuste também para o longo prazo e assim indefinidamente, criando-se um círculo vicioso de recessão ou estagnação¹⁰.

Havendo a possibilidade de implementar um ajuste estrutural de longo prazo com entrada líquida de recursos (investimento ou empréstimos), não apenas a redução da demanda agregada pode ser diluída por um maior período e ocorrer numa menor magnitude como pode ser implementado um processo de aumento na oferta agregada¹¹. Essa opção combina ajuste do balanço de pagamentos com crescimento econômico e, ao invés do círculo vicioso da alternativa anterior, pode ser criado um círculo virtuoso com redução da necessidade futura de recursos externos e crescimento econômico.

BIRD (1997) argumenta haver um *trade off* entre o financiamento externo e o processo de ajustamento. A existência de financiamento externo é visto normalmente como forma de os países em dificuldades em seus balanços de pagamento "escaparem" do processo de ajustamento, bem como a ausência desse torna indispensável o ajuste. No entanto, o verdadeiro *trade off* ocorre entre o financiamento externo e a *velocidade* do ajustamento, com a velocidade sendo inversamente proporcional à disponibilidade de financiamento.

Uma vez que o financiamento externo pode ser visto como substituto da redução na demanda agregada no curto prazo, ele também pode ser visto como complemento de um ajuste estrutural de longo prazo da oferta e da demanda agregada. Dessa forma, argumentando-se que o ajuste de longo prazo baseado na oferta agregada,

¹⁰ O mesmo resultado pode ser alcançado raciocinando-se em termos do desequilíbrio entre poupança e investimento: uma vez que é relativamente mais retardado o estímulo a um aumento na taxa de poupança, o ajuste deve ser implementado via redução do investimento, que por sua vez compromete o crescimento da renda, afetando a taxa futura de poupança.

¹¹ Ou, alternativamente, pode ser implementado um programa de incentivo à poupança ao invés de redução no nível de investimento.

entre outros benefícios, protege o crescimento econômico, pode-se afirmar que o financiamento externo contribui positivamente para o processo de ajuste.

Entretanto, nesse caso do ajuste via reestruturação da oferta cabe uma pergunta fundamental: o mercado financeiro mundial é capaz de ofertar o total de recursos adequados ao completo ajuste de longo prazo baseado na oferta agregada?

Um outro círculo vicioso pode se formar caso o financiamento externo seja insuficiente para o completo ajuste estrutural da economia, ocasionando menos crédito privado para futuras tentativas de ajuste e um custoso processo de ajuste via demanda.

Tomando-se uma visão de longo prazo, processos bem sucedidos de ajustamento estrutural da oferta necessitarão de menos recursos do que ajustes via redução da demanda que permanentemente falham devido a inconsistências técnicas ou políticas, o que provoca outra questão: os mercados financeiros têm a visão de longo prazo necessária para o completo ajuste?

Se os financiadores privados têm uma visão de curto prazo, não é difícil supor que dificuldades transitórias no balanço de pagamentos terão maior influência do que os fundamentos macroeconômicos relacionados ao ajuste estrutural de longo prazo. Nesse caso, uma redução na oferta de financiamento poderá acarretar alterações na política de ajuste, passando do ajuste de longo prazo baseado na oferta agregada para aquele baseado na redução da demanda agregada no curto prazo. Na hipótese de fracasso no processo de ajuste após essa mudança, as expectativas dos financiadores estarão concretizadas e o país cai no círculo vicioso descrito acima, dificilmente conseguindo novos financiamentos privados.

As agências intergovernamentais - como o FMI e o Banco Mundial - têm papel fundamental na mudança de visão dos financiadores internacionais. Tomando como base o papel desempenhado pelo Fundo Monetário Internacional, ele pode atuar da

seguinte maneira, objetivando corrigir as distorções do mercado: (i) procurando assegurar ao mercado as melhores informações possíveis, colocando-o a par dos fundamentos macroeconômicos dos países tomadores de financiamentos; (ii) assegurando que os governos realmente implementem os programas de ajuste necessários, aumentando a confiança do mercado de que tais programas estão sendo seguidos; e (iii) providenciando fundos necessários para o financiamento completo da reestruturação de longo prazo caso haja necessidade de complementação do financiamento privado.

Finalizando, convém uma análise mais profunda desse último ponto. Através dele, o FMI pode implementar programas condicionados de empréstimos aos países em dificuldades mediante o comprometimento desses na obtenção de um conjunto de metas. Esse processo é visto normalmente pelos tomadores de empréstimos como a perda de sua soberania nacional sobre questões macroeconômicas internas. Porém, a questão central não é a exigência do FMI de que seja feito um ajuste e sim de que, sem sua interferência, o processo de ajuste necessário poderia vir a ser num curto espaço de tempo, com enormes custos sociais e políticos.

No capítulo seguinte, será formalizado e analisado com maior profundidade o *modelo de dois hiatos*, desenvolvido inicialmente em CHENERY & BRUNO (1962), integrantes da escola de pensamento estruturalista. A formalização apresentada estará de acordo com BACHA (1982), fornecendo subsídios para a aplicação do modelo ao caso brasileiro recente.

CAPÍTULO 2

O MODELO DE DOIS HIATOS

As primeiras discussões sobre a necessidade de ajuda externa para o crescimento econômico ocorreram nos anos 40 e 50, com a experiência de reconstrução europeia após a II Guerra Mundial.

Ao final dos anos 40, a percepção da existência de restrições ao crescimento econômico de uma nação tornou-se bastante difundida entre os economistas europeus e latino-americanos. Enquanto que para os primeiros, tal restrição se mostrou como uma escassez de dólares, para os últimos, ela ocorria como o, assim denominado, "estrangulamento externo" no processo de desenvolvimento. (BACHA, 1982)

Em 1962, Hollis Chenery e Michael Bruno formalizaram um modelo de crescimento baseado na análise de alternativas de desenvolvimento para o governo israelense. Até então, os modelos de crescimento focavam apenas na possibilidade de substituição entre capital e trabalho. Esse modelo adicionou questões como a mudança na estrutura da demanda, o papel do comércio exterior e a alocação de recursos.

Modelos dinâmicos de crescimento com a presença de fluxos internacionais de capitais podem ser divididos em dois grupos, de acordo com EATON (1989). No primeiro, são incorporadas suposições *ad hoc* sobre o comportamento das principais variáveis do modelo, mais especificamente, da taxa de poupança, geralmente descrita como uma função linear da riqueza, enquanto que no segundo grupo, a taxa de poupança é derivada à partir da maximização da função utilidade intertemporal e determinada após a definição do caminho ótimo de consumo em diferentes períodos.

Nesse primeiro grupo, a análise segue duas subdivisões, uma acompanhando a tradição dos modelos de crescimento do tipo Harrod-Domar, impondo uma razão capital-produto constante e outra, a tradição do modelo de crescimento de Solow, incorporando algumas hipóteses neoclássicas sobre tecnologia e produtividade marginal como determinante das remunerações dos fatores de produção. No segundo grupo, podemos citar os modelos da dinastia representativa de Ramsey-Cass-Koopman e o de gerações sobrepostas.

O modelo de Chenery e Bruno encontra-se inserido nessa primeira subdivisão do primeiro grupo, uma vez que é constituído, basicamente, de um modelo de crescimento do tipo Harrod-Domar, com a especificidade de ser formalizado e aplicado em uma economia aberta. O ponto de partida do modelo é o reconhecimento de que para haver crescimento econômico, é necessário a existência de investimento e esse, por sua vez, requer poupança, interna ou externa. Uma primeira restrição, a *restrição interna*, surge se a poupança doméstica é insuficiente para o nível de investimento necessário de uma determinada taxa de crescimento. A segunda restrição, a *restrição externa*, é provocada caso a economia não possua a capacidade de gerar divisas estrangeiras necessárias para a importação de determinados bens essenciais ao crescimento.

Esse modelo foi batizado pela literatura econômica de *Modelo de Crescimento de Dois Hiatos* em função das duas restrições ao crescimento econômico listadas acima - que também são denominadas de *hiato da poupança* e *hiato de divisas*, respectivamente. Após a apresentação do artigo de CHENERY & BRUNO (1962), muitos outros autores contribuíram para o desenvolvimento e aperfeiçoamento do modelo¹².

O objetivo do presente capítulo consiste na apresentação e formalização do modelo de crescimento econômico de dois hiatos e, com este intuito, na primeira seção será exposta uma revisão crítica da literatura acerca do modelo, inserindo-o no contexto dos demais modelos de crescimentos tradicionais. Finalizando, na seção seguinte, o modelo será formalizado com maior profundidade, tendo como base os desenvolvimentos de BACHA (1982).

2.1 PERSPECTIVA HISTÓRICA

Desenvolvido no início dos anos 60 por Hollis Chenery e Michael Bruno, o *modelo de crescimento de dois hiatos* contrapõe o ponto de vista clássico de que os fluxos internacionais de capitais têm como função única o complemento da poupança doméstica ao de que, nos países em desenvolvimento, há muitos bens de importância estratégica ao crescimento industrial eficiente que não podem ser produzidos internamente, pelo fato do

¹² van WIJNBERGEN (1986) afirma que o modelo de dois hiatos constituía-se num dos modelos mais aplicados empiricamente da literatura até então. De fato, juntamente com os estudos de CHENERY & BRUNO (1962), McKINNON (1964), CHENERY & STROUT (1966) e MacDOUGALL (1972), trazem referências a mais de 15 estudos baseados no modelo de dois hiatos, aplicados em países como Argentina, Austrália, Paquistão, Grécia, Taiwan e Turquia, entre outros.

país se encontrar nos estágios iniciais do desenvolvimento, ou após uma guerra, por exemplo.

Desse modo, McKINNON (1964), argumenta que a ajuda externa poderia ter um impacto favorável na taxa de crescimento de um país em desenvolvimento quando esse se deparasse com um estrangulamento externo, mesmo que o fluxo correspondesse à uma pequena parcela da poupança doméstica.

Como “ajuda externa”, EATON (1989) classifica não apenas os fluxos monetários privados como investimento estrangeiro direto ou empréstimos bancários. A ajuda externa pode tomar a forma de um empréstimo oficial, transferência de produtos ou tecnologia. Também pode corresponder à parceria em algumas atividades entre dois países ou ao cancelamento do pagamento de dívidas contraídas anteriormente.

Até a formalização do modelo de dois hiatos, os modelos de crescimento focavam apenas nas possibilidades de substituição entre capital e trabalho e nas relações entre poupança e investimento. CHENERY & BRUNO (1962) argumenta que, ao excluïrem questões de suma importância aos formuladores de política como, por exemplo, a mudança na estrutura da demanda, o papel do comércio exterior e a alocação de recursos, tais modelos tornam falha a teoria do crescimento pois, citando TINBERGEN (1956), um modelo de crescimento deve conter variáveis que reflitam os objetivos econômicos da sociedade e os principais instrumentos disponíveis aos governos para alcançá-los e as limitações decorrentes, além de formalizar as relações estruturais entre tais variáveis.

Assim sendo, o grau de complexidade de um modelo de crescimento aplicado a um país em desenvolvimento é definido pelos *objetivos* a serem alcançados (a renda máxima possível e o pleno emprego) que podem ser obtidos através de *instrumentos* tais como a importação de capital, a política tarifária, a política comercial e a alocação de

investimentos; sendo que tais instrumentos têm como *limitações* a composição da demanda, o balanço de pagamentos e a oferta de capital e trabalho.

Paralelamente ao surgimento e desenvolvimento do modelo de dois hiatos, Kaldor sugeriu existir um forte indício de que o crescimento econômico pode ser limitado pelo balanço de pagamentos ao analisar conjuntamente as baixas taxas de crescimento do PIB inglês e a queda em suas exportações nos primeiros 30 anos do século passado¹³. A perda de competitividade inglesa traduzida por perdas de mercados externos para seus produtos, segundo o autor, provocou reflexos na produção interna, pois uma taxa superior de crescimento da produção seria incompatível com a manutenção do equilíbrio no balanço de pagamentos por um grande período¹⁴.

No momento do desenvolvimento dos primeiros estudos baseados no modelo de dois hiatos, os EUA implementavam o Plano Marshall na tentativa de reconstruir a Europa arrasada pela II Guerra Mundial e os países em desenvolvimento, em sua grande maioria correspondiam à economias agroexportadoras de uma ou, no máximo duas ou três *commodities*, vivenciando graves restrições na obtenção de divisas externas a partir de suas exportações para fazer frente às tentativas de importação dos bens de capitais necessários à industrialização.

Em decorrência do processo de liberalização comercial e financeira observada entre os países industriais gerando o crescimento das exportações de produtos primários dos países em desenvolvimento e redução nas taxas de juros mundiais, os modelos de crescimento baseados no modelo de dois hiatos caíram em descrédito ao final dos anos 60. BACHA (1982) justifica tal desuso através do argumento de que, com o mercado mundial em crescimento, o aumento dos preços relativos das *commodities* e as

¹³ Inaugural Lecture at Cambridge University, Nov/1966

¹⁴ Esse ponto foi retomado mais tarde por THIRLWALL (1979), cujo modelo é formalizado no Apêndice 2.

baixas taxas de juros, o "pessimismo das elasticidades"¹⁵, subjacente ao modelo, parecia ultrapassado, estimulando as políticas de industrialização voltadas para o exterior.

Outro argumento justificando a falta de interesse da literatura econômica no desenvolvimento do modelo durante os anos 70 provém de CHENERY & SRINIVASAN (1989). Segundo os autores, a limitação do crescimento dos países em desenvolvimento nesse período parecia ser provocada muito mais por políticas cambiais e de comércio exterior inadequadas do que as duas restrições impostas pelo modelo de dois hiatos.

Todavia, a elevação das taxas de juros internacionais concomitante à redução da disponibilidade de capitais internacionais no início dos 80, juntamente com os ajustes estruturais empreendidos pelos países em desenvolvimento após a Crise da Dívida de 1982, contribuíram para a redescoberta do modelo pela literatura econômica, justificando, entre outros, os estudos de BACHA (1982) e FRITSCH & MODIANO (1988)¹⁶, com o primeiro correspondendo à base da próxima seção do capítulo.

2.2 FORMALIZAÇÃO DO MODELO

Para CHENERY & STROUT (1966), um país em desenvolvimento que objetive transformar sua economia sem a ajuda do investimento externo direto, deve fazê-lo ou com recursos próprios ou gerando receitas através de suas exportações para o pagamento das importações necessárias. No entanto, conforme WILLIANSO (1989) nos

¹⁵ O "pessimismo das elasticidades" é derivado das estimações empíricas das elasticidades durante os anos 50 e 60, onde tais elasticidades se mostraram muito baixas, ou seja, mesmo vultosas desvalorizações causariam pequenas mudanças no saldo da balança comercial.

¹⁶ Outros estudos desenvolvidos nessa época: BACHA (1981), SELOWSKY & van der TAK (1986), van WIJNBURGEN (1986), BLISS (1989), EATON (1989), CARDOSO & DORNBUSCH (1989).

recorda, nos países em desenvolvimento o crescimento é geralmente limitado não pela falta de estímulos, mas sim pela falta de recursos.

A abertura comercial pode influenciar a taxa de investimento em duas frentes: a possibilidade de complementar a poupança interna com recursos externos¹⁷ e a possibilidade de, a partir do aumento dos recursos disponíveis, importar parte dos bens necessários para o crescimento. A inter-relação entre essas duas frentes é descrita pelo *modelo de dois hiatos*. Antes de sua formalização, a título de comparação, faz-se necessário uma análise mais profunda de outro modelo de crescimento, o de Harrod-Domar, modelo no qual a limitação ao crescimento econômico se encontra na estrutura da relação capital-trabalho.

2.2.1 O modelo de crescimento Harrod-Domar

O chamado modelo de crescimento Harrod-Domar consiste numa adaptação das contribuições de HARROD (1939) e DOMAR (1946) à teoria do crescimento e cuja formalização se dá em uma economia fechada. Embora constituam-se em estudos separados, o modelo recebeu essa denominação devido à similaridade entre os resultados obtidos na abordagem dos determinantes das taxas de crescimento.

Baseando-se na teoria do ciclos econômicos, tem como hipóteses fundamentais: (i) o crescimento do produto depende da variação do estoque de capital (K)

¹⁷ Conforme análise do capítulo anterior.

e da força de trabalho (L), apresentando uma função de produção de coeficientes fixos do tipo $Y = \min\{K, L\}$; (ii) a demanda de estoque de capital pode ser expressa como $K = kY$, onde (k) corresponde à relação (constante) capital-produto, também denominada de taxa incremental da relação capital-produto; e (iii) a poupança agregada é definida *ad hoc* como uma proporção (s) da renda, podendo ser expressa como $S = sY$.

A partir dessas hipóteses, o desenvolvimento do modelo pode ser observado em JONES (1979), chegando-se a três taxas de crescimento para o produto, a taxa efetiva (g^e), sendo ($\dot{Y}$) a variação da renda ao longo de pequenos períodos¹⁸:

$$g^e = \frac{\dot{Y}}{Y} \quad (2.1)$$

A taxa garantida (g^w), correspondendo à relação entre a propensão marginal a poupar (s) e a relação incremental entre capital e trabalho (k):

$$g^w = \frac{s}{k} \quad (2.2)$$

E a taxa natural (g^n), com (n) correspondendo à taxa (constante) de crescimento da população e (m) à taxa de crescimento da força de trabalho efetivamente empregada:

$$g^n = n + m \quad (2.3)$$

¹⁸ $\dot{Y} = \Delta Y = dY / dt$

A conclusão do modelo é que os ciclos econômicos ocorreriam quando essas três taxas diferissem uma da outra. O crescimento sustentado se daria caso a taxa efetiva (g^e) e a natural (g^n) de crescimento se igualassem à taxa garantida (g^w), gerando a *equação fundamental* do modelo Harrod-Domar:

$$\frac{\dot{Y}}{Y} = \frac{s}{k} \quad (2.4)$$

ou seja, quando a economia está em equilíbrio - com o produto efetivo correspondendo ao produto potencial -, a taxa de crescimento percentual do produto corresponde à razão entre a propensão marginal a poupar e a relação incremental capital-trabalho.

2.2.2 O modelo de dois hiatos¹⁹

Como visto acima, HARROD (1939) estabeleceu a idéia de que há limites ao crescimento. CHENERY & BRUNO (1962) argumentam que, apesar desse estudo se preocupar basicamente com os ciclos econômicos determinados pelas diferenças entre as ofertas de capital e trabalho, a relação entre essas duas variáveis pode ser interpretada como um modelo simples de alternativas de desenvolvimento com a limitação sendo imposta, justamente, pela relação capital-trabalho.

Há, no entanto, uma segunda limitação ao crescimento, negligenciada pelo modelo de Harrod-Domar: o balanço de pagamentos. Como um problema de política, a

¹⁹ Essa seção apresenta o modelo desenvolvido por BACHA (1982).

limitação dada pelo balanço de pagamentos é similar à relação poupança-investimento. Geralmente, um incremento na taxa de crescimento resulta na necessidade de mudança na utilização da renda de forma a canalizar um montante maior de recursos para a poupança, aumentando, dessa forma, a propensão marginal a poupar. Paralelamente, há a necessidade de uma mudança na estrutura da produção de forma a diminuir a necessidade de importações.

O modelo de dois hiatos incorpora essas duas limitações, partindo do pressuposto de que para que haja investimento, é necessário a existência de poupança, *interna* ou *externa*, e da condição de equilíbrio keynesiana entre poupança e investimento numa economia aberta determinando o nível da produção doméstica:

$$S = I + X - M \quad (2.5)$$

onde (S) é a poupança doméstica; (I), o nível de investimento; (X) o total de exportações; e (M) o total de importações.

Nessa economia, o balanço de pagamentos (B) é constituído pelo somatório entre o saldo de transações correntes ($X-M$)²⁰ e as transferências de capital estrangeiro (F):

$$B = X - M + F \quad (2.6)$$

O saldo total de importações (M) é decomposto em importações competitivas (M_c) e não competitivas (M_n), sendo essas últimas divididas entre importações de bens intermediários (M_j) e bens de capital (M_k):

$$M = M_c + M_n \quad (2.7)$$

$$M_n = M_j + M_k \quad (2.8)$$

²⁰ Nesse modelo, o saldo de transações correntes corresponde ao saldo da balança comercial.

Definindo (E) como sendo o total de exportações líquidas, essa variável corresponde à diferença entre exportações (X) e importações competitivas (M_c):

$$E = X - M_c \quad (2.9)$$

A poupança (S) é definida como sendo uma fração da renda (sY):

$$S = sY \quad (2.10)$$

A função de produção é do tipo de coeficientes fixos, supondo-se uma oferta de trabalho totalmente elástica. O produto potencial (Y^*) é definido como sendo uma fração (a) do estoque de capital (K):

$$Y^* = aK \quad (2.11)$$

Os coeficientes de importação de bens intermediários (m_j) e de bens de capital (m_k) são definidos como frações do produto (Y) e investimento (I):

$$M_j = m_j Y \quad (2.12)$$

$$M_k = m_k I \quad (2.13)$$

Define-se (u) como sendo o grau de utilização da capacidade instalada ($0 < u < 1$):

$$u = Y / Y^* \quad (2.14)$$

Redefinindo as seguintes relações, elas correspondem à razão entre as respectivas variáveis e o produto potencial:

$$e = E / Y^* \quad (2.15)$$

$$f = F / Y^* \quad (2.16)$$

$$b = B / Y^* \quad (2.17)$$

É definido (g) como sendo a taxa de crescimento do estoque de capital (e, por consequência do produto potencial), onde a taxa de depreciação do capital, por hipótese, é zero:

$$g = I / K \quad (2.18)$$

Agora, as equações (2.5) e (2.6), tendo em conta as relações (2.7) a (2.9), são redefinidas como sendo proporções do estoque de capital (K). Após algumas operações matemáticas (como multiplicações e divisões pela mesma variável) chega-se a:

$$\left(\frac{S}{Y}\right)\left(\frac{Y}{Y^*}\right)\left(\frac{Y^*}{K}\right) = \left(\frac{I}{K}\right) + \left(\frac{E}{Y^*}\right)\left(\frac{Y^*}{K}\right) - \left(\frac{M_j}{Y}\right)\left(\frac{Y}{Y^*}\right)\left(\frac{Y^*}{K}\right) - \left(\frac{M_k}{I}\right)\left(\frac{I}{K}\right) \quad (2.19)$$

$$\left(\frac{B}{Y^*}\right)\left(\frac{Y^*}{K}\right) = \left(\frac{E}{Y^*}\right)\left(\frac{Y^*}{K}\right) - \left(\frac{M_j}{Y}\right)\left(\frac{Y^*}{K}\right) - \left(\frac{M_k}{Y}\right)\left(\frac{I}{K}\right) + \left(\frac{F}{Y^*}\right)\left(\frac{Y^*}{K}\right) \quad (2.20)$$

Introduzindo as relações e definições (2.10) a (2.18) em (2.19) e (2.20), chega-se às seguintes equações após algumas simplificações:

$$u = \left(\frac{1 - m_k}{a(s + m_j)}\right)g + \left(\frac{1}{s + m_j}\right)e \quad (2.21)$$

$$b = e - m_j u - \left(\frac{m_k}{a}\right)g + f \quad (2.22)$$

A equação (2.21) corresponde ao multiplicador keynesiano em uma economia aberta, definindo o grau de utilização da capacidade produtiva como dependendo positivamente da taxa de crescimento do estoque de capital - e, por consequência, do produto potencial, (g) - e o coeficiente das exportações em relação ao produto potencial (e).

A equação (2.22) corresponde à visão estruturalista do balanço de pagamentos, já que (e) e (f) são tomados como dados. Segundo essa corrente, há um elo negativo entre o balanço de pagamentos e a taxa de crescimento do produto potencial, ou seja, uma melhora no balanço de pagamento só é obtida ao se reduzir o nível de atividade (u) ou a taxa de crescimento do produto potencial (g).

Essa relação pode ser melhor visualizada na equação abaixo, ao substituir o nível de atividade definido em (2.21) na equação (2.22):

$$b = \left(\frac{s}{s + m_j} \right) e - \left(\frac{(m_j + m_k s)}{a(s + m_j)} \right) g + f \quad (2.23)$$

Confirmando o elo negativo entre crescimento do produto potencial (g) e o balanço de pagamentos (b), enfatizado pelos estruturalistas, e a relação positiva entre esse último, a taxa de crescimento das exportações líquidas (e) e a entrada líquida de recursos externos (f) como proporções do produto potencial.

Agora, são derivadas as equações para os equilíbrios interno e externo. Para o primeiro, a economia deve estar em seu nível potencial, ou seja, $u=1$; enquanto que para o segundo, não deverá existir mudanças no nível de reservas internacionais, ou seja, $b=0$. Solucionando as equações (2.22) e (2.23) para essas condições de equilíbrio temos:

Para $u=1$:

$$g_u = \left(\frac{a}{1-m_k} \right) (m_j + s) - \left(\frac{a}{(1-m_k)} \right) e \quad (2.24)$$

Para $b=0$:

$$g_b = \left(\frac{as}{m_k s + m_j} \right) e + \left(\frac{a(m_j + s)}{(m_k s + m_j)} \right) f \quad (2.25)$$

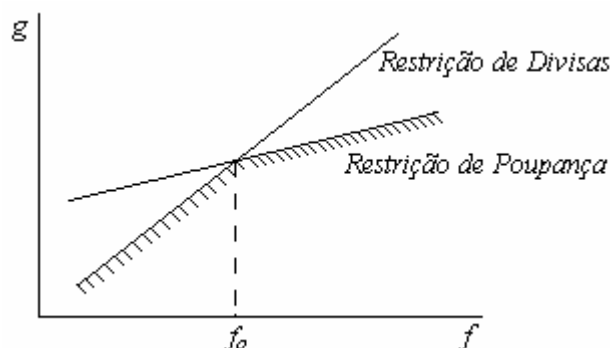
A taxa de crescimento do produto (g) deve satisfazer simultaneamente as restrições (2.24) e (2.25). Dessa forma, supondo que o produto seja maximizado, tem-se:

$$g = \min \{g_u, g_b\} \quad (2.26)$$

Diz-se que o crescimento econômico é limitado pelas divisas (hiato externo) se $g_b < g_u$ ou pela poupança interna (hiato interno) se $g_u < g_b$, sendo que o crescimento sustentado, também denominado de "fechamento do hiato entre os hiatos", ocorre quando as duas taxas se igualam, ou seja, $g_b = g_u$.

Tais restrições ao crescimento podem ser melhor visualizadas em um gráfico popularizado por McKINNON (1964), relacionando as diversas taxas de crescimento (g) e transferência de recursos externos (f), cuja reprodução se dá no GRÁFICO 2.1.

GRÁFICO 2.1
EFEITOS DAS TRANSFERÊNCIAS DE RECURSOS EXTERNOS
SOBRE A TAXA DE CRESCIMENTO



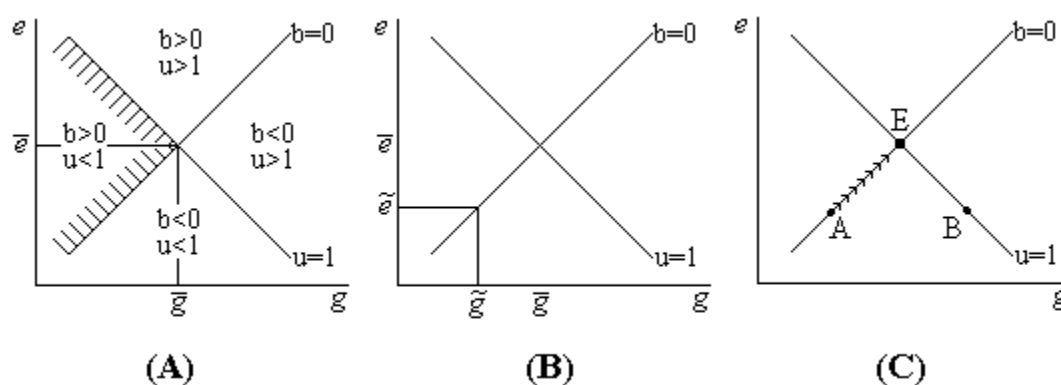
Fonte: BACHA (1982)

Tomando-se as duas restrições (2.24) e (2.25) em conjunto, o crescimento econômico fica limitado à área hachurada do gráfico, abaixo das duas curvas. A principal conclusão visualizada é a de que até uma determinada transferência de recursos (f_0), a entrada de recursos será de importância estratégica ao desfazer o ponto de estrangulamento provocado pela escassez de divisas. Uma vez que essa entrada líquida supere esse valor crítico, ainda será possível o incremento na taxa de crescimento da economia, porém ela será menos eficaz, uma vez que esses recursos terão de financiar a totalidade dos investimentos e não apenas os que não podem ser produzidos no próprio país, pois a manutenção dessa taxa de crescimento requer um maior nível de investimento, um nível superior à taxa interna de poupança.

Na literatura econômica, há três visões alternativas para a obtenção do crescimento econômico sustentado, sendo diferenciadas de acordo com o tratamento dispensado ao comportamento das exportações líquidas e cuja interpretação e comparação pode melhor ser visualizada no GRÁFICO 2.2.

GRÁFICO 2.2

VISÕES ALTERNATIVAS DO EQUILÍBRIO COM CRESCIMENTO SUSTENTADO



Fonte: BACHA (1982)

Na *visão de programação*, são tratadas como um instrumento de política do governo, com o problema sendo limitado à escolha do coeficiente das exportações que maximiza g sujeito a $u \leq 1$ e $b \geq 0$, dessa forma, o conjunto factível se encontra na área hachurada do GRÁFICO 2.2A. Nesse caso, $\bar{e}$ constitui-se no coeficiente de exportações líquidas que maximiza a taxa de crescimento potencial em $\bar{g}$.

Na *visão estruturalista*, as exportações líquidas são determinadas como estando rigidamente limitadas por cima, isto é, há um excesso de oferta nos mercados mundiais de mercadorias e os vendedores não podem vender tanto quanto gostariam. Isto significa que o coeficiente de exportações máximo ($\tilde{e}$) pode ser menor do que o coeficiente maximizador desejado ($\bar{e}$), levando a uma taxa de crescimento $\tilde{g}$ menor, caso seja impossível incorrer em déficit no balanço de pagamentos. Esta taxa encontra-se limitada pelas divisas, já que a capacidade doméstica está subutilizada ($u < 1$), conforme observado no GRÁFICO 2.2B.

Finalizando, na *visão do custo de ajustamento*, as exportações líquidas são caracterizadas como uma variável de ajuste lento, comportando-se de acordo com a visão

estruturalista no curto prazo e, no longo prazo seria possível uma expansão dessas, caso houvesse capacidade ociosa. Supondo que a economia encontrava-se no ponto A do GRÁFICO 2.2C, na ocorrência de um choque externo de forma que a restrição $b=0$ se deslocasse para a esquerda, para a mesma taxa de exportações líquidas, a nova taxa de crescimento é aquela determinada no ponto B. Novamente, o crescimento econômico está sendo restrito pelas divisas. O deslocamento da taxa de crescimento e das exportações líquidas se dá naturalmente no longo prazo na medida em que a capacidade ociosa vai sendo reduzida, levando o equilíbrio ao ponto E.

A correta identificação da restrição ao crescimento econômico (poupança interna ou divisas) é de crucial importância, pois conforme FRITSCH & MODIANO (1988), o conjunto de instrumentos que pode ser utilizado para lidar com cada caso não é, necessariamente, o mesmo. Com isso em mente o modelo de dois hiatos será aplicado ao caso brasileiro recente no Capítulo 4, traçando alternativas de políticas viáveis para o crescimento econômico sustentável no longo prazo. Antes, será analisado no próximo capítulo, o balanço de pagamentos brasileiro na segunda metade do século passado, de forma a situar historicamente o crônico problema brasileiro de desequilíbrios em seu balanço de pagamentos.

CAPÍTULO 3

O BALANÇO DE PAGAMENTOS BRASILEIRO

Estatísticas detalhadas e contínuas sobre o balanço de pagamentos do Brasil são disponibilizadas somente a partir do ano de 1947. Desde então, o Brasil vem apresentando sistemáticas dificuldades em seu balanço de pagamentos - salvo alguns períodos de superávits - motivadas por fatores ora internos, ora externos. Em alguns desses períodos deficitários, o país não logrou dificuldades para financiar suas necessidades de divisas externas, porém, em todas as ocasiões em que tal financiamento foi insuficiente ou inexistente, houve graves consequências para o crescimento econômico brasileiro.

O objetivo primordial do presente capítulo consiste na exposição detalhada do balanço de pagamentos brasileiro do período 1995-2000, porém, para uma melhor análise do período em questão, acredita-se ser conveniente situar a recente posição do balanço de pagamentos brasileiro dentro da perspectiva histórica da segunda metade do século passado.

Para tanto, o capítulo é dividido em quatro seções. Na primeira, é analisado o período de 1947 a 1989, englobando o auge do processo de substituição das importações, nas décadas de 50 e 60, os dois choques do petróleo nos anos 70 e o ajuste do balanço de pagamentos implementado após a "Crise da Dívida", na década de 80. Na seção seguinte,

discute-se o comportamento do balanço de pagamentos durante o processo de abertura comercial, aprofundada em 1990, até a implementação do Plano Real, em 1994. A terceira seção analisa mais detalhadamente o período compreendido entre 1995 e 2000, caracterizado sobretudo por vultosos déficits na balança comercial e transações correntes. Finalizando o capítulo, serão apresentadas algumas conclusões gerais.

3.1 O PERÍODO 1947-1989

De 1947 até o primeiro choque do petróleo em 1973, o país viveu o auge da política desenvolvimentista de substituição de importações, política caracterizada por um baixo, porém rígido, coeficiente de importações, notadamente de bens de capitais com alto valor agregado. Durante boa parte desse período, o balanço de pagamentos apresentou um comportamento errático, variando entre saldos positivos e negativos, em boa parte ocasionado pelo comportamento errático das exportações, concentradas em poucos produtos agrícolas, que sofreram com a volatilidade dos preços internacionais e as práticas protecionistas dos países desenvolvidos, gerando divisas insuficientes para cobrir a remessa de recursos via balança de serviços e a importação de produtos necessários, conforme observa-se na TABELA 3.1.

Entretanto, apesar das dificuldades na geração própria de recursos, o país não obteve dificuldades para o financiamento do balanço de pagamentos, obtendo recursos nas agências internacionais (FMI e Banco Mundial, entre outros) via capitais compensatórios ou em instituições bancárias através de empréstimos de médio e longo prazo.

TABELA 3.1
BALANÇO DE PAGAMENTOS: 1947-1989 (US\$ MILHÕES)

	Balança Comercial	Balança de Serviços	Transf. Unilat.	Saldo C. C.	Conta de Capital	Erros e Omissões	Saldo B. P.
1947	130	-257	-24	-151	12	-43	-182
1948	278	-273	-7	-2	-51	-29	-24
1949	153	-232	-3	-82	-74	82	-74
1950	425	-283	-2	140	-65	-23	52
1951	68	-469	-2	-403	-11	123	-291
1952	-286	-336	-2	-624	35	-26	-615
1953	424	-335	-14	75	59	-98	-16
1954	148	-338	-5	-195	-18	10	-203
1955	320	-308	-10	2	3	12	17
1956	437	-369	-11	57	151	-14	194
1957	107	-358	-13	264	255	-171	-180
1958	65	-309	-4	-248	184	-183	-253
1959	72	-373	-10	311	182	-25	-154
1960	-23	-459	4	-478	58	10	-410
1961	113	-350	15	-222	288	49	115
1962	-89	-339	39	-389	181	-138	-346
1963	12	-269	43	-114	-54	-76	-224
1964	344	-259	55	140	82	-218	4
1965	655	-362	75	368	-6	-31	331
1966	438	-463	79	54	124	-25	153
1967	213	-527	77	237	27	-35	-245
1968	26	-551	22	-503	498	37	32
1969	318	-602	31	-253	822	-20	549
1970	232	-815	21	-562	115	92	545
1971	363	-958	14	-1.307	1.846	-9	530
1972	-244	-1.250	5	-1.489	3.492	436	2.439
1973	7	-1.722	27	-1.688	3.512	355	2.179
1974	-4.690	-1.722	1	-7.122	6.254	-68	-936
1975	-3.499	-2.433	0	-6.712	6.161	-399	-950
1976	-2.218	-3.213	4	-5.977	6.651	518	1.192
1977	97	-4.134	0	-4.037	5.269	-602	-630
1978	-988	-4.975	72	-5.891	9.439	332	3.880
1979	-2.840	-7.920	18	-10.742	7.657	-130	-3.215
1980	-2.823	-10.152	168	-12.847	9.679	-343	-3.471
1981	1.202	-13.135	199	-11.734	12.773	-414	625
1982	780	-17.082	-8	-16.310	7.851	-369	-8.828
1983	6.470	-13.415	108	-6.837	1.538	-670	-5.969
1984	13.089	-12.743	171	517	6.144	403	7.034
1985	12.485	-12.877	150	-241	-2.554	-405	-3.200
1986	8.305	-13.246	86	-4.855	1.171	55	-3.629
1987	11.172	-12.061	70	-819	-1.363	-805	-2.987
1988	19.184	-15.103	94	4.174	-8.684	-833	-5.342
1989	16.120	-14.800	244	1.564	-4.179	-776	-3.391

Fontes: SUMOC e BACEN

Essa forma de financiamento nos permite dividir o período em dois subperíodos: 1947-1967 e 1968-1973. Enquanto que no primeiro os financiamentos ocorriam primordialmente via capitais compensatórios, nesse último, o financiamento era feito em sua maior parte junto às instituições bancárias. Ainda nesse segundo subperíodo, apesar de apresentar crescimento nas exportações, fruto de políticas governamentais de estímulo (subsídios e minidesvalorizações cambiais), as importações e as remessas de juros da balança de serviços mais do que contrabalanceavam a entrada de divisas estrangeiras tornando os déficits na conta corrente cada vez maiores.

Apesar de crescente, esse déficit na conta corrente foi facilmente financiado através da importação de poupança externa, principalmente sob a forma de empréstimos, o que permitiu, inclusive, o acúmulo de reservas internacionais (consequência de um balanço de capitais superior ao balanço de transações correntes) concomitante ao aumento no endividamento externo.

Ao final desse período, o governo já havia iniciado sua política desenvolvimentista que levaria à época conhecida como "milagre econômico", época caracterizada por taxas de crescimento do PIB superiores a 8% ao ano. Observa-se, na TABELA 3.1, que o programa estatal de industrialização foi substancialmente financiado pelo endividamento externo, elevando os débitos externos de US\$ 200 milhões em 1968 para US\$ 12,6 bilhões em 1973.

Nesse ano de 1973, apesar de não ocorrer uma grande variação no cenário internacional favorável ao financiamento privado do balanço de pagamentos, ocorre a primeira crise do petróleo, caracterizada pela quadruplicação no preço dessa *commodity*, tendo como consequência imediata para a economia brasileira, a mudança de um saldo comercial favorável de US\$ 7 milhões em 1973 para um déficit de aproximadamente US\$ 4,7 bilhões no ano seguinte.

A despeito da grande maioria dos países que iniciou processos de ajustamento em seus balanços de pagamentos visando minimizar o impacto dos novos preços do petróleo, o Brasil continuou com sua política de crescimento econômico, recorrendo ainda mais ao endividamento externo, que passou dos US\$ 12,6 bilhões em 1973 para US\$ 53,8 bilhões em 1980.

Apesar dos consideráveis déficits em transações correntes, o aumento da liquidez no mercado internacional de capitais, gerado pelos excedentes comerciais dos próprios países exportadores de petróleo (os "petrodólares"), constituiu-se num fator adicional para que países em desenvolvimento recorressem ao endividamento externo (barato e sem muitas dificuldades em sua obtenção) como forma de financiar o desequilíbrio em seus balanços de pagamentos.

Nessa época, de acordo com BARROS *et al* (1996), o mecanismo de ajuste baseou-se na limitação das importações de certos produtos, via elevação generalizada de tarifas, instituição de diversas restrições quantitativas e criação de uma série de barreiras não-tarifárias, permitindo-se apenas a importação de produtos complementares à produção nacional.

Um processo de ajustamento mais profundo do balanço de pagamentos ocorreu somente no início da década de 1980, mais precisamente após a eclosão da "Crise da Dívida" em 1982, ocasionada pela moratória de seus débitos externos decretada pela economia mexicana, pois ao contrário do primeiro choque do petróleo, após o segundo choque, em 1979, foi promovida uma contração na liquidez dos fluxos internacionais de capitais.

O ambiente internacional se tornou ainda mais desfavorável após a adoção de políticas fiscais e monetárias restritivas nos países industrializados, tendo como

consequência além da brutal elevação da taxa de juros²¹, exigências cada vez mais rigorosas na liberação de novos empréstimos para os países em desenvolvimento.

No Brasil, o impacto foi sentido com a abrupta queda no volume de ingresso de capitais, de US\$ 12,8 bilhões em 1981 para US\$ 1,5 bilhões dois anos depois, com o agravante de registrar volumes negativos em períodos seguintes, principalmente entre os anos de 1985 e 1989.

O ajuste no balanço de pagamentos foi obtido após a implementação de medidas fiscais, reduzindo o investimento público, e monetárias, restringindo o crédito interno, gerando uma recessão interna com o intuito de reduzir a demanda por importações que, concomitante ao aumento na quantidade de bens exportáveis, produziu superávits comerciais com o objetivo de gerar divisas internacionais para o pagamento de compromissos externos²².

Em fevereiro de 1983, foi promovida uma maxidesvalorização cambial de 30% objetivando estimular as exportações e conter as importações. Com efeito, durante toda a década de 80 até o ano de 1994 o Brasil apresentou volumosos superávits na balança comercial. Superávits que foram utilizados em grande escala para cobrir o saldo negativo da balança de serviços, em sua grande parte ocasionado pelo pagamento de juros da dívida externa.

²¹ A taxa de juros dos empréstimos internacionais subiram de cerca de 5% ao ano na década de 1970 para cerca de 20% no início da década de 1980 (CARNEIRO & MODIANO, 1990)

²² As diversas alternativas de ajuste do balanço de pagamentos serão discutidas com maior propriedade no capítulo seguinte.

3.2 A ABERTURA ECONÔMICA: 1990 - 1994

No final da década de 80, teve início a política de abertura comercial brasileira. Para fins de análise, convém dividir esse período em dois sub-períodos: 1990-1994 e 1995-2000. No primeiro, a política de vultosos superávits comerciais iniciados na década anterior teve prosseguimento, enquanto que no segundo, um incremento nos gastos com produtos importados fez com que a balança comercial se apresentasse sistematicamente deficitária. Esse segundo período será analisado na próxima seção.

Já em 1988, após décadas de proibição da competição entre as importações e os produtos nacionais, a economia brasileira começou a gradualmente ser exposta a tal competição com a eliminação de parcelas redundantes²³ das tarifas de importação, praticamente inalteradas desde sua fixação em 1957. Em 1985, ápice do processo de proteção da produção nacional, BARROS *et al* (1996) relatam que a tarifa média de importação chegou a 110%, com as importações correspondendo a pouco mais de 4% da demanda doméstica e as exportações a cerca de 9% do produto nacional.

Em 1990, esse processo de abertura comercial foi aprofundado com a extinção das barreiras não-tarifárias e a aplicação de um cronograma de reduções tarifárias em quatro etapas entre fevereiro de 1991 e julho de 1993. Em 1991 a tarifa média já atingia a marca de 31% e, no final de 1994, ela não ultrapassava 15%. Essa redução tarifária foi acompanhada também por uma redução na dispersão de tais tarifas.

Apesar da redução tarifária, as sucessivas desvalorizações cambiais e a estagnação econômica de 1990 a 1992 fizeram com que somente em 1993 pudesse ser observada uma tendência de crescimento das importações.

²³ Como "parcelas redundantes", BARROS *et al* (1996) denominam como sendo aquelas que eram cobradas duplamente.

Através da TABELA 3.2, observa-se que, nesse primeiro período, os superávits na balança comercial eram os maiores responsáveis pelo financiamento do déficit na balança de serviços, enquanto que o déficit no balanço de pagamentos teve financiamento distinto. No primeiro biênio, a entrada de capitais compensatórios foi o principal responsável pelo financiamento, enquanto que no triênio seguinte, ele foi obtido com a volta dos superávits no balanço de capitais após cinco anos de resultados deficitários.

TABELA 3.2
BALANÇO DE PAGAMENTOS: 1990-1994 (US\$ MILHÕES)

	Balança Comercial	Balança de Serviços	Transf. Unilat.	Saldo C. C.	Conta de Capital	Erros e Omissões	Saldo B. P.
1990	10.753	-15.096	834	-3.509	-4.988	-328	-8.825
1991	10.579	-13.177	1.556	-1.042	-4.513	876	-4.679
1992	15.525	-11.305	2.055	6.275	5.524	-1.123	10.676
1993	13.307	-15.584	1.686	591	8.612	-1.119	6.902
1994	10.466	-14.743	2.588	-1.689	14.294	334	12.939

Fonte: Banco Central do Brasil

O superávit na conta de capital no final desse período foi alcançado com a entrada tanto de investimentos direto como de portfólio, o primeiro utilizado na compra de ativos privados e estatais (com o início do programa de privatizações em 1991) e o último, atraído pelas altas taxas de juros reais praticadas no período.

Em julho de 1994, é implementado o Plano Real e um de seus principais elementos de combate ao crônico processo inflacionário brasileiro constituiu-se na criação da âncora cambial através da paridade R\$ 1,00/US\$ 1,00 e um regime cambial semi-fixo, ou seja, a taxa de câmbio poderia se situar em qualquer valor estabelecido pelo mercado, desde que ele não ultrapassasse esse valor máximo.

Analisando a política de importação à época do Plano Real, KUME (1996) afirma que em setembro de 1994, a liberalização das importações atingiu o seu ápice com a conjugação de três fatores: (i) a sobrevalorização do real frente ao dólar, provocada pela entrada de capitais externos²⁴; (ii) a antecipação em três meses da tarifa externa comum (TEC) do Mercosul; e (iii) as reduções tarifárias efetuadas para pressionar os preços domésticos.

Esse elenco inicial de medidas visando a abertura comercial, teve grande impacto na reestruturação produtiva brasileira, conforme assinalam CASTRO (2001) e VESCOVI (2001), porém, esse período é caracterizado pela instabilidade macroeconômica em decorrência da crise política e da recessão econômica, sendo que os efeitos propriamente ditos na reestruturação industrial somente puderam ser observados após a estabilidade promovida pelo Plano Real e a conseqüente retomada da atividade econômica.

3.3 O PLANO REAL: 1995 - 2000

De acordo com MOLLO & SILVA (1999), uma tendência que se manifesta nos diversos programas de estabilização ancorados no câmbio é a manutenção de taxas cambiais sobrevalorizadas, agravando antigos ou criando novos problemas ligados ao balanço de pagamentos do país, sendo notório que a manutenção de tal política cambial age como estímulo à importação e à redução das exportações.

²⁴ Entre julho e setembro de 1994 não houve qualquer intervenção no mercado cambial. As entradas líquidas de recursos provocaram uma apreciação cambial, fazendo com que a taxa nesse último mês atingisse o valor mínimo de R\$ 0,85/US\$.

CARDOSO & HELWEGE (1999), baseando-se no comportamento intertemporal dos agentes econômicos, cita duas consequências principais da sobrevalorização cambial: o crescimento do consumo de bens importados e a queda na taxa de poupança interna.

O primeiro fenômeno advém do fato de que os agentes antecipam o consumo futuro de bens importados temerosos pelo comportamento dos preços de tais bens em decorrência das incertezas geradas sobre a duração da apreciação do câmbio. Quando a sobrevalorização se encontra aliada à uma política de liberalização comercial, os efeitos desse fenômeno são multiplicados pois os agentes, da mesma forma, se tornam temerosos quanto ao futuro de tal política.

Já esse último, está altamente correlacionado ao primeiro pois através da identidade $poupança = renda - consumo$, um aumento no consumo (com a antecipação intertemporal vista acima) causa uma redução da poupança mais do que proporcional ao crescimento da renda, o que pode facilmente ser comprovado analisando-se o comportamento da taxa bruta de poupança da economia, que vem apresentando uma trajetória decrescente, passando de 21,23% para 15,94% do PIB entre 1994 e 1999.

De forma geral, o comportamento do balanço de pagamentos a partir de 1995 pode ser visualizado na TABELA 3.3.

TABELA 3.3
BALANÇO DE PAGAMENTOS: 1995-2000 (US\$ MILHÕES)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000 ¹
Balança Comercial	-3.352	-5.599	-6.748	-6.604	-1.260	-698
Exportações	46.506	47.747	52.994	51.140	48.011	55.086
Importações	49.858	53.346	59.742	57.743	49.272	55.783
Balança de Serviços	-18.595	-20.349	-25.865	-28.300	-25.825	-25.460
Transf. Unilaterais	3.974	2.446	1.823	1.458	1.689	1.521
Saldo Conta Corrente	-17.972	-23.502	-30.791	-33.445	-25.396	-24.637
Conta de Capital	29.359	33.968	25.795	29.730	17.381	19.326
Investimento Direto ²	4.313	10.792	18.993	28.856	28.578	32.779
Invest. em Portfólio ²	2.294	6.040	5.300	-1.851	1.360	2.722
Empréstimos e Financiamentos ³	22.752	17.136	1.502	2.725	-12.557	-16.145
Erros e Omissões	-2.093	-1.800	-2.912	-4.256	194	3.049
Saldo do Balanço de Pagamentos	13.480	8.666	-7.907	-7.970	-7.822	-2.262

Fonte: Banco Central do Brasil

Notas: ¹ Valores Preliminares

² Valores Líquidos

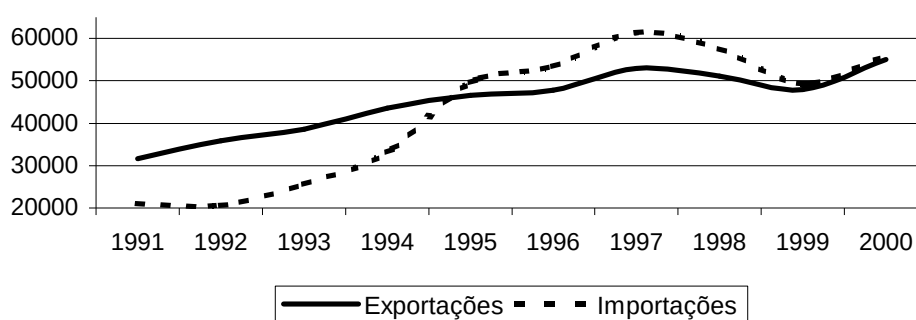
³ Inclui Amortizações

Concomitante à sobrevalorização cambial, teve prosseguimento a política iniciada ainda na década anterior de liberalização tarifária das importações. A consequência foi o registro, já nos últimos dois meses de 1994 de um saldo comercial deficitário, que foi se agravando ao longo do período até 1999, quando a desvalorização forçada do Real teve um impacto não como motivadora do incremento das exportações, mas sim como freio na demanda por importações. O comportamento dessas duas variáveis pode ser visualizado no GRÁFICO 3.1.

Observa-se que o principal ponto de ruptura para o comportamento da balança comercial ocorre em 1994. Dessa forma, para uma melhor análise do impacto da sobrevalorização cambial sobre ela, convém desagregá-la em seus dois componentes, analisando-se separadamente o comportamento das exportações e das importações em dois períodos distintos: 1991-1994 e 1995-1998. Em ambos, há a constante política de

liberalização comercial, porém nesse primeiro período, o incremento médio anual registrado foi de 11,3% e 13,3%, respectivamente. No segundo período, já sob influência da apreciação do câmbio, o crescimento médio correspondeu a 4,2% e 16,6%, nas duas categorias respectivamente.

GRÁFICO 3.1
EXPORTAÇÕES E IMPORTAÇÕES BRASILEIRAS: 1991-2000 (US\$ MILHÕES)



Fonte: SECEX/MDIC

Apesar desses números e da clara ligação entre sobrevalorização cambial e deterioração dos termos de troca, outro fator significativo concorreu para esse comportamento da balança comercial: a liberalização na conta de capital, com o incremento, sobretudo, dos fluxos de investimento direto observados a partir de 1992, que impactaram de forma dual o balanço de pagamentos: ao mesmo tempo em que se constituíram no principal financiador dos déficits em conta corrente registrados após 1995, foram, também, um dos responsáveis pela fomentação de tais déficits.

Ao analisarem os impactos dos fluxos de investimento direto sobre o balanço de pagamentos brasileiro nos anos 90, LAPLANE & SARTI (1999) apontam quatro consequências principais desse incremento na inversão estrangeira. Duas delas, (i) o

aumento da competitividade local e (ii) a desnacionalização da indústria - a última correspondendo à crescente aquisição de ativos nacionais por empresas multinacionais e a primeira aos investimentos na modernização da produção e dos bens e serviços ofertados -, por sua vez, impactaram as outras duas, (iii) a balança comercial e (iv) a balança de serviços.

Nos anos 80, a política industrial brasileira consistia na promoção das exportações com o intuito de obter superávits comerciais para o pagamento dos compromissos externos. Os produtos importados eram alijados do mercado interno por altas barreiras tarifárias e não-tarifárias e, ademais, os esforços exportadores eram mais intensos nos períodos de retração da demanda doméstica. Nos anos 90, ocorre a inversão dessa tendência, com políticas incentivadoras de modernização do parque industrial para concorrer, no mercado interno, aos produtos importados, agora com baixas tarifas alfandegárias.

Uma análise por categorias da pauta importadora revela que o incremento de produtos importados se deve, basicamente aos bens intermediários e de capital, que apresentaram taxa de crescimento médio anual superior às importações totais: 28% e 19%, respectivamente, entre 1994 e 1998. Outro dado importante é que, apesar da primeira categoria exibir uma participação relativamente constante entre 50% e 60% da pauta importadora, os bens de capital registraram participação crescente ao longo do período, passando de 14% para o pico de 22% de participação entre 1990 e 1998.

Desde o processo de abertura, evidenciava-se a reestruturação produtiva com a internacionalização da produção, mas devido à recessão no início dos anos 90, tal processo era de difícil discernimento. Foi somente a partir da retomada do crescimento em 1993 e, principalmente, nos dois anos seguintes que tal processo, aliado ao câmbio

sobrevalorizado, contribuiu para a verdadeira explosão no consumo de bens e serviços importados. (CARDOSO & HELWEGE, 1999)

Concomitante à internacionalização da produção e seus reflexos no saldo comercial, a internacionalização das empresas tem trazido séria preocupação pelo impacto que o aumento na remessa de lucros podem causar no futuro.

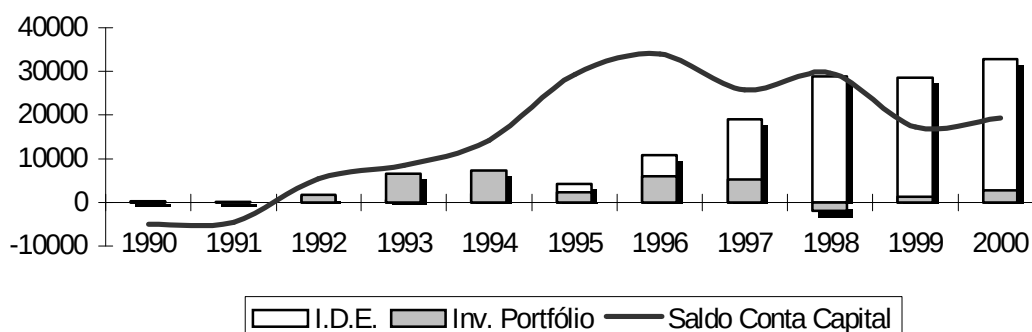
Como país em desenvolvimento e endividado, o balanço de serviços brasileiro tem apresentado déficits crônicos desde 1947, com o agravante deles estarem crescendo de forma exponencial nos últimos anos alimentados pela remessa de lucros e dividendos.

A agregação das balanças comercial e de serviços com as transferências unilaterais resultou em um crescente déficit em conta corrente como proporção do PIB a partir de 1994, passando de menos de 1% nesse ano para 4,2% em 2000, após o pico de 4,95% em 1998.

Para a sustentação desses déficits em conta corrente, também fez-se necessário contar com a atração dos capitais de curto prazo, principalmente em meados da década passada. Nesse período, conforme pode ser visualizado no GRÁFICO 3.2, o investimento direto estrangeiro ainda não correspondia aos valores registrados no final dessa década e esses capitais de curto prazo correspondiam a uma parcela considerável da conta de capital, notadamente no período 1992/97.

GRÁFICO 3.2

INVESTIMENTO DIRETO ESTRANGEIRO (I.D.E.), EM PORTFÓLIO
E SALDO DA CONTA DE CAPITAL (US\$ MILHÕES)



Fonte: Banco Central do Brasil

Uma das consequências da maciça entrada de capitais a partir de meados da década passada - a apreciação cambial - foi discutida anteriormente. Uma segunda consequência constituiu-se na necessidade de elevação das taxas de juros como forma de, ao menos parcialmente, esterilizar tais entradas com significativas consequências para o crescimento econômico, a taxa de poupança interna e o equilíbrio fiscal do governo.

A sustentabilidade no longo prazo desse quadro macroeconômico não deveria ser questionado, porém, conforme CARDOSO & HELWEGE (1999) salientam:

"few governments will resist the temptation to let the real exchange rate appreciate as long as money is flowing in to finance current account deficits."

O "argumento padrão" para justificar tal comportamento das autoridades governamentais é o de que o ganho de produtividade dos bens exportáveis é suficiente para sustentar a apreciação cambial e os déficits na conta corrente correspondem basicamente à importação de bens de capital que gerarão futuras exportações de forma a compensar as obrigações incorridas.

De fato, HIDALGO (1999) informa que o crescimento da produtividade no período 1990/95 correspondeu a 7%, um padrão comparável a países asiáticos, o que permitiu às empresas compensarem, parcialmente, a apreciação cambial. O estudo de MIRANDA (2001) corrobora esses números, porém, citando pesquisa de BONELLI (2000), informa que apesar de maior no início dos anos 90, durante o período 1991/98, a produtividade média foi de 2,5% ao ano, com significativas diferenças setoriais – aqueles setores mais avançados antes da abertura obtiveram ganhos de produtividade maiores. Analisando-se a balança comercial desse período, observa-se que esse segundo argumento ainda não pode ser aplicado ao Brasil, embora seja parcialmente (no que tange a importação de bens de capital) correto.

Já no início de 1995, o Brasil "importa" a primeira crise financeira internacional do Real após a desvalorização do peso mexicano em dezembro do ano anterior²⁵. As conseqüências imediatas de tal crise consistiram num aumento da taxa de juros como meio de manter os capitais que ainda permaneciam no país (apesar da perda de US\$ 9,8 bilhões em reservas entre o último trimestre de 1994 e o primeiro de 1995), uma minidesvalorização cambial de 5% e a adoção de um sistema de bandas (até então, vigorava o sistema cambial semi-fixo descrito anteriormente).

Posteriormente, foram implementadas medidas visando reduzir a exposição do balanço de pagamentos via redução das importações, aumentando seletivamente algumas tarifas de importação (pela primeira vez em sete anos) e restringindo a demanda interna através de aumento nos impostos, redução dos gastos públicos e restrição à concessão de crédito às vendas a prazo, e via incentivo às exportações, concedendo crédito

²⁵ Há na literatura econômica, o que se convencionou chamar de "o problema do contágio", que consiste na transmissão de uma crise em um determinado país/região para outros países/regiões. Dentro dessa teoria, a causa mais aceita para a propagação das crises se encontra no lado real da economia, tais como: relações comerciais, proximidade geográfica ou, mais importante, fundamentos macroeconômicos semelhantes (MOURA, 2001).

subsidiado pelo BNDES aos exportadores e reduzindo a carga tributária nas exportações de produtos primários e semimanufaturados.

O pacote de ajuda do FMI ao México ajudou a recompor as reservas internacionais com a volta dos capitais estrangeiros ao Brasil, conforme observado no GRÁFICO 3.2 e na TABELA 3.3.

O ano de 1996 transcorreu praticamente sem grandes sobressaltos, sendo a volta dos capitais de curto prazo ao mercado interno uma clara indicação de restauração da confiança na política adotada internamente, mas, em outubro de 1997, a crise financeira do sudeste asiático provocou um grande contágio mundial. Como forma de manter a política cambial, novamente, elevou-se as taxas de juros interna, fazendo com que as mesmas atingissem o pico de 45% ao ano nesse mês.

Apesar da grande repercussão, essa crise logo se dissipou. Porém, em agosto do ano seguinte, a decretação da moratória russa encontrou um quadro macroeconômico interno extremamente debilitado que, aliado às incertezas relativas ao processo eleitoral do mesmo ano²⁶, fizeram com que a queda nas reservas internacionais no último semestre desse ano somasse US\$ 30 bilhões.

Em dezembro, é assinado um acordo de empréstimo junto ao FMI no total de US\$ 41,5 bilhões, porém, a fuga de capitais que persistia, a ausência de progressos no ajuste fiscal, resistência interna às altas taxas de juros e exaustivas discussões demandando o fim da política cambial não deixaram alternativas a não ser a liberação da cotação do Real em janeiro de 1999.

Passado o período inicial de turbulência, pode-se considerar que a liberação cambial foi relativamente bem sucedida pois, apesar das expectativas quanto ao comportamento do produto (esperava-se uma taxa de retração em torno de 4% para o ano,

registrando-se no final, um PIB 0,79% maior do que o de 1998), observou-se, inclusive, uma reversão na cotação cambial (R\$ 2,21/US\$ em março e R\$ 1,67/US\$ dois meses depois, mantendo-se praticamente estabilizado até o final do ano), na taxa de inflação (16% anualizados em março e 6% anuais já em abril) e na taxa de juros (45% ao ano em março para 23% anuais em maio).

Esperava-se já nesse ano de 1999, uma reversão no saldo comercial que no final acabou não se concretizando²⁷. A redução do déficit comercial se deu mais em conseqüências da redução das importações devido à redução da demanda interna, do que em função de um crescimento expressivo das exportações. No ano de 2000, observou-se um considerável crescimento das exportações, mas o reaquecimento da economia fez com que as importações também se elevassem, atingindo um patamar ligeiramente inferior ao registrado antes da desvalorização cambial.

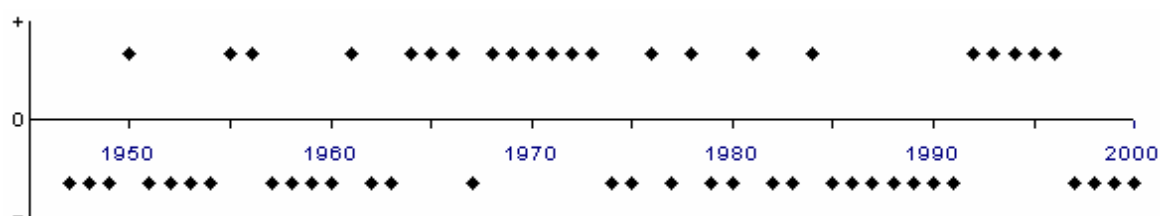
3.4 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Em suma, observou-se no presente capítulo que o balanço de pagamentos do país comportou-se de forma errática na última metade do século passado, totalizando 22 saldos superavitários e 32 deficitários nos 54 anos analisados, sendo que tal comportamento pode ser visualizado no GRÁFICO 3.3.

²⁶ Eleições gerais para presidente, governadores, senadores e deputados, em outubro de 1998.

²⁷ Projeções do Banco Central em março/99 indicavam um saldo comercial superavitário de US\$ 11 bilhões para esse ano, confirmando-se, posteriormente, um déficit de US\$ 1,2 bilhão (TABELA 3.3)

GRÁFICO 3.3
SALDO DO BALANÇO DE PAGAMENTOS (1947-2000)



Fontes: Banco Central do Brasil
Nota: (+) superavitário, (-) deficitário

Apesar disso, até o início da década de 80, o país logrou êxitos em financiá-lo ora por empréstimos privados, ora por intermédio de recursos das agências internacionais. Após a decretação da moratória mexicana em 1982, o país optou por restringir a demanda interna de forma a gerar os superávits comerciais com o intuito de honrar os crescentes compromissos externos.

Os anos 90 assistiram a entrada maciça de capitais externos e, após a implementação do Plano Real, a inversão do saldo comercial tornou o país ainda mais dependente de tais fluxos. A sobrevalorização cambial aliada a uma taxa de crescimento de 10,1% no primeiro trimestre de 1995, em relação ao mesmo período do ano anterior, foram fatores decisivos para essa inversão do saldo da balança comercial, iniciando um período sistematicamente deficitário após 12 anos apresentando um superávit médio anual de US\$ 12,3 bilhões.

Em março de 1995, em decorrência da crise mexicana, houve elevação das taxas de juros e desvalorização cambial de 5% com a instauração de um regime de minidesvalorizações cambiais. Desde então e até a eclosão da crise russa, tal política contribuiu para a obtenção de superávits na conta de capital e limitar o crescimento da demanda interna, fazendo com que ao final dos anos 90 a taxa de crescimento médio anual

se situasse pouco acima daquela verificada na "década perdida" (2,7% e 1,6%, respectivamente).

Um fato importante, não explorado com a devida importância no capítulo, foi o papel desempenhado pelas privatizações no financiamento dos déficits em conta corrente e no abatimento da dívida pública²⁸. Após sucessivas tentativas de se reduzir o déficit em conta corrente via compressão da demanda interna, a ampliação do processo de privatização contribuiu duplamente para, (i) com a entrada de recursos via conta de capital financiar boa parte do déficit em conta corrente, e (ii) com os recursos obtidos, reduzir o estoque da dívida pública que, mesmo assim, passou de 26% do PIB em 1994, para algo próximo de 50% em 2000, alimentada pelas altas taxas de juros do período.

Ao mesmo tempo em que contribuiu para o equilíbrio fiscal e na conta corrente, observou-se que as privatizações e a conseqüente desnacionalização do parque industrial contribuiu para um aumento nas remessas de divisas, gerando um cenário negativo no longo prazo pois os investimentos estrangeiros se deram sobretudo no setor de serviços, não compensando a remessa futura de divisas com exportações, além do fato de que, a partir de 2000, houve uma desaceleração no processo de privatização pois os principais ativos outrora estatais já se encontram em poder privado.

Dessa forma, torna-se peremptório o completo ajuste no balanço de pagamentos, um ajuste que, ao mesmo tempo que reduza a vulnerabilidade externa aos fluxos de capitais estrangeiros, promova o crescimento econômico de forma sustentável. As diversas formas de ajustes do balanço de pagamentos que podem ser implementadas serão discutidas com maior propriedade no capítulo seguinte, juntamente com a influência do setor externo sobre o crescimento econômico de um país.

²⁸ PINHEIRO & FUKASAKU (2000) contém uma completa resenha sobre o processo de privatização brasileiro na segunda metade dos anos 90.

CAPÍTULO 4

APLICAÇÃO DO MODELO DE DOIS HIATOS À ECONOMIA BRASILEIRA RECENTE: 1995-2000

A correta identificação da restrição ao crescimento econômico se constitui de fundamental importância no processo de formulação de políticas uma vez que, de acordo com FRITSCH & MODIANO (1988), o conjunto de instrumentos que podem ser usados para a correção em cada caso não é, necessariamente, igual.

Assim, o presente capítulo tem por finalidade apresentar uma aplicação empírica do modelo de dois hiatos, de acordo com aquele formalizado no Capítulo 2, às condições da economia brasileira dos últimos seis anos, procurando visualizar qual das duas restrições se apresentou como maior limitadora do crescimento econômico.

Dadas as variáveis de controle domésticas e internacionais, bem como os valores dos parâmetros estruturais da economia brasileira, cada hiato impõe uma taxa de crescimento máxima para o produto interno. Para cada ano, o modelo seleciona a menor das duas taxas, geralmente distintas, pois desse modo garante-se que ambas as restrições impostas sejam respeitadas. (FRITSCH & MODIANO, 1988)

Desse modo, a seguir serão expostas as perspectivas para as economias brasileira e mundial nos próximos anos, bem como uma breve justificativa para a inserção do modelo de consistência macroeconômica desenvolvido por CHENERY & BRUNO (1962), adaptado por BACHA (1982), no presente estudo. Na segunda seção do capítulo, serão analisados os dados utilizados e suas limitações, bem como os valores obtidos para os parâmetros estruturais da economia brasileira recente. Finalizando, serão apresentados os resultados obtidos e as conclusões provenientes dessa aplicação do modelo.

4.1 PANORAMA INTERNO E EXTERNO

No capítulo anterior, foi apresentado o panorama macroeconômico brasileiro recente do setor externo. Observou-se que, desde a implementação do Plano Real, o país vem incorrendo em sistemáticos déficits na balança comercial que, aliados aos crônicos déficits na balança de serviços, vêm contribuindo para a ocorrência de vultosos déficits nas transações correntes. Observou-se, também, que tais déficits vêm sendo cobertos em boa parte através da Conta de Capital, sobretudo pelo ingresso de capitais na forma de investimentos diretos.

O mundo assistiu nos anos 90 ao crescimento vertiginoso dos movimentos internacionais de capitais, principalmente no fluxo de investimentos diretos, que passaram de um montante pouco acima de US\$ 200 bilhões no início da década para um valor superior a US\$ 1 trilhão em 2000 (ONU, 2001).

Porém, os dados contidos na TABELA 4.1 indicam que, desde a crise financeira do sudeste asiático em 1997, o fluxo internacional de capitais para os países em

desenvolvimento vem sofrendo sistemática redução, fato corroborado pela CEPAL que, em seu relatório anual, já registra uma queda significativa (20%) no fluxo de investimento direto em toda a América Latina (CEPAL, 2001).

TABELA 4.1
FLUXOS LÍQUIDOS DE CAPITALS AOS
PAÍSES EM DESENVOLVIMENTO: 1993-2000 (US\$ BILHÕES)

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Fluxos de Capitais Privados	124,3	141,3	189,0	224,2	126,2	45,2	71,5	32,2
Investimento Direto	56,7	80,9	96,9	120,4	144,9	148,7	153,4	146,0
Investimento em Portfólio	81,6	109,9	42,6	85,0	43,3	23,8	53,7	58,3
Empréstimos Bancários ¹	-14,0	-49,5	49,5	18,7	-62,1	-127,2	-135,6	-172,1
Capitais Oficiais Líquidos	45,0	20,9	33,5	4,1	19,7	32,7	22,1	8,1
Total Líquido de Capitais	169,3	162,2	214,5	228,3	145,9	77,9	93,6	40,3

Fonte: FMI (2001)

Nota: ¹ Valores Líquidos, (-) significa amortizações superiores à concessão de novos empréstimos.

Recentemente, essa tendência foi agravada com dois fatos marcantes para a economia mundial, a desaceleração econômica dos EUA - locomotiva do crescimento mundial na última década - e os ataques terroristas contra o World Trade Center em Nova York, gerando instabilidade quanto ao comportamento futuro dos fluxos de capitais.

Em épocas de instabilidade, espera-se que tanto o investimento direto quanto o em portfólio sofram reduções mundialmente. No primeiro, essa redução ocorre devido ao horizonte incerto quanto ao retorno esperado do capital investido, enquanto que no último, ela ocorre em virtude da transferência dos capitais especulativos nos países em desenvolvimento para ativos livre de riscos, a saber, os títulos do governo dos Estados Unidos.

A perspectiva doméstica não indica um cenário diferente, pois estimativas do próprio Banco Central Brasileiro indicam retração no ingresso líquido de capitais estrangeiros para o próximo biênio (IPEA, 2001).

Dentro dessas perspectivas restritivas para o cenário internacional, optou-se pela aplicação do modelo de dois hiatos à realidade recente brasileira por entender que, desde a eclosão da crise financeira mexicana no final de 1994 o Brasil vem sendo fortemente abalado pelos acontecimentos internacionais, sendo obrigado sistematicamente a implementar medidas restritivas, interrompendo ciclos de expansão da atividade econômica interna devido à escassez de divisas internacionais.

No âmbito interno, ALÉM & GIAMBIAGI (1997) afirmam existir uma constante queda na poupança agregada brasileira a partir da década de 70, com a intensificação da crise fiscal do governo. Outro fenômeno agravante para a queda da poupança agregada foi a expansão do consumo interno na década de 90, sobretudo a partir de 1993, gerando uma queda da poupança privada concomitante à redução da poupança pública. A conjunção desses dois fenômenos vem contribuindo para a diminuição do nível de investimento interno.

Essa dicotomização de causas justifica o estudo como forma de se identificar claramente qual setor, o interno ou o externo, tem limitado mais significativamente o crescimento econômico recente.

4.2 METODOLOGIA DO ESTUDO

O cálculo dos parâmetros estruturais da economia brasileira teve como base, amostras de dados anuais referentes ao período entre 1980 e 2000, cujos valores são reproduzidos na TABELA 4.2. Os dados foram obtidos basicamente do Sistema de Contas Nacionais do IBGE, salvo algumas exceções, onde foram utilizadas outras fontes.

TABELA 4.2

VARIÁVEIS UTILIZADAS NO CÁLCULO DOS PARÂMETROS ESTRUTURAIS
(US\$ MILHÕES)

	PIB	PIB POTENCIAL	INVEST. BRUTO	POUP. BRUTA	ESTOQUE CAPITAL	IMPORT. BENS DE CAPITAL	IMPORT. BENS INTERMED.
1980	237.775	283.065	56.018	42.490	652.694	2.610	9.686
1981	258.553	331.478	62.852	51.504	676.384	2.196	8.290
1982	271.252	356.911	62.351	45.082	698.153	1.804	6.891
1983	189.459	259.533	37.768	27.983	694.032	1.335	5.424
1984	189.744	256.411	35.868	33.509	688.259	1.078	5.640
1985	211.092	270.631	38.021	42.809	684.984	1.095	5.888
1986	257.812	310.617	51.597	46.355	695.482	1.468	7.908
1987	282.357	348.589	65.427	63.982	719.180	1.985	8.015
1988	305.707	382.134	74.363	78.536	750.392	1.974	8.428
1989	415.916	513.477	111.726	112.755	817.094	2.300	10.486
1990	469.318	634.214	96.960	84.571	865.029	2.917	10.895
1991	405.679	540.905	73.463	75.456	886.590	3.202	11.309
1992	387.295	537.910	71.353	76.917	904.748	3.340	11.303
1993	429.685	558.032	82.857	86.324	933.319	3.867	14.126
1994	543.087	678.859	112.680	115.297	990.000	5.377	18.292
1995	705.449	849.939	144.927	137.351	1.075.528	8.846	25.898
1996	775.475	945.701	149.393	137.802	1.160.389	10.288	27.827
1997	807.814	961.683	160.441	139.913	1.251.206	12.807	30.905
1998	787.499	960.365	155.040	128.599	1.331.174	12.476	30.874
1999	529.398	670.124	101.109	84.386	1.352.412	10.098	27.825
2000	595.393	744.241	115.728	102.462	1.386.996	9.678	32.426

Fontes. SECEX, FIESP, IBGE

O valor do PIB Potencial foi obtido de acordo com a relação (2.14), onde o valor da capacidade instalada utilizada (u) corresponde à razão entre o PIB real (Y) e o

potencial (Y^*), ou seja, $u = Y / Y^* \Leftrightarrow Y^* = Y / u$. BACHA (1982), justifica a utilização do produto potencial na análise pois, sob a hipótese de plena utilização da capacidade ($Y=Y^*$), o modelo não é influenciado pelos problemas de flutuações da demanda efetiva. O valor do PIB foi obtido junto ao IBGE e o nível da capacidade utilizada, junto à FIESP.

O investimento bruto e a poupança interna foram calculadas através da multiplicação de suas respectivas taxas como proporção do PIB, fornecidas pelo IBGE, e o PIB real. Ao excluir a influência do ciclo vital, renda permanente e variação dos termos de troca sobre o comportamento da poupança interna, admitindo que a propensão marginal a poupar depende exclusivamente do nível de renda, FRITSCH & MODIANO (1988) esclarecem que tal hipótese é meramente simplificadora.

Para o estoque de capital da economia, uma variável mais recomendável seria o estoque de capital fixo em máquinas e equipamentos, pois de acordo com BONELLI & FONSECA (1998), espera-se que a capacidade de produção real reaja mais proximamente ao estoque desses últimos do que ao estoque agregado de capital pois esse, ao incluir também o estoque de estruturas residenciais e não-residenciais, não reflete, necessariamente, o potencial produtivo do país. A metodologia utilizada em seu cálculo corresponde ao método do estoque permanente, de acordo com o utilizado em BONELLI & FONSECA (1998), admitindo-se uma taxa de depreciação média anual de 6% e o estoque inicial de capital, de 1980, se referindo ao estoque agregado dada a dificuldade em se obter o investimento desagregado.

Finalizando, o montante importado de bens intermediários e de capitais foram obtidos junto à Secretaria de Comércio Exterior do Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio.

Com base nesses dados, através das relações descritas de (2.10) à (2.13), chegou-se aos coeficientes dos parâmetros estruturais – a relação capital-produto (α) e as

propensões marginais a poupar (s), a importar bens intermediários (m_j) e a importar bens de capital (m_k) – da economia brasileira entre 1995 e 2000, reproduzidos na TABELA 4.3.

TABELA 4.3
PARÂMETROS ESTRUTURAIS DA ECONOMIA BRASILEIRA

	s	a	m_j	m_k
Média	0,191619	0,57116	0,033343	0,047579
Desvio-Padrão	0,03048	0,139031	0,008238	0,022655
%(DP/Média)	15,90658	24,34181	24,70581	47,61621

Fonte. Cálculos do autor.

Pelo fato das relações anteriormente citadas serem identidades contábeis, os valores dos parâmetros estruturais foram obtidos através de simples operações algébricas em cada amostra, calculando-se posteriormente a média do período. Dessa forma, as equações (2.24) e (2.25) podem ser reescritas como:

$$g_u = 0,1056 - 0,4231e \quad (4.1)$$

$$g_b = 0,1489e + 3,9752f \quad (4.2)$$

Com base nessas duas relações, lembrando-se que (e) corresponde às exportações líquidas e (f) às transferências de recursos estrangeiros como proporção do produto potencial, na próxima seção serão calculadas as taxas máximas para o crescimento econômico brasileiro ocorridas no período 1995-2000 de acordo com o modelo de dois hiatos.

4.3 RESULTADOS OBTIDOS E CONCLUSÕES

Na TABELA 4.4 são apresentados os valores anuais das exportações líquidas (e) e transferência de recursos estrangeiros (f) como proporção do produto potencial. O parâmetro (e) foi calculado com base nas relações (2.9) e (2.15), enquanto que (f) foi obtido com base na relação (3.16).

TABELA 4.4
VARIÁVEIS DE CONTROLE (COMO PROPORÇÃO DO PIB POTENCIAL)

VARIÁVEL	1995	1996	1997	1998	1999	2000
E	0,0168	0,0138	0,0130	0,0100	0,0139	0,0176
F	0,0256	0,0336	0,0432	0,0429	0,0351	0,0334

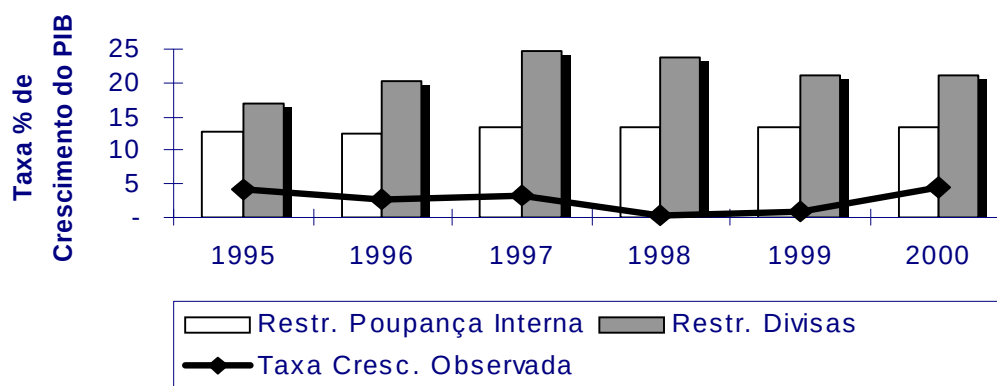
Fonte: Cálculos do autor

O modelo, através da relação (2.6), define o balanço de pagamentos como constituído pelo somatório da balança comercial (definida como sendo o saldo de transações correntes) e as transferências de capital estrangeiro. Dessa forma, como transferência de recursos estrangeiros, o presente estudo utiliza o saldo (inverso) da conta corrente, uma vez que, contabilmente, o balanço de pagamentos está sempre em equilíbrio.

Desse modo, a partir das restrições ao crescimento econômico formalizadas no modelo de dois hiatos pela poupança interna ou pelas divisas, reproduzidas, respectivamente, nas equações (4.1) e (4.2), observa-se no GRÁFICO 4.1 as seguintes taxas de crescimento do produto de acordo com o modelo, bem como a taxa efetiva de crescimento obtida para o período 1995-2000.

GRÁFICO 4.1

TAXA MÁXIMA DE CRESCIMENTO DO PIB
DADAS AS RESTRIÇÕES DE POUPANÇA INTERNA E DIVISAS
COMPARADA COM A TAXA EFETIVA DE CRESCIMENTO (% AO ANO)



Fonte: Cálculos do autor e IBGE.

Visualiza-se no GRÁFICO 4.1 que o modelo de dois hiatos deriva de taxas de crescimento muito acima da taxa efetiva observada no período. Reproduzindo a colocação de FRITSCH & MODIANO (1988) a esse respeito:

"deve ser sublinhado que este modelo [o modelo de dois hiatos] gera níveis máximos (ou taxas máximas de crescimento) do produto possíveis, sob restrição de divisas ou de capacidade como definidas acima, e não níveis (ou taxas de crescimento) do produto determinados pelo estado da demanda efetiva".

Assim sendo, o modelo não garante que o nível de produção de um dado ano coincida com o nível de produção que possa ser gerado sob a restrição ativa, concluindo, com base no GRÁFICO 4.1, que o modelo é consistente ao preconizar uma taxa máxima de crescimento para o produto, dadas as restrições de poupança interna e divisas, relação (2.26), que por todo o período analisado ficou acima da taxa real efetiva.

Desse modo, pode-se tirar uma importante conclusão do modelo. Dadas as condições atuais da estrutura doméstica da economia brasileira, a poupança interna se

mostra insuficiente para cobrir as necessidades de formação de capital, constituindo-se na principal limitação ao crescimento econômico brasileiro, a mesma conclusão a que chega o estudo de FRITSCH & MODIANO (1988), em estimativas para os anos 90.

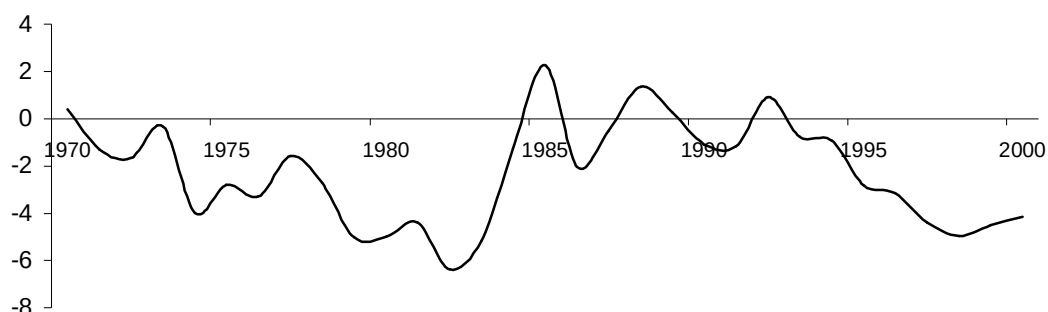
Segundo MIRANDA (2001), embora no curto prazo as conseqüências da valorização cambial e da abertura comercial dos anos 90 fossem a elevação do montante importado e o crescimento insuficiente do total exportado para cobrir esse incremento, gerando déficits comerciais crescentes, no longo prazo a maior eficiência da economia e a estabilidade monetária contribuiriam para expandir o nível de investimento (interno e externo) e esse, quando revertido num maior nível de produção interna, aumentaria a competitividade externa dos produtos brasileiros, revertendo os déficits comerciais.

A taxa de investimento necessária seria gerada importando poupança externa via déficits na conta corrente, que seriam financiados principalmente por investimentos estrangeiros diretos na compra de ativos estatais.

O GRÁFICO 4.2 registra que o Brasil tem recorrido à poupança externa desde os anos 70, onde já se registravam vultosos déficits em transações correntes como proporção do PIB. A diferença crucial entre esse período e o atual é que, excetuando-se os anos 70 e em alguns períodos esporádicos, na grande maioria houve dificuldades de financiamento de tais déficits via superávits na conta capital, seja por investimento direto, empréstimos ou capitais compensatórios, principalmente nos últimos quatro anos.

As perspectivas para o financiamento futuro de tal alternativa são pessimistas, pois até mesmo as autoridades governamentais já estimam um menor ingresso de capitais em decorrência do arrefecimento do processo de fusões e privatizações observados na segunda metade da década passada e principais responsáveis pelo ingresso de divisas estrangeiras.

GRÁFICO 4.2
DÉFICIT EM CONTA CORRENTE COMO % DO PIB: 1970-2000



Fonte: IBGE e Bacen, cálculos do autor.

Uma segunda alternativa, o incentivo à poupança interna, requer um horizonte de ajuste mais longo, uma vez que é necessário a recuperação do poder aquisitivo dos rendimentos, corroídos por quase três décadas de inflação.

Estudando o desafio de se aumentar a poupança privada no Brasil, ALÉM & GIAMBIAGI (1997), afirmam que o desafio supra citado consiste em definir mecanismos que permitam atingir simultaneamente dois objetivos: (i) diminuir a propensão média a consumir da sociedade, de forma a viabilizar um aumento da participação do investimento na demanda agregada; e (ii) canalizar os recursos que deixariam de ser consumidos pelos indivíduos para que eles sejam, de fato, utilizados no financiamento do investimento através de um sistema financeiro eficiente pois, sem essa intermediação eficiente, o menor consumo acarretará apenas numa diminuição da demanda agregada e da renda.

Com esse objetivo, os autores acima citados descrevem três iniciativas distintas que poderiam conduzir a um aumento da taxa de crescimento do país. A primeira, *aumento da poupança pública*, corresponde à alternativa mais indicada e recomendação mais evidente e repetida no debate sobre o tema. Uma segunda corresponde a *estímulos*

aos fundos de pensão, pois, ao confiarem que seus rendimentos futuros serão mais atrativos, o esforço de contenção do consumo presente acarretaria em um aumento da poupança privada. Finalizando, ao estimular *os mecanismos de aquisição de casa própria*, tal medida agiria em duas frentes, ao exigir uma poupança prévia para a aquisição e, com o pagamento das prestações do imóvel, haverá indução a novos fluxos de poupança individual por parte dos mutuários.

Dessa forma, pode-se concluir que, com base nos resultados fornecidos pelo modelo de dois hiatos, a principal causa de restrição ao crescimento econômico recente se encontra no *front* doméstico e tem sido a poupança interna insuficiente para a acumulação de capital.

Muito tem sido escrito sobre o setor externo como principal fonte limitadora do crescimento econômico recente pelo fato do país possuir um vultoso déficit em conta corrente, insustentável no longo prazo pelo escasseamento das fontes de financiamento. Porém, essa limitação decorre do fato do país vir importando poupança externa (via déficits na conta corrente), constituindo-se numa fonte **secundária** de restrição.

Uma alternativa de financiamento poderia ser a receita gerada pelas exportações, porém, vimos que a taxa de crescimento dessas encontram-se em um ritmo lento de expansão e mesmo com a desvalorização cambial em 1999, elas vêm respondendo de maneira tímida.

Essa conjuntura faz com que as autoridades governamentais sejam obrigadas a implementar rígidos ajustes do balanço de pagamentos via contração da demanda agregada interna, que por sua vez contraem a oferta agregada futura, colocando o país no círculo vicioso descrito no Capítulo 1 enquanto que o desafio sugerido por ALÉM & GIAMBIAGI (1997), a elevação da poupança interna, não se concretize.

CAPÍTULO 5

CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente trabalho procurou discutir o comportamento do balanço de pagamentos brasileiro durante o período de 1995-2000 e suas conseqüências para o crescimento econômico recente.

Com esse intuito, foi apresentado de que forma o setor externo pode influir no crescimento econômico de um país analisando-se ao mesmo tempo o papel desempenhado pelos fluxos internacionais de capitais, na alavancagem, e pela estrutura do balanço de pagamentos, na limitação dessa taxa.

Foi descrito que, dado um desequilíbrio em seu balanço de pagamentos, um país dispõe de, basicamente, duas alternativas de ajuste, uma baseada na oferta e a outra, na demanda agregada. Para a implementação da primeira, é necessário a existência de financiamento externo abundante, pois seu horizonte de aplicação é maior uma vez que há toda uma reestruturação da oferta agregada do país como forma de, ao mesmo tempo em que é reduzida a necessidade de importações, aumenta a competitividade do país no mercado mundial, alavancando suas exportações de bens e serviços e, no longo prazo,

reduzindo a dependência do país frente à necessidade de entradas de capitais internacionais.

Já a segunda alternativa de ajuste consiste basicamente na contração do nível de absorção interna, fazendo-se uso de políticas com o intuito de, ao se reduzir a demanda agregada, também se restrinja a demanda por importações de bens e insumos.

Foi discutido o comportamento do balanço de pagamentos brasileiro na última metade do século passado, constatando um comportamento errático, uma vez que em apenas 22 ocasiões, nos 54 anos observados, foram registrados saldos superavitários.

Apesar desse comportamento preocupante, até o início dos anos 80, o país logrou êxito no financiamento do desequilíbrio externo ora por empréstimos privados, ora por intermédio de recursos das agências internacionais. Somente após a decretação da moratória mexicana em 1982 que, pela primeira vez, as autoridades governamentais procuraram implementar políticas de ajuste do balanço de pagamentos, sendo adotada a opção da restrição da demanda interna como forma de se gerar os superávits comerciais objetivando, assim, honrar as crescentes obrigações em moeda estrangeira representadas pelos juros da dívida externa.

Até meados dos anos 90, o crescente fluxo de entrada de capitais estrangeiros se tornou a principal fonte de financiamento para o equilíbrio do balanço de pagamentos juntamente com o prosseguimento da política de obtenção de superávits comerciais, porém, quando, com a implantação do Plano Real, foi registrado já no ano de 1995, o primeiro saldo comercial negativo após 12 anos de megassuperávits cuja média anual atingiu US\$ 12,3 bilhões.

Num segundo momento do estudo, foi apresentado o modelo desenvolvido por CHENERY & BRUNO (1962) que ficou conhecido na literatura econômica como o

modelo de dois hiatos, aplicando a adaptação de BACHA (1982) à economia brasileira durante o período entre 1995 e 2000.

Comparando a taxa de crescimento efetiva do período com a taxa máxima sugerida pelo modelo, observou-se a geração de resultados consistentes com a teoria, sendo obtidas as mesmas conclusões geradas em FRITSCH & MODIANO (1988) em suas estimativas para os anos 90: dentre a poupança interna e o volume de ingresso de capitais externos, o maior foco de restrição ao crescimento econômico constitui-se da poupança interna, insuficiente para a acumulação nacional de capital.

Dado o exposto, há duas alternativas para o incremento da taxa de investimento: importação de poupança externa via déficit na conta corrente ou implementação de medidas que incentivem a elevação da taxa interna de poupança.

O estudo listou três alternativas: aumento da poupança pública, fortalecimento dos fundos de pensão e estímulos aos mecanismos de aquisição de casa própria por parte de famílias de baixa renda, citando, inclusive, ALÉM & GIAMBIAGI (1997), os quais afirmam que dificilmente a economia brasileira atingirá um crescimento econômico superior a 5% ao ano na presente década sem financiá-lo através de "*um perigoso aumento da poupança externa*".

De fato, tem-se recorrido sistematicamente à primeira alternativa desde os anos 70 e, dada a retração generalizada nos fluxos de investimento aos países em desenvolvimento, enquanto não forem implementadas medidas efetivas de aumento do saldo comercial brasileiro, ou reduzida a necessidade de importação de poupança externa, os atuais déficits nas transações correntes serão insustentáveis no longo prazo, gerando medidas recessivas que diminuam a propensão a importar, com claros reflexos para o crescimento econômico.

BIBLIOGRAFIA

ALÉM, A. C. & GIAMBIAGI, F. Aumento do investimento: o desafio de elevar a poupança privada no Brasil, *in Revista do BNDES*, vol. 4, n. 8, pp. 3-30, 1997.

ALEXANDER, S. S. The effects of a devaluation on a trade balance, *in International Monetary Fund Staff Papers* n.2, pp. 263-278, Abr/1952.

AVERBUG, A Abertura e integração comercial brasileira na década de 90, *in* GIAMBIAGI, F & MOREIRA, M. M. (orgs.) **A economia brasileira nos anos 90**, Rio de Janeiro: BNDES, 1997.

BACHA, E. L. **Balança de pagamentos, inflação e crescimento: uma reinterpretação do modelo de dois hiatos**, Anais do IX Encontro Nacional da Anpec, Olinda, 1981.

_____ Crescimento com oferta limitada de divisas: uma reavaliação do modelo de dois hiatos *in Pesquisa e Planejamento Econômico*, vol.12, n.2, pp.285-310, Ago/1982.

BAILLIU, J. N. **Private capital flows, financial development and economic growth in developing countries**, Canadá: Bank of Canada, jul/2000. (Working Paper n.2000-15)

BARROS, R. P de; MENDONÇA, R.; FOGUEL, M. & CRUZ, L. E. **O impacto da abertura comercial sobre o mercado de trabalho brasileiro**, Anais do XXIV Encontro Nacional da Anpec, Campinas, 1996.

BIRD, G External financing and balance of payments adjustment in developing countries *in World Development*, vol.25, n.9, pp.1409-1420, 1997.

_____ How important is sound domestic macroeconomics in attracting capital inflows to developing countries? *in Journal of International Development*, vol.11, pp.1-26, 1999.

BLISS, C. **Trade and development**, in CHENERY, H. B. & SRINAVAN, T. N. chapter 23, pp.1187-1240, 1989.

BONELLI, R. & FONSECA, R. **Ganhos de produtividade e de eficiência: novos resultados para a economia brasileira**, Rio de Janeiro: IPEA, Abril/1998. (Texto para Discussão n. 557)

CAVALCANTI, M. A. F. H. & FRISCHTAK, C. R. **Crescimento econômico, balança comercial e a relação câmbio-investimento**, Rio de Janeiro: IPEA, 2001. (Texto para Discussão n. 821)

CARDOSO, E. A. & DORNBUSCH R., **Foreign private capital flows**, in CHENERY, H. B. & SRINAVAN, chapter 26, pp.1388-1439, 1989.

CARDOSO, E. & HELWEGE, A. **Currency crises in the 1990s: the case of Brazil**, 1999. (Disponível on-line: www.nber.org)

CARNEIRO, D. D. & MODIANO, E. Ajuste externo e desequilíbrio interno: 1980-1984, in ABREU, M. P (org) **A ordem do progresso**, Rio de Janeiro: Editora Campus, 1990. (capítulo 12)

CARNEIRO, D. D. **A sustentabilidade dos déficits externos**, Rio de Janeiro: PUC-RIO, 1997. (Texto para discussão n. 384)

CASTRO, A. B. de **Reestruturação da indústria brasileira nos anos 90**, Rio de Janeiro: IE-UFRJ, 2001. Mimeo

CAVES, R. E. *et al* **World trade and payments**, Glenview: Scott, Foresman and Company, 5th Edition, USA, 1990.

CEPAL **Foreign investment in Latin America and the Caribbean**, 2000 Report, jun/2001. (Disponível on-line: www.cepal.org)

CHENERY, H. B. & BRUNO, M. Development alternatives in an open economy: the case of Israel, in **The Economic Journal**, vol.57, pp. 79-103, mar/1962.

CHENERY, H. B. & STROUT, A. M. Foreign assistance and economic development in **The American Economic Review**, vol. 56, n.4, pp.679-733, set/1966.

CHENERY, H. B. The structuralist approach to development policy *in The American Economic Review*, vol. 65, n. 2, pp. 310-316, mai/1975.

CHENERY H. B. & SRINIVASAN, T. N. **Handbook of development economics** - volume II, Holanda, Amsterdam: North-Holland, 1989.

DOMAR, E Capital expansion, rate of growth and employment, *in Econometrica*, 14, pp. 137-147, 1946.

DORNBUSCH, R. & FISCHER, S. **Macroeconomia**, São Paulo: Makron, McGraw-Hill, 5ª Edição, 1991.

EATON, J. **Foreign public capital flows**, *in* CHENERY, H. B. & SRINAVAN, T. N. chapter 25, pp.1305-1386, 1989.

EDWARDS, S **Does the current account matter?**, estudo apresentado na conferência "Crisis Prevention" da National Bureau of Economic Researchs, jan/2001. (Disponível on-line: www.nber.org)

FMI **World Economic Outlook - The Global Economy After September 11**, Dez/2001. (Disponível on-line: www.imf.org)

FRENKEL, J. A. & JOHNSON, H. G. **The monetary approach to the balance of payments**, London: George Allen & Unwin, UK, 1976.

FRITSCH, W. & MODIANO, E. M. A restrição externa ao crescimento econômico brasileiro: uma perspectiva de longo prazo, *in Pesquisa e Planejamento Econômico*, vol.18, n.2, pp.271-296, Ago/1988.

GALVÃO, O. J. de A. O Balanço de pagamentos, *in* FEIJÓ, C. A. *et al*: **Contabilidade Social**, Rio de Janeiro: Editora Campus, 2001. (capítulo 7)

GONÇALVES, R.; BAUMAN, R.; PRADO, L. C. & CANUTO, O. **A nova economia internacional: uma perspectiva brasileira**, Rio de Janeiro: Ed. Campus, 1998.

HARBERGER, A. C. Currency depreciation, income and the balance of trade, *in Journal of Political Economy*, n.58, pp. 47-60, Fev/1950.

HARROD, R. F. An essay in dynamic theory, *in The Economic Journal*, 49, pp. 14-33, 1939.

HIDALGO, A. B. **Abertura comercial brasileira e mudanças na produtividade**, Recife: PIMES/UFPE, 1999 (Texto para Discussão n. 431)

IPEA **Boletim de Conjuntura**, n.55, out/2001. (Disponível on-line www.ipea.gov.br)

JOHNSON, H. G. The monetary approach to the balance of payments: a nontechnical guide, *in ADAMS, J The contemporary international economy*, New York: St. Martin's Press, USA, 1979.

JONES, H. G. **Modernas teorias do crescimento econômico**, São Paulo: Ed. Atlas, 1979.

KENEN, P. B. **Economia internacional: teoria e política**, Rio de Janeiro: Campus, 1998.

KINDLEBERGER, C. P. Measuring equilibrium in the balance of payments, *in Journal of Political Economy*, vol.78, n.6, Nov-Dez/1969.

KRUGMAN, P. R. & OBSTFELD, M. **Economia internacional: teoria e política**, São Paulo: Makron Books, 4ª Edição, 1999.

KUME, H. **A política de importação no Plano Real e a estrutura de proteção efetiva**, Anais do XXIV Encontro Nacional da Anpec, Campinas, 1996.

LAPLANE, M. & SARTI, F. **Investimento direto estrangeiro e o impacto na balança comercial nos anos 90**, Brasília: IPEA, 1999. (Texto para Discussão n. 629)

LAURESEN S. & METZLER, L. A. Flexible exchange rates and the theory of employment, *in The Review of Economics and Statistics*, n.32, pp. 281-299, Nov/1950.

MacDOUGALL, Costos y beneficios de la inversión privada extranjera: un enfoque teórico, *in CAVES, R. E. & JOHNSON, H. G. Ensayos de Economía Internacional*, Buenos Aires: Amarrortu Editores, 1972. (cap. 8)

MAIA, S. F. **Efeitos da taxa de câmbio e da taxa de juros sobre as exportações agrícolas brasileiras de 1980 até 1996**, Recife: PIMES/UFPE, 2001. (Tese de Doutorado)

McKINNON, R. I. Foreign exchange constraints in economic development and efficient aid allocation, *in The Economic Journal*, vol.74, pp.388-409, jun/1964.

MIGUEL, P. P. & CUNHA, J. A. R. A vulnerabilidade externa do Brasil, *in República*, São Paulo: Editora D'Avila, pp. 97-105, abril/2001

MILESI-FERRETTI, G. M. & RAZIN, A. **Current account sustainability: select east asian and latin american experiences**, IMF Working Paper n.110/96, out/1996.

MIRANDA, J. C **Abertura comercial, reestruturação Industrial e exportações brasileiras na década de 1990**, Brasília: IPEA, 2001. (Texto para Discussão n. 829)

MOLLO, M. L. R. & SILVA, M. L. F. A liberalização do câmbio no Brasil: revisitando a discussão dos pressupostos teóricos embutidos nas prescrições cambiais alternativas, *in Estudos Econômicos*, vol. 29, pp.189-227, abr-jun/1999.

MOURA, J. G. de **Ataques especulativos e mudanças cambiais**, Recife: PIMES/UFPE, 2001. (Tese de Doutorado)

OBSTFELD, M. & ROGOFF, K. **Foundations of international macroeconomics**, Cambridge:MIT Press, 3th Edition, 1998.

PADAYACHEE, V. Foreign capital and economic development in South Africa: recent trends and postapartheid prospects, *in World Development*, vol. 23, n. 2, pp. 163-177, 1995.

PINHEIRO A. C. & FUKASAKU, K. **A privatização no Brasil: o caso dos serviços de utilidade pública** Rio de Janeiro:BNDES, 2000.

RATTI, B. **Comércio internacional e câmbio**, 9^a Edição, São Paulo: Aduaneiras, 1997.

RESENDE, M. F. C. **Crescimento econômico, disponibilidade de divisas e importações totais e por categoria de uso no Brasil: um modelo de correção de erros**, Brasília: IPEA, 2000. (Texto para Discussão n. 714)

ROBINSON, J. **Essays in the theory of employment**, London: Mcmillan, UK, 1937.

SACHS, J. D. & LARRAIN, F. **Macroeconomia**, São Paulo: Makron Books, 1995.

SILVA, A. G.; VERGOLINO, J. R. O. & LIMA, R. C. **A lei de Thirlwall e a economia brasileira: uma breve consideração**, Recife: PIMES/UFPE, 2000. (Texto para Discussão n. 440)

SIMONSEN, M. H. & CYSNE, R. P. **Macroeconomia**, 2ª Edição, São Paulo: Editora Atlas, 1995.

THIRLWALL, A. P. The balance of payments constraint as an explanation of international growth rate differences, *in Banca Nazionale del Lavoro Quaterly Review*, 128, pp.45-53, 1979.

SELOWSKY, M & van der TAK, H. The debt problem and growth, *in World Development*, vol.14, n.9, pp.1107-1124, 1986.

UNCTAD **World Investment Report**, 2001 (Disponível on-line: www.unctad.org)

VESCOVI, A. P. V. J. **Taxa de câmbio e reestruturação industrial no Brasil nos anos 90**, Brasília: UnB, 2001. (Dissertação de Mestrado)

van WIJNBERGEN, S. Macroeconomic aspects of the effectiveness of foreign aid: on the two-gap model, home goods disequilibrium and real exchange rate misalignment *in Journal of International Economics*, vol.21, n.1-2, pp.123-136, 1986.

WILLIAMSON, J. **A economia aberta e a economia mundial**, Rio de Janeiro: Editora Campus, 1989.

ABSTRACT

Actually, a frequent theme in the economic literature has been the behavior of the Brazilian balance of payments and its consequences on the main macroeconomics variables after the launch of *Plano Real*. The present study seeks to contribute for the debate analyzing in which forms the external sector has been influenced the recent Brazilian economic growth, more precisely, how the unbalance between the foreign exchange's offer and demand has been restricting the internal productive capacity in the same period when the internal savings ratio as a proportion of the PIB has reduced from 19,5% to 17%. For that, when analyzing the national balance of payments, it was discussed how the economic measures adopted in the nineties took the country to present high current account deficits and as the option for the financing of those deficits through the inflow of external resources has been responsible for the "import" of the several world financial crises in the last seven years. In a second moment, it was applied the two gap model described by BACHA (1982) to the period 1995-2000, leading to the conclusion that in the analysed period, the Brazilian economic growth has been restricted by the insufficient volume of the internal savings for capital accumulation, the same result found for the period by FRITSCH & MODIANO (1988), and not by the behavior of balance of payments.

APÊNDICE 1

A CONTABILIDADE DO BALANÇO DE PAGAMENTOS

O balanço de pagamentos é definido pelo Fundo Monetário Internacional como o registro sistemático de todas as transações econômicas realizadas durante um certo período entre residentes do país e residentes de outros países. Como residentes, entende-se aqueles indivíduos ou instituições que tenham uma permanente associação com o território de um país e sejam subordinados às suas autoridades governamentais, mesmo que possam ter origem estrangeira²⁹.

Conforme assinala RATTI (1997), seu principal objetivo é o de manter as autoridades econômicas informadas a respeito da posição internacional devedora/credora do país, auxiliando-as na formulação de políticas ao mensurar a influência das transações estrangeiras sobre a Renda Nacional. Também é visto como referencial das condições estruturais e conjunturais de uma economia tanto interna como externamente, uma vez que sofre influências de decisões internas e externas à economia do país.

Sua contabilização, assim como qualquer registro contábil, segue o "Princípio das Partidas Dobradas" onde cada transação envolve dois fluxos em direções alternadas que geram dois registros, um a crédito, o outro a débito.

Para GONÇALVES *et al* (1998), um registro expressa a natureza econômica da transação, enquanto que o outro representa sua contrapartida monetária ou financeira.

²⁹ RATTI (1997) chama a atenção para a expressão "subordinados às autoridades nacionais", o que significa que embaixadas ou missões militares, enquanto em território estrangeiro, não estão subordinados às autoridades desses territórios. Desse modo, transações com essas entidades ou pessoas são registradas como se fossem realizadas diretamente com as autoridades de seus respectivos países.

Como exemplo, podemos citar a exportação de mercadorias à vista, implicando num fluxo monetário na direção oposta, ou o ressarcimento de uma dívida, tendo como contrapartida um movimento inverso de moeda ou de outro ativo.

A estrutura do balanço de pagamentos pode ser visualizada na TABELA A.1 e podemos dividi-la em dois grandes grupos: as transações correntes, também chamadas de conta corrente (item IV) e os movimentos de capitais, também denominados como balanço ou conta de capital (item V). No primeiro, encontram-se as transações referentes à movimentação de mercadorias e serviços (esse último englobando, inclusive, a remuneração de capitais sob a forma de juros e dividendos), enquanto que no segundo encontram-se os deslocamentos de moeda, créditos e títulos representativos de investimentos.

Essa dicotomização, juntamente com a premissa de que o saldo do balanço de pagamentos deve ser igual a zero implica, conforme salientam SIMONSEN & CYSNE (1995), que o saldo em transações correntes deve ser igual ao saldo da conta de capital com o sinal trocado. Ela também corrobora para a elaboração de duas definições para conta corrente: como sendo balança comercial menos as transferências líquidas do exterior ou como sendo a posição líquida do investimento externo (SACHS & LARRAIN, 1995).

Os ajustes automáticos ou induzidos dessas contas estão presentes na dinâmica da macroeconomia, uma vez que a composição das contas do balanço de pagamentos para um dado período fornece um perfil das transações efetuadas ao longo desse período, além de mostrar seu impacto sobre os estoques patrimoniais correspondentes.

TABELA A.1
 ESTRUTURA GERAL DO BALANÇO DE PAGAMENTOS

(I)	BALANÇA COMERCIAL
	Exportações (FOB)
	Importações (FOB)
(II)	BALANÇO DE SERVIÇOS
	Serviços Pagos ou Recebidos
	Viagens ao Exterior
	Transportes (seguros, fretes)
	Rendas de Capital (lucros e dividendos, lucros reinvestidos, juros)
	Serviços Governamentais
	Outros Serviços
(III)	TRANSFERÊNCIAS UNILATERAIS
	Donativos entre os Países
(IV)	SALDO EM CONTA CORRENTE (I+II+III)
(V)	MOVIMENTOS DE CAPITAIS AUTÔNOMOS
	Investimentos Diretos
	Empréstimos e Financiamentos
	Amortizações
	Outros Capitais de Curto Prazo
(VI)	ERROS E OMISSÕES
(VII)	SALDO TOTAL DO BALANÇO DE PAGAMENTOS (IV+V+VI)
(VIII)	MOVIMENTO DE CAPITAIS COMPENSATÓRIOS (-VII)
	Contas de Caixa (Variação nas Reservas Internacionais)
	Empréstimos de Regularização
	Atrasados

Fonte: SIMONSEN & CYSNE (1995)

Uma conta corrente desequilibrada tem como consequência a variação no montante de ativos internacionais líquidos do país. Desta forma, quando um país apresenta um superávit na conta corrente, sua conta de capital é necessariamente negativa, levando ao aumento nos ativos internacionais líquidos (haveres menos obrigações) do país.

CAVES *et al* (1990), utilizando-se de conceitos definidos originalmente por KINDLEBERGER (1969), afirma existir uma causalidade entre itens representados em

cima e embaixo de um balanço de pagamentos. Dessa forma, traça uma linha divisória entre os itens autônomos e os compensatórios (ou financiadores). Afirmar, ainda, não haver consenso na literatura econômica sobre onde essa linha deveria ser traçada, mas normalmente ela se encontra entre o saldo da conta corrente e os movimentos autônomos de capital mais erros e omissões (item VII) e o movimento de capitais compensatórios (item VIII).

Passemos agora a analisar mais detalhadamente as contas componentes do balanço de pagamentos. As transações correntes correspondem, basicamente, a três contas: balança comercial, balança de serviços e transferências unilaterais. A balança comercial registra as exportações e importações de mercadorias do país computadas em seu valor FOB (*free on board*, ou seja, valor total importado ou exportado excluído o pagamento de fretes e seguros). A balança de serviços, também denominada de *balança de invisíveis*, engloba os recebimentos e pagamentos de viagens de residentes ao exterior e de não-residentes ao país, fretes, seguros, lucros, dividendos etc. Transferências unilaterais tratam de pagamentos ou recebimentos que não tenham contrapartida de serviços (doações, remessas de imigrantes, reparações de guerra etc).

Movimento de Capitais Autônomos corresponde às entradas e saídas de capitais voluntários sob a forma de investimento diretos, investimento em portfólio, novos empréstimos e amortizações de empréstimos anteriores.

Em Erros e Omissões são registradas os valores das operações não contabilizadas corretamente de forma que o balanço de pagamentos realmente tenha o valor zero.

Movimento de Capitais Compensatórios compreende três contas: (i) as Contas de Caixa, que correspondem aos haveres a curto prazo no exterior, ouro monetário, direitos especiais de saque e posição de reservas no FMI; (ii) Empréstimos de

Regularização, que relacionam os empréstimos do Fundo Monetário Internacional ou outras instituições com o propósito de cobrir déficits no balanço de pagamentos; e (iii) Atrasados, referindo-se a pagamentos vencidos no exterior e não pagos.

APÊNDICE 2

MODELOS SELECIONADOS DE CRESCIMENTO COM RESTRIÇÃO EXTERNA

A.2.1 UM MODELO SIMPLES DE CRESCIMENTO COM MOBILIDADE DE CAPITAL

A relação entre fluxos internacionais de capitais e crescimento econômico discutida no Capítulo 1, pode ser melhor observada fazendo-se uso de um modelo simples de crescimento endógeno - como o modelo AK – pois esse grupo de modelos de crescimento permite a observação do comportamento da acumulação de capital dado variáveis financeiras como o desenvolvimento do sistema bancário e os fluxos internacionais de capital. (BAILLIU, 2000)

Supondo-se, inicialmente, uma economia fechada, a função de produção agregada é dada por:

$$Y_t = AK_t \quad (\text{A.1})$$

onde o nível do produto (Y) é uma função linear do nível tecnológico (A) e o estoque agregado de capital (K). A economia produz apenas um bem que pode ser consumido ou investido e, para simplificação da análise, não há crescimento populacional.

Sendo (d) a taxa de depreciação, o investimento bruto da economia (I) dessa economia será:

$$I_t = K_{t+1} - (1 - d)K_t \quad (\text{A.2})$$

Nesse modelo, os responsáveis pela transformação da poupança em investimento são os intermediários financeiros, que absorvem uma fração ($1-f$) dos recursos poupados como pagamento por seus serviços de intermediação. Dessa forma, a condição de equilíbrio do modelo é que a fração disponível da poupança após o recolhimento das taxas dos intermediários financeiros (fS_t) se iguale ao total de investimentos, ou seja:

$$fS_t = I_t \quad (\text{A.3})$$

Substituindo-se sucessivamente (A.3) em (A.2) e (A.1) e descartando os índices temporais, chega-se à taxa de crescimento do produto (g) como sendo:

$$g = A\left(\frac{I}{Y}\right) - d = Afs - d \quad (\text{A.4})$$

onde $g = Y_{t+1} - Y_t$ e (s) denota a taxa bruta de poupança.

A equação (A.4) representa nessa economia fechada, a taxa de crescimento no estado estacionário num modelo AK com intermediação financeira e revela dois canais principais pelos quais o desenvolvimento financeiro pode afetar o crescimento econômico. O primeiro, envolve a eficiência na qual a poupança é transformada em investimento, ou seja, à medida em que os intermediários financeiros se especializem na intermediação, espera-se que com essa maior eficiência, a distância entre o volume total tomado e

emprestado de capital seja reduzido, aumentando o total de poupança disponível para o investimento (com o aumento do parâmetro f).

O segundo canal envolve a alocação do capital naqueles investimentos mais rentáveis. Uma importante função da intermediação financeira é alocar recursos naqueles investimentos em que o produto marginal seja maximizado. Nesse modelo, um aumento na alocação de recursos se traduzirá numa maior taxa de crescimento pois aumenta a produtividade marginal do capital (o parâmetro A).

Esse modelo pode ser expandido, permitindo a incorporação dos fluxos internacionais de capitais. Suponha que estrangeiros possam investir nessa economia apenas através dos intermediários financeiros domésticos. Se há mais entradas do que saídas de capital nessa economia, então haverá um maior volume de poupança disponível para o investimento. Sendo (S_t^*) o montante líquido de capitais que entram na economia, a nova condição de equilíbrio é dada por:

$$f'(S_t + S_t^*) = I'_t \quad (\text{A.5})$$

Fazendo-se as mesmas operações para o cálculo de (A.4), substituindo (A.3) por (A.5), a taxa de crescimento no estado estacionário é agora dada por:

$$g' = A' \left(\frac{I'}{Y} \right) = A' f' s' \quad (\text{A.6})$$

A taxa de crescimento no estado estacionário do modelo AK com intermediação financeira e fluxos internacionais de capitais pode agora ser comparado com o modelo de uma economia fechada, frisando os canais principais pelos quais os fluxos de capitais podem influenciar o crescimento nesse simples modelo.

Em primeiro lugar, os fluxos de capitais promovem crescimento econômico caso sejam os responsáveis pelo aumento na taxa de investimento. No modelo, g' será maior do que g caso a taxa de poupança aumente na presença de livre mobilidade de capital ($s' > s$). Essa maior taxa requer que haja entrada líquida de capitais no país ($S_t^* > 0$) e que esses sejam utilizados para financiar investimento e não consumo.

Em segundo lugar, os fluxos de capitais alavancarão a taxa de crescimento da economia caso sejam utilizados em investimentos que ocasionem externalidades positivas. BAILLIU (2000) cita três casos em que o aumento no investimento direto estrangeiro pode ocasionar externalidades positivas: (i) investimento poderá aumentar a competição entre as firmas domésticas da economia, fazendo com que haja um aumento geral de produtividade; (ii) se o investimento levar à formação de capital humano, haverá externalidades positivas caso esse capital se torne novos empreendedores ou, ao ser transferido para outras empresas, repassem seus conhecimentos adquiridos; e (iii) investimento estrangeiro pode ser acompanhado por transferência de tecnologia, podendo se tornar o mais importante acesso das economias em desenvolvimento às tecnologias desenvolvidas nos países industrializados.

Em terceiro lugar, fluxos de capitais podem influenciar positivamente o crescimento caso sejam os responsáveis pelo aumento na eficiência dos intermediadores financeiros domésticos.

Esse modelo, no entanto, supõe a existência de abundância de fluxos internacionais de capitais mas, como pôde ser observado na TABELA 4.1, desde a eclosão da crise financeira no sudeste asiático em 1997, os fluxos líquidos totais de capitais privados aos países em desenvolvimento têm declinado, provocando grandes dificuldades para os países extremamente dependentes de capitais externos, notadamente o Brasil.

A.2.2 A LEI DE THIRLWALL

Analizando um grupo de 18 países, THIRLWALL (1979) estabeleceu uma forte relação entre as exportações e as taxas de crescimento do PIB, chegando à conclusão de que as diferenças entre as taxas de crescimento dos países são explicadas pela restrição do balanço de pagamentos dado pela balança comercial.

Segundo seus argumentos, se um país passasse a sofrer de dificuldades em seu balanço de pagamentos no momento em que a demanda se expandisse a uma taxa superior ao crescimento da oferta, ela precisaria ser contida. Como consequência, passaria a ocorrer um excesso de oferta no país, desencorajando novos investimentos, que por sua vez reduziriam o ritmo na obtenção de progresso tecnológico na produção. No longo prazo, os produtos do país perderiam competitividade no exterior devido à defasagem tecnológica, piorando ainda mais o equilíbrio do balanço de pagamentos e reiniciando o processo de restrição da demanda. Uma alternativa a esse círculo vicioso seria o país conseguir expandir sua demanda até o nível de sua capacidade produtiva. Não ocorrendo pressões sobre o balanço de pagamentos, a expansão da demanda contribuiria positivamente para uma expansão da oferta.

O modelo proposto por Thirlwall pode ser resumido em uma única equação, onde a taxa de crescimento do PIB ($\bar{g}_t$) de um país seria limitada pela razão existente entre a taxa de crescimento das exportações (x_t) e a elasticidade-renda da demanda por importações (p), ou seja, $\bar{g}_t = x_t/p$. Essa relação ficou conhecida na literatura como "Lei de Thirlwall" e, após a publicação de seu trabalho, um extenso debate se seguiu, alguns autores apoiando, outros criticando a metodologia utilizada por Thirlwall, propondo

metodologias alternativas. Porém, nenhum deles contesta a correlação existente entre exportações e taxa de crescimento do PIB³⁰.

³⁰ Uma completa revisão do debate que se seguiu após a publicação do artigo de THIRLWALL (1979) pode ser encontrada em SILVA *et al* (2000).