

FLÁVIO AUGUSTO CORRÊA BASILIO

**CRESCIMENTO, VULNERABILIDADE E POUPANÇA EXTERNA: ANÁLISE DO
DEBATE MACROECONÔMICO BRASILEIRO**

**Monografia apresentada como requisito
parcial à obtenção do título de Bacharel em
Ciências Econômicas do Curso de
Graduação em Economia, Setor de Sociais
Aplicadas, Universidade Federal do Paraná.**

**Orientador: Prof. Dr. José Luis da Costa
Oreiro**

**CURITIBA
2004**

TERMO DE APROVAÇÃO

FLÁVIO AUGUSTO CORRÊA BASILIO

CRESCIMENTO, VULNERABILIDADE E POUPANÇA EXTERNA: ANÁLISE DO DEBATE MACROECONÔMICO BRASILEIRO

Monografia aprovada como requisito parcial para obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas do Curso de Economia, Setor de Sociais Aplicadas, da Universidade Federal do Paraná, pela seguinte banca examinadora:


Orientador: Prof. Dr. José Luis da Costa Oreiro
Departamento de Economia, UFPR


Prof. Dr. Fábio Dória Scatolin
Departamento de Economia, UFPR


Prof. Dr. José Gabriel Porcile Meirelles
Departamento de Economia, UFPR

Curitiba, 03 de dezembro de 2004

AGRADECIMENTOS

O autor agradece a todos aqueles que, direta ou indiretamente, colaboraram na execução deste trabalho e, em particular:

A Deus, que me proporciona momentos de grande felicidade, paz e por tudo que ele tem feito em minha vida, pelas vitórias, pela dádiva de viver, pelo pão que ele nunca deixou faltar em minha mesa;

Aos meus pais e irmãs, gostaria de expressar minha gratidão pela compreensão, companheirismo e carinho durante todos esses anos. Agradecer em especial, o apoio para a nova jornada que se inicia;

A Vó Terezinha, sempre presente de forma intensa, única e sincera, sempre apoiando e confiando no meu sucesso, em especial durante os momentos difíceis por que passei;

A Ellen, por ter me mostrado o grande prazer de viver, por ser minha amiga, por me dar força, por ser a pessoa que eu tanto procurei, por me amar, por deixar que eu a ame, em fim, por ser meu porto seguro;

A todos os meus familiares, tios, tias, primos e primas. Em especial, agradeço a minha segunda família: Caíque, Mônica, Felipe e Daniel;

Aos meus amigos que me proporcionaram momentos inesquecíveis, em especial os amigos do G8: Adriana, Alexandra, Anderson, André, Elisa, Giselly e Giovanni;

Ao Prof. Dr. José Luís da Costa Oreiro, incentivador, guia e mestre sempre atento e aplicado à minha formação profissional, amigo e sincero em todos os momentos.

RESUMO

Muito se discute sobre qual seria a melhor forma de diminuir a vulnerabilidade externa da economia brasileira, de como ficar menos suscetível a choques exógenos e como promover um crescimento auto-sustentado. Dentro deste contexto, este trabalho tem por objetivo apresentar e discutir as duas vertentes teóricas presentes no debate econômico sobre este tema. A primeira vertente teórica representada, entre outros, por Franco, Arida, Bacha, Lara-Rezende, advoga a necessidade da poupança externa e da abertura comercial para o crescimento e para a redução da vulnerabilidade externa da economia brasileira. Para que se tenha o salto qualitativo necessário para a promoção do desenvolvimento do país, é indispensável uma abertura comercial suficientemente capaz de promover maior dinamismo tecnológico no país. Um outro ponto defendido é a conversibilidade da conta de capitais como instrumento capaz de proporcionar maior acesso aos mercados internacionais de capitais, gerando, assim, um maior fluxo de poupança externa. A retomada do crescimento estaria condicionada à captação desta poupança, visto o esgotamento de mecanismos de financiamento público e privado dos investimentos produtivos. A segunda vertente representada, entre outros, por Bresser, Nakano, De Paula, Oreiro, Silva, defende que o crescimento sustentado da economia brasileira só será possível através da obtenção de grandes saldos na balança comercial e por intermédio da introdução de controles de capitais. O aumento do grau de endividamento dos países em desenvolvimento é visto como responsável pelas chamadas crises da conta de capitais, cuja solução exige a indução de políticas monetária e fiscal restritivas. Acrescenta-se que a liberalização financeira aumenta a incerteza e a volatilidade que a deriva, acarretando em perversos efeitos no nível de investimento e na disponibilidade de crédito da economia. Assim, no momento em que o governo fica subordinado aos interesses do capital financeiro internacional, ele renuncia o seu principal papel de regulador da atividade econômica.

Palavras-Chave: Crescimento, vulnerabilidade, poupança externa.

SUMÁRIO

LISTA DE TABELAS.....	VIII
LISTA DE FIGURAS.....	IX
RESUMO.....	V
INTRODUÇÃO.....	1
CAPÍTULO 1	CRESCIMENTO COM POUPANÇA EXTERNA E SEUS PRESSUPOSTOS
1.1	Introdução.....3
1.2	O modelo de crescimento com poupança externa.....4
1.3	Abertura Comercial, Produtividade e “Exportabilidade”.....9
1.4	Conclusão.....15
CAPÍTULO 2	LIBERALIZAÇÃO FINANCEIRA E A PLENA CONVERSIBILIDADE DA CONTA DE CAPITAIS
2.1	Introdução.....17
2.2	O modelo Shaw-McKinnon.....17
2.3	A plena conversibilidade da conta de capital.....21
2.4	Conclusão.....27
CAPÍTULO 3	CRESCIMENTO COM POUPANÇA EXTERNA NA CONCEPÇÃO KEYNESIANA
3.1	Introdução.....28
3.2	A relação entre Investimento e Poupança.....28
3.3	A questão da poupança externa e os limites de endividamento.....31
3.4	Os determinantes da taxa de crescimento de longo-prazo.....36
3.5	Investimento e produtividade: o modelo Kaldor-Verdoorn.....43
3.6	Conclusão.....48

CAPÍTULO 4	FLUXOS DE CAPITAIS E APRECIÇÃO DO CÂMBIO REAL: OS EFEITOS DA MOBILIDADE DE CAPITAIS SOBRE A COMPETITIVIDADE EXTERNA	
4.1	Introdução.....	49
4.2	Efeitos da volatilidade cambial sobre o investimento e o crescimento econômico.....	54
4.3	Controle de capitais: uma agenda de discussão.....	56
4.4	Conclusão.....	58
	CONCLUSÃO.....	60
	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	62

LISTA DE TABELAS

TABELA 1	- BRASIL E CORÉIA DO SUL: INDICADORES MACROECONÔMICOS COMPARADOS.....	11
----------	--	----

LISTA DE FIGURAS

FIGURA 1	- REPRESENTAÇÃO ANALÍTICA DO MODELO LIBERAL.....	15
FIGURA 2	- REPRESENTAÇÃO ANALÍTICA DO MODELO SHAW-MCKINNON.....	20
FIGURA 3	- REPRESENTAÇÃO ANALÍTICA DO MODELO KEYNESIANO.....	47

Introdução

Muito se discute sobre qual seria a melhor forma de diminuir a vulnerabilidade externa da economia brasileira, de como ficar menos suscetível a choques exógenos e como promover um crescimento auto-sustentado. Dentro deste contexto, este trabalho tem por objetivo apresentar e discutir as duas vertentes teóricas presentes no debate econômico sobre este tema.

A primeira vertente teórica representada, entre outros, por Franco, Arida, Bacha e Lara-Rezende, advoga a necessidade da poupança externa e da abertura comercial para o crescimento e para a redução da vulnerabilidade externa da economia brasileira. Para que se tenha o salto qualitativo necessário para promoção do desenvolvimento do país, e conseqüentemente melhoria nos padrões de vida da população, é indispensável uma abertura comercial suficientemente capaz de promover maior dinamismo tecnológico no país, que será o responsável pelos contornos básicos do ciclo de crescimento.

Um outro ponto defendido é a conversibilidade da conta de capitais, vista como um benefício para os países em desenvolvimento, uma vez que estes teriam maior acesso aos mercados internacionais de capitais, gerando, assim, um maior fluxo de poupança externa. A retomada do crescimento estaria condicionada à captação desta poupança, visto o esgotamento de mecanismos de financiamento público e privado dos investimentos produtivos. Por trás deste argumento está a hipótese de que o crescimento pode ser estimulado ou induzido por esta poupança, que funcionaria como um catalisador, propiciando as condições iniciais à retomada do crescimento.

A segunda vertente representada, entre outros, por Bresser, Nakano, De Paula, Oreiro, Silva, defende que o crescimento sustentado da economia brasileira só será possível através da obtenção de grandes saldos na balança comercial e por intermédio da introdução de controles de capitais, que seriam necessários para inibir a especulação no mercado cambial, evitando tanto a apreciação quanto depreciação exageradas. O aumento do grau de endividamento dos países em desenvolvimento é visto como responsável pelas chamadas crises da conta de capitais, em que movimentos de saídas de capitais se chocam com a disponibilidade limitada das reservas, cuja solução exige a indução de políticas monetária e fiscal restritiva. O

que se tem é que, para uma relação dívida bruta/exportações, a poupança externa além de não conseguir estimular o investimento, aumenta a sensibilidade das economias em desenvolvimento às crises.

Acrescenta-se que o processo de crescimento sustentado, e endogenamente gerado, necessita de investimentos em infra-estrutura econômica, tais como energia (petróleo, energia elétrica), telecomunicações e transportes (rodoviário, ferroviário e portuário), voltem a fazer parte da agenda de política econômica, uma vez que estes são o eixo central do processo de retomada do crescimento sustentado da economia brasileira.

A monografia se divide da seguinte forma: esta introdução, o capítulo 1, correspondendo à teoria e os pressupostos do crescimento com poupança externa. O capítulo 2 trata sobre a conversibilidade da conta de capitais, vista como indispensável para a inserção das economias em desenvolvimento nos mercados financeiros internacionais e, desta forma, atraindo a poupança externa necessária para um crescimento mais acelerado. O capítulo 3 apresenta a concepção keynesiana da estratégia de crescimento e poupança externa. O capítulo 4 trata sobre a crítica a plena conversibilidade da conta de capitais e, por fim, finaliza-se apresentando as principais conclusões.

Capítulo 1. Crescimento com Poupança Externa e seus pressupostos

1.1 Introdução

A presente seção tem como objetivo definir a estratégia de crescimento com poupança externa, apresentando as justificativas teóricas para a implementação deste tipo de política, analisando-as sob a ótica dos defensores da irrestrita liberalização financeira. É importante ressaltar que, neste primeiro momento, procurar-se-á construir de forma sólida e concisa a tese de seus defensores, para em um segundo momento, criticar esta posição.

Em meio ao esgotamento do padrão de financiamento público aos investimentos produtivos e de infra-estrutura, países que não possuem poupança pública e privada capazes de financiar o investimento necessário para impulsionar a retomada do crescimento econômico, deveriam inserir-se em uma nova agenda de discussões a fim de identificar fontes alternativas de financiamento.

Dentre os objetivos propostos, destaca-se a recuperação das taxas de crescimento e remoção dos controles que geram a repressão financeira¹, de forma a permitir que o mercado determine o nível da taxa de juros e o montante de alocação de crédito dentro da economia. Para tanto, argumenta-se que a estrutura baseada no controle e na forte regulamentação estatal é inadequada para promover a recuperação da economia e garantir o crescimento sustentado, bem como os

¹ Entende-se por repressão financeira, a capacidade do governo em fixar a taxa de juros a um nível menor do que aquele capaz que equilibrar a demanda e a oferta de fundos emprestáveis. A repressão financeira tem recebido diversas críticas ao longo dos últimos trinta anos, com base na idéia de que a mesma atuaria no sentido de desestimular a poupança, produzindo racionamento de crédito e incentivando a alocação ineficiente de recursos para o financiamento de projetos de investimento. Por outro lado, esse fenômeno ocorre como consequência da pressão do Estado para obter fundos que não são provenientes legitimamente de poupança, como maneira de financiar a sua gestão do déficit orçamentário. Empregando a autoridade monetária, o Estado amplia o crédito destinado ao setor público (governo central e empresas públicas). Uma das vertentes das referidas críticas parte do *staff* do FMI, segundo o qual, a política creditícia pode estimular um exagerado endividamento privado, utilizando para isso o estabelecimento de taxas de juros diferenciais. Essa política propende a aumentar a capacidade de aquisição de divisas (para importações e outros fins), a ampliar o nível de consumo, com efeitos similares na balança de pagamentos. Essa expansão creditícia a taxas de juros baixas ocasiona uma distorção inflacionária, com repercussões nas contas externas, pelo excesso de demanda que provoca e que se materializa em crescimento desproporcionado da quantidade de dinheiro criado. A consideração estratégica da política monetário-creditícia nasce, por conseguinte, da importância que adquire para o FMI esse campo de gestão governamental, tanto no que se refere ao desequilíbrio externo como ao desequilíbrio interno.

ganhos de eficiência requeridos. Dentro desta linha, caberia ao Estado manter e assegurar o respeito e as regras às instituições econômicas. A base deste pressuposto é que o livre funcionamento do mercado geraria melhores resultados em termos de crescimento e bem-estar.

1.2 O modelo de crescimento com poupança externa

A partir deste cenário, argumenta-se a necessidade de um conjunto de mudanças na estrutura econômica, compreendendo a abertura comercial², reformas no mercado financeiro³ e liberalização da conta de capitais do balanço de pagamentos⁴. O pressuposto teórico do modelo⁵, é que os elevados controles sobre o sistema financeiro, e as subseqüentes distorções acarretaram uma redução da qualidade do investimento privado e desencorajam a intermediação financeira e a formação de poupança.

Sob este enfoque, torna-se necessário aumentar a participação da poupança externa⁶ como instrumento capaz de possibilitar às economias emergentes seu desenvolvimento econômico.

Segue-se, que as políticas de abertura são vistas como a melhor forma de um país atingir o processo de desenvolvimento. Dentre essas políticas, a abertura externa em relação ao balanço de pagamentos é uma das mais importantes, até como forma de obter o financiamento externo necessário para a retomada do crescimento. Essa abertura externa é composta pela abertura comercial⁷, no que se refere ao saldo comercial, pela abertura na conta de transações correntes, traduzida

² Dentro da tradição estruturalista e pós keynesiana, analisa-se o comércio e o crescimento por meio do crescimento liderado pelas exportações (*export led growth*), da estratégia de substituição de importações e das restrições de balanço de pagamentos. A tradição pós-keynesiana, representada por Harrod, Domar, Robinson e Kaldor, demonstra a importância dos multiplicadores do investimento e da componente externa da demanda agregada, como determinantes do crescimento de longo prazo. Assim, a crítica ao argumento liberal contida no terceiro capítulo, considera a abertura comercial como um objetivo a ser alcançado. No entanto, ataca veementemente a proposta de abertura financeira e a estratégia de crescimento com poupança externa.

³ Também chamada de liberalização financeira doméstica, em oposição à internacional (esta relacionada com a liberalização da conta de capital). Neste trabalho, considera-se, apenas, uma única reforma financeira, com um lado doméstico e um lado externo.

⁴ Os argumentos favoráveis a uma abertura ao capital externo podem ser encontrados em MATHISON & ROJAS-SUÁREZ (1993), EICHENGREEN et al. (1998 e 1999).

⁵ Ver EDWARDS (1995).

⁶ Por definição contábil, poupança externa é a contra-partida do déficit em transações correntes

⁷ Chamada em alguns trabalhos de liberalização comercial.

na maior facilidade de remessa de lucros e dividendos, e pela liberalização da conta de capital. Do lado financeiro, um maior grau de abertura significa uma maior facilidade dos residentes para adquirir direitos e assumir passivos em moeda estrangeira e dos não-residentes em acessar os vários setores do mercado financeiro local.

Os países em desenvolvimento, de modo geral, possuem diversas deficiências em suas estruturas produtivas, sendo que a mais importante é verificada no setor de bens de capital. Nesse sentido, as dificuldades de acesso ao crédito através do sistema formal derivam, em grande medida, do pequeno desenvolvimento deste, ao seu caráter fragmentado, à falta de garantias às instituições que concedem empréstimos, à falta de informação ou ainda como consequência de medidas no âmbito da política econômica seguida por grande parte dos países em desenvolvimento.

Esta interpretação, explícita ou implicitamente, é apoiada do ponto de vista teórico pelo modelo de liberalização financeira de E. SHAW (1973) e R. MCKINNON (1973)⁸. Os pilares do modelo são as relações de causalidade entre a taxa de poupança da economia e sua taxa de crescimento, segundo taxas de juros mais altas aumentam as taxas de poupança⁹, criando desse modo mais recursos disponíveis para investimento e crédito. De acordo com estes autores, pelo fato de existirem taxas de juro baixas, determinadas institucionalmente e não através dos mecanismos de mercado, dá-se origem a uma situação conhecida por “repressão financeira¹⁰”, onde a taxa de juros de equilíbrio está abaixo do ponto em que se deveria encontrar. Como consequência, o investimento é baixo e o crescimento econômico ressentir-se-á disso. Como sintetizam AGÉNOR e MONTENIEL (1999, p. 208-209):

⁸ Sobre o modelo Shaw-McKinnon, ver ainda FRY (1995, cap. 2) e HERMANN (2002, cap. 1-2).

⁹ FRY (1978), por exemplo, identificou através de testes empíricos uma relação positiva entre taxa de juros e poupança em países asiáticos (em termos de poupança/Produto Nacional Bruto).

¹⁰ Segundo MCKINNON (1973) e SHAW (1973), a repressão financeira interna pode ser entendida como a implementação de qualquer tipo de restrição governamental que impeça o funcionamento eficiente do mercado financeiro doméstico, seja por excessivo controle a entidades bancárias e não-bancárias, ou pelo estabelecimento de reservas compulsórias e/ou controles sobre a determinação da taxa de juros. Esse conceito pode ser estendido para todos os tipos de restrições existentes sobre a livre movimentação de capitais financeiros domésticos e internacionais. A repressão financeira externa estaria definida, portanto, por mecanismos diretos e indiretos que reduzissem a conversibilidade da moeda nacional em moedas estrangeiras, seja pelo lado das transações correntes, seja pelo movimento de capitais.

The Mckinnon-Shaw argument is that a rise in interest rates on savings and deposits will increase the saving rate in developing countries and, in standard neoclassical fashion, raise the rate of economic growth. The increase in interest rates will lead to an inflow of deposits into commercial banks, raising their capacity to lend and finance investment.

Deste raciocínio decorre a proposta de liberalização financeira a qual deverá permitir atingir-se não só uma maior eficiência no mercado de capitais como aumentar as disponibilidades para investimento, decorrente do aumento das poupanças junto ao sistema financeiro formal, poupanças essas atraídas, agora, por taxas de juro mais elevadas. Nesse enfoque, as dificuldades de financiamento dos investimentos e, por extensão, de crescimento explicam-se por insuficiência de poupança¹¹.

As teorias elementares¹² de crescimento económico dizem que os retornos dos fatores são maiores quando os fatores são escassos. Assim, países com menor intensidade de capital e menor renda *per capita* deveriam apresentar taxas mais elevadas de crescimento com ingresso de poupança externa. Desta forma, na ausência de restrições à mobilidade do capital, a poupança movimentará¹³ e, conseqüentemente, aumentará o investimento e o crescimento nesses países. O pressuposto¹⁴ é que os capitais internacionais tendem a fluir para os países que ofereçam maior remuneração. Sendo a remuneração do capital maior nos países em desenvolvimento, onde ele é escasso, do que nos países desenvolvidos, onde ele é abundante, os capitais deslocariam naturalmente dos países ricos para os países pobres, contribuindo para a atenuação das desigualdades económicas internacionais.

Segundo esse referencial, os capitais externos são considerados endógenos ao processo de crescimento económico, uma vez que fluxos livres de capital promovem a eficiente alocação internacional dos recursos, com capitais fluindo em larga escala de países com elevada relação capital/trabalho para países com baixa relação capital/trabalho. Países em desenvolvimento, por possuírem taxas de retorno mais elevadas sobre o capital, teriam ganhos substanciais com os fluxos

¹¹ Ver GIAMBIAGI (2002) e MALAN (2002)

¹² Ver JONES (2000)

¹³ Eliminadas as restrições à mobilidade de capitais, haveria um aumento contínuo nas transações cambiais e nos fluxos de capitais internacionais, beneficiando os países em desenvolvimento.

¹⁴ Ver SIMONSEN e CYSNE (1995).

estrangeiros de capitais. As taxas de investimento aumentariam, bem como a produtividade marginal do trabalho. O país convergiria, desta forma, para níveis de crescimento atingidos pelos países desenvolvidos¹⁵.

Algumas das razões¹⁶ são apontadas para a economia estar operando abaixo do estado estacionário. Dentre elas, destaca-se a má administração macroeconômica evidenciada pelo fenômeno da hiperinflação na América Latina durante os anos 1980. Trabalhando em outra direção, reformas de política econômica que desloquem a trajetória do estado estacionário para cima podem gerar aumentos nas taxas de crescimento ao longo da transição.

A conversibilidade da conta de capitais é vista como um benefício para os países em desenvolvimento, uma vez que estes teriam maior acesso aos mercados internacionais de capitais, gerando, assim, um maior fluxo de poupança externa.

Por trás deste argumento está a hipótese de que o crescimento pode ser estimulado ou induzido por esta poupança. Nas palavras de FRANCO (2001, p.1):

A teoria econômica ensina que é normal e aconselhável que países emergentes tenham déficit nas transações externas em conta corrente. É normal por que esses países tendem a receber poupança externa em quantidade, sob a forma de investimentos diretos e sob a forma de empréstimos. Nestes países são maiores as oportunidades de investimento e menores as disponibilidades de poupança. Assim sendo, países emergentes, graças à poupança externa, podem crescer mais do que seria possível apenas com seus próprios recursos. É estranho quando países emergentes têm superávit em conta corrente e, em consequência, "exportam" poupança. Estranho não, irracional, e apenas ocorre em circunstâncias excepcionalmente ruins: em hiperinflações, ou em consequência de moratórias e coisas desse tipo (...) Também é normal que exista endividamento no exterior, por que o governo e as empresas brasileiras encontram recursos nos mercados internacionais de capitais em taxas e prazos que não estão disponíveis no país. O endividamento externo se segue da tibieza do mercado de capitais local, ou da ausência de poupança privada de longo prazo. Não há dúvida que o endividamento externo é necessário e útil para permitir taxas de investimento maiores do que ocorreriam caso não houvesse "poupança externa".

A conclusão rigorosa à luz do argumento¹⁷, é que se o fim da política macroeconômica for estimular o investimento, a saída é criar mecanismos para se

¹⁵ Uma importante hipótese dos modelos de crescimento neoclássicos reside no fato de que "entre países que apresentam o mesmo estado estacionário, a hipótese da convergência se sustenta: os países pobres crescerão mais rápido, em média, do que os países ricos". JONES (2000, p. 56). Seguindo esta linha de argumentação, destacam-se os argumentos de MANKIW, ROMER e WEIL (1992) e BARRO e SALA-I-MARTIN (1992), que chamam este fenômeno de convergência condicional. O significado dessa "convergência condicional" é a confirmação de um resultado previsto pelos modelos neoclássicos de crescimento, segundo aos quais países com estado estacionário semelhantes registrarão convergência.

¹⁶ Para uma discussão mais aprofundada, ver JONES (1996, 1997 e 2000).

¹⁷ Dado a necessidade de poupança prévia, para se aumentar a poupança total tem-se que aumentar a poupança externa.

atrair poupança externa. Esta relação entre déficit em conta corrente e poupança interna é extraída diretamente de uma identidade contábil proveniente das Contas Nacionais:

$$Y = C + I + G + (X - M + Tu - Rlee) \quad (1.1)$$

onde:

Y = Produto Interno Bruto (PIB)

C = Consumo

I = Investimento

G = Gasto do Governo

(X-M) = exportações líquidas de importação de bens e serviços não-fatores

Tu = Transferências Unilaterais

Rlee = Pagamento Líquido de Serviços de Fatores

$(X - M + Tu - Rlee)$ = déficit em conta corrente = poupança externa absorvida pelo país. Desenvolvendo (1.1), tem-se que:

$$Y - (C + I + G) = TC \quad (1.2)$$

Desagregando Y em renda privada e renda do governo $Yd = Y - T$, obtém-se:

$$Yd + T - (C + I + G) = TC \quad (1.3)$$

$$Yd - C = S^p; G - T = S^g; TC = -S^k \quad (1.4)$$

$$I = S^p + S^g + S^k \quad (1.5)$$

Se $(X - M + Tu - Rlee) < 0 \rightarrow$ o país estaria incorrendo em déficits em transações correntes, ou seja, o país estaria captando poupança externa do exterior, que por definição reflete a insuficiência de poupança doméstica (S_d) para um dado nível de investimento.

É essencial observar que permanece, proveniente da equação (1.5), a relação de determinação da poupança para o investimento, somado ao saldo da balança de pagamentos¹⁸ e do déficit público. Neste caso, se os saldos do governo e do setor externo forem nulos, a poupança será igual ao investimento. O lado direito da equação, a “poupança total”, é obtida mediante a soma de cada um dos seus

¹⁸ A balança de pagamentos do País é normalmente definida como o registro das transações entre os residentes no País e o resto do Mundo. A balança de pagamentos inclui dois componentes fundamentais: a conta corrente e a conta de capitais. A conta corrente inclui a balança comercial (transações de bens exportados e importados), a balança de serviços (juros, fretes de transporte, royalties, etc.) e a balança de transferências (transferências salariais, donativos, etc.). A conta de capitais inclui a compra e venda de ativos como ações, títulos, terra, depósitos bancários, etc.

componentes. Se a entrada de capitais financiar os déficits em conta corrente em razão do aumento nas importações de bens de capital, e se a taxa de investimento aumentar, a economia vai crescer mais depressa através do financiamento proveniente da poupança externa. Em caso de indisponibilidade de poupança externa para complementar a poupança doméstica, o resultado será a restrição ao próprio crescimento, explicado, em última instância, pela insuficiência de poupança doméstica.

Quando um país não tem capacidade de gerar internamente os recursos necessários, quando a poupança é insuficiente para atender a demanda de capital, torna-se necessário à importação de poupança. Esta, não apresentando um custo elevado, minimiza os efeitos provocados pelo saldo negativo em transações correntes com o resto do mundo.

1.3 Abertura Comercial , Produtividade e “Exportabilidade”

Uma outra orientação que deve ser dada ao crescimento é quanto ao grau de abertura comercial, segundo o qual, seria de fundamental importância para resolver o problema da restrição externa da economia. Este argumento ataca veemente o arcabouço retórico que sustentou o modelo de crescimento através da substituição de importações, que diziam como o melhor caminho para reduzir a sensibilidade de um choque externo.

O processo de abertura comercial possibilita a convergência dos índices de produtividade doméstica com os índices internacionais de produtividade¹⁹. Acrescenta-se que notáveis diferenças no tocante dos níveis de produtividade implicam que os países mais ineficientes dificilmente serão capazes de exportar seus produtos. Neste contexto, a produtividade é o melhor indicador, quando se trata de nações, para definir o nível de competitividade. Nas palavras de DOLLAR & WOLFF (1993, p. 4):

¹⁹ A literatura econômica brasileira apresenta poucos trabalhos empíricos que estima a evolução da produtividade brasileira. BONELLI (1991) estima a influência da política comercial sobre a taxa de crescimento da produtividade total dos fatores. A principal conclusão é que, para a economia brasileira no período 1975-1985, a expansão das exportações e importações apresenta uma relação positiva com o aumento da produtividade total dos fatores. Entretanto, conforme citado pelo autor, esse resultados devem ser tomados com cuidado devido ao pequeno período de estimação e às severas restrições às importações no período analisado.

Os níveis de preços e as taxas de câmbio sempre se ajustam de modo a que cada país seja um produtor a baixo custo de alguma mercadoria. Se uma nação tem vantagem absoluta em termos de produtividade, esses ajustamentos levarão este país a desfrutar de maiores salários e rendas. Grosso modo, os países podem ser competitivos seja na base de baixos salários e taxas de câmbio desvalorizadas, seja na base de elevados níveis absolutos de produtividade. Por essa razão, o sucesso das exportações em si, ou mesmo um superávit comercial, são medidas enganosas da competitividade nacional. A possibilidade de se competir no comércio internacional na base de altos níveis de produtividade e rendas elevadas é algo que se deve prosseguir.

Políticas²⁰ que geram maior grau de abertura comercial exercem efeitos positivos sobre o crescimento por meio da indução de mudanças tecnológicas, ou seja, países mais abertos demonstram maior capacidade de absorver novas tecnologias provenientes dos países desenvolvidos, portanto aumentam sua produtividade e, conseqüentemente apresentam maiores taxas de crescimento. Além disso, a abertura comercial também conta com os benefícios de acesso facilitado a insumos importados de melhor qualidade, o que geraria maior competitividade ao produto nacional.

À implicação que se pode tirar é que com a abertura e as transformações dela decorrentes, o país mude progressivamente a natureza de sua competitividade²¹. À luz dessas considerações, deve-se esperar que o país caminhe para níveis mais elevados de produtividade com a abertura, dado a correlação positiva entre as duas variáveis. Nas palavras de FRANCO (1996, p. 16):

A própria teoria da organização industrial explicaria o nexos entre abertura e produtividade a partir da clássica seqüência estrutura-conduta-desempenho: a mudança nos "fundamentos" da dinâmica da competição decorrente da abertura, ou seja, a mudança na estrutura de mercado, produz as condutas virtuosas que produzem maior eficiência. Numa economia protegida, o mundo empresarial reluta em dedicar recursos escassos a investimentos em qualidade e produtividade quando não há necessidade disso, isto é, pode-se ganhar dinheiro "sem fazer força" num mercado não contestável. Num outro contexto onde existem competidores estrangeiros ávidos para ocupar maiores fatias de mercado, o assunto é outro. O investimento em tecnologia, qualidade e produtividade se torna uma necessidade.

A abertura não é vista, portanto, como um processo temporário, e sim base para a construção de um modelo de crescimento, sendo fundamental para que se obtenha o salto qualitativo e, conseqüentemente, melhores padrões de vida para a população.

²⁰ Ver ROMER (1990)

²¹ Ver KRUGMAN (1999)

Segundo o argumento cepalino elaborado por PREBISCH (2000), as economias periféricas caracterizam-se por crises crônicas em seus balanços de pagamentos. Assim, a industrialização por meio da substituição de importações alteraria a estrutura produtiva dessas economias, garantindo taxas de crescimento superiores às de suas exportações por produtos primários.

A fragilidade lógica desta análise é apontada por FRANCO (1996), a partir do argumento de “O paradoxo da vulnerabilidade externa sob auto suficiência”.a Como seria possível, uma economia auto-suficiente ser tão sensível as mazelas oriundas do exterior?

Para esclarecer o paradoxo, usar-se-á o mesmo exemplo apresentado por FRANCO (1996), no qual duas economias são comparadas no que se refere a sua vulnerabilidade frente um choque exógeno. Essas duas economias são: Brasil (Baleia) e Coréia do Sul (Tigre). Para a primeira economia tem-se que as exportações são iguais às importações, ambas correspondendo a cerca de 7% do PIB. Para a segunda economia, as exportações também são iguais às importações, porém superiores a 35% do PIB. Os graus de endividamento como proporção do PIB também eram semelhantes, porém bastante diferentes quando computados como proporções das exportações, em virtude dos diferentes graus de abertura dessas economias (ver dados na Tabela1).

TABELA 1 - BRASIL E CORÉIA DO SUL: INDICADORES MACROECONÔMICOS COMPARADOS

	Brasil	Coréia
Taxa de câmbio real efetiva (1980-81=100)	143,00	112,00
PIB em 1985 (1980=100)	117,00	137,00
Inflação em 1985	226%	2,5%
Grau de abertura em 1980/81		
Exportações como % do PIB	7%	38%
Importações com % do PIB	7%	36%
Dívida/PIB (1983/4)	46%	53%
Serviço da dívida/exportações (1983/4)	44%	19%

FONTE: COLLINS & PARK (1989)

Agora, supondo que em função de um choque exógeno²², uma crise²³ por exemplo, ambas as economias fossem obrigadas a gerar um superávit comercial substancial da ordem de 6% do PIB. Supondo também que para as duas economias uma variação percentual de 1% na taxa de câmbio gere um aumento de 1% nas exportações e uma redução da mesma ordem nas importações como proporção do PIB (note-se que isso é uma forma turbinada da condição de Marshall-Lerner²⁴). Dado que o que se procura é o superávit comercial, o Brasil seria obrigado a aumentar as exportações para um nível equivalente a 10% do PIB (ou seja, aumentá-la em cerca de 43%) e reduzindo as importações para 4% do PIB (queda de 43%), a fim de gerar o referido superávit. Para que isso ocorra, o câmbio real teria de desvalorizar 43%. Fazendo o mesmo cálculo para a Coreia, tem-se que as exportações deveriam se elevar para 38% do PIB e as importações reduzirem a 32%, o que geraria uma desvalorização cambial de 8,5% apenas.

O resultado é que, quanto maior for a desvalorização cambial requerida, maior será a instabilidade macroeconômica decorrente do processo de ajuste. Quanto mais fechada for a economia, mais difícil será promover o ajustamento externo. O modelo de crescimento que se deve buscar é, portanto, voltado para um grau de abertura muito maior do que o atual, a fim de reduzir a vulnerabilidade externa do país, e com isso reduzir as perspectivas de crescimento.

Argumenta-se que o processo de substituição de importações resulta em uma indústria desprovida de um núcleo endógeno de geração de progresso técnico. Desta forma, existiria um viés de comércio em favor da produção para o mercado doméstico, em detrimento da produção para o mercado externo. Da mesma forma, o regime de substituição de importações provoca maior suscetibilidade às crises no

²² Nesta passagem, FRANCO (1996) supõe um choque exógeno na estabilidade dos fluxos de exportação e serviços, compreendendo, basicamente, um choque sobre a balança comercial. Note que este choque possui natureza distinta dos choques nos fluxos de capital.

²³ FRANCO (1996) supõe uma crise como a ocorrida no México em 1982. Com a moratória, os bancos internacionais pararam de emprestar para todos os países da América Latina que, com isso, tiveram uma grande dificuldade de acesso aos recursos externos. Assim, países com altos déficits em conta corrente se viram na necessidade de gerar fortes excedentes para o pagamento dos juros e amortizações, sendo necessário, para tanto, obter sucessivos superávits comerciais.

²⁴ A condição de Marshall-Lerner diz que: se a depreciação real conduzir ao aumento das exportações líquidas, a reação tanto das exportações quanto das importações acaba por se tornar mais forte que o efeito adverso do preço e o efeito final da depreciação será a melhora da balança comercial.

balanço de pagamentos, uma vez que desestimula as exportações e, ao mesmo tempo, aumenta a necessidade de importações com o avanço da industrialização.

As economias que se industrializaram por essa via apresentaram ao longo do tempo menores taxas de desenvolvimento tecnológico e de ganhos de produtividade, afetando tanto a sua competitividade internacional, como também o grau de vulnerabilidade das economias, *vis-à-vis* as principais economias industrializadas²⁵. Nas palavras de RESENDE & TEIXEIRA (2001, p. 7-8):

Postula-se a necessidade sistemática de a economia requerer importações de maior conteúdo tecnológico. Ou seja, supõe-se que sua demanda de importações seja crescente em função do grau de densidade tecnológica dos segmentos produtivos demandantes. Ao mesmo tempo, se há essa deficiência estrutural, os ganhos de competitividade de longo prazo da economia ficam comprometidos, tornando sua vulnerabilidade externa mais elevada em relação às economias desenvolvidas. Assim, a disponibilidade de divisas externas da economia deve operar como uma das variáveis relevantes na determinação do quantum importado, principalmente de bens e insumos relativos aos segmentos produtivos de densidade tecnológica mais elevada. A constatação de entraves ao progresso tecnológico é relevante para o diagnóstico dos problemas macroeconômicos brasileiros e para a formulação de políticas que visam sua superação.

Por essa razão, segundo FRANCO, o Leste da Ásia²⁶ e a América Latina enfrentaram em condições muito diversas o estreitamento do mercado internacional de capitais no início da década de 1980²⁷.

Note que, apesar da substituição de importação e a promoção das exportações levarem a diminuição dos déficits da conta corrente, a ênfase na substituição de importação é completamente errada²⁸. O objetivo é ter uma porção maior da produção “exportável”, isto é, que atenda aos padrões de qualidade e seja

²⁵ Note-se que esta é uma perspectiva ricardiana, ao considerar os diferenciais de produtividade fundamentais na determinação do padrão do comércio internacional. Esse enfoque está presente, com diferentes nuances, em DOSI (1988), KRUGMAN (1993), LEMOS (1988) e PORTER (1993). Na perspectiva cepalina, as características das economias periféricas, de deterioração secular dos termos de troca, de baixas elasticidades-renda e preço da demanda de suas exportações, de fortes ciclos de preços de seus bens exportáveis, estão associadas ao menor grau de progresso técnico e sofisticação tecnológica dos países subdesenvolvidos, *vis-à-vis* os desenvolvidos, resultando na vulnerabilidade internacional dessas economias (PREBISCH, 2000, p. 179-198).

²⁶ LEE (1996) estudou o efeito de políticas governamentais sobre a taxa de crescimento da produtividade do setor industrial coreano, no período de 1963-1983. Algumas conclusões podem ser aferidas a partir do estudo. Subsídios afetam o crescimento do produto positivamente pelo estímulo à formação de capital, mas não pelo crescimento da produtividade. Em contrapartida, políticas de proteção comercial exercem efeitos negativos sobre o crescimento pelo decréscimo tanto da taxa de crescimento da produtividade quanto da acumulação de capital.

²⁷ Sobre este tópico, e sobre a relação entre vulnerabilidade externa e grau de abertura, ver FRANCO (1999, p. 58-60, e p. 98-109).

²⁸ Nas eleições de 2002, o Presidente Lula tinha em seus programas econômicos a “substituição de importação” como uma das principais políticas para lidar com a vulnerabilidade externa.

produzida competitivamente. Assim, ocupar o espaço da competitividade significa vender produtos e/ou serviços com capacidade para aumentar sistematicamente a própria participação de mercado em segmentos produtivos. Em outras palavras, a redução da vulnerabilidade externa da economia exige um aumento do grau de exportabilidade²⁹ da mesma.

Segundo este referencial, exportar é diferente de enclaves de exportação ou mesmo estratégias de crescimento lideradas pelas exportações. Dentro de uma perspectiva de crescimento, a substituição de importações é operacional somente se dela resultarem exportações adicionais. Nas palavras de HIRSCHMAN (1958, p 171-172):

A única maneira segura de um país poder financiar as importações de que necessita para explorar o potencial de crescimento de suas atividades (em rápida expansão) é que consiga vender para o exterior uma parcela da produção dessas mesmas atividades: só assim, os saltos de importação gerados pelo padrão de crescimento nas atividades (em rápida expansão) poderão ser sistematicamente compensados por saltos nas exportações. Qualquer compensação por outras exportações será, de forma considerável, uma questão de sorte.

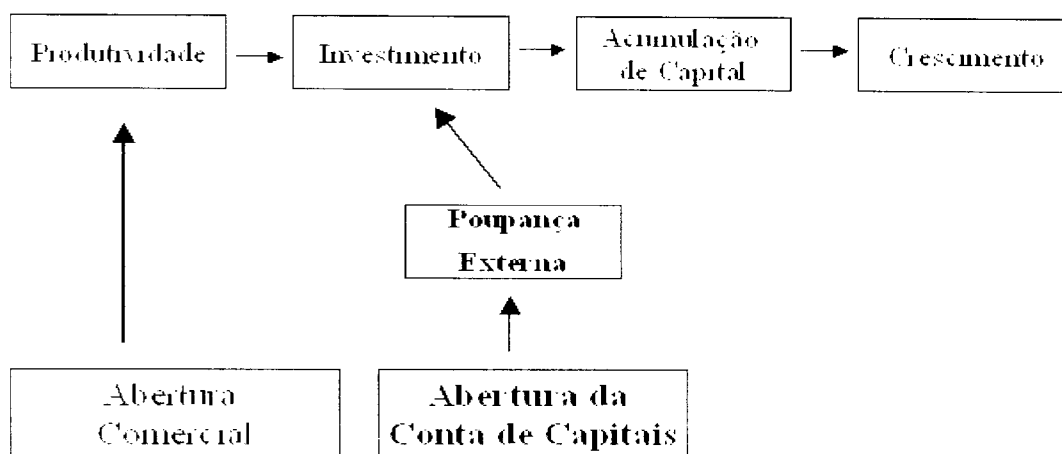
O aumento da exportabilidade da economia brasileira, estaria intimamente ligado a modificações legais capazes de melhorar o acesso dos investidores, tanto estrangeiros quanto nacionais, aos direitos de propriedade sobre os investimentos domésticos, proporcionando aumento da taxa de poupança doméstica, e o aumento da eficiência da intermediação financeira, permitindo maior integração do sistema financeiro nacional com o internacional, reduzindo, desta forma, a vulnerabilidade externa da economia e a suscetibilidade de ocorrência de crises.

Em linhas gerais, a figura 1 representa as determinações de causa e efeito do modelo de crescimento com poupança externa. No primeiro vetor do modelo, encontra-se o processo de abertura comercial, segundo o qual geraria ganhos de produtividade ao mercado doméstico. Ao expor os produtores locais à concorrência externa, é possível estimulá-los a buscar novas formas de incrementar a produtividade, bem como permitir com que as empresas domésticas obtenham maior acesso ao mercado mundial gerando, desta forma, ganhos de escala e menores custos unitários. Assim, a expansão do volume de comércio cria a possibilidade de expansão da base tecnológica do país.

²⁹ O termo exportabilidade foi pela primeira vez introduzido por Albert Hirschman em seu clássico *Strategy of Economic Development* (Yale University Press, 1958)

No outro vetor do modelo³⁰, encontra-se a defesa da liberalização da conta de capitais, segundo o qual, permitiria aos países em desenvolvimento maior acesso aos mercados internacionais de capitais, gerando, assim, um maior fluxo de poupança externa. Como se observa, o investimento e, por consequência o crescimento econômico, seria financiado por esta poupança.

FIGURA 1 - REPRESENTAÇÃO ANALÍTICA DO MODELO LIBERAL



1.4 Conclusão

Conclui-se, portanto, que o acesso ao financiamento externo da economia brasileira está restrito pela capacidade de exportar, bem como pela não restrição à mobilidade do capital, o que justifica a pouca eficiência dos sistemas financeiros domésticos.

Sob a ótica do enfoque monetário, defende-se a integração dos mercados mundiais de bens, mas também, de ativos financeiros. Segundo este sistema, nenhum país, incluindo aqueles que se define como “pequenos”, teriam poder de exercer influência sobre os preços dos bens comercializáveis e sobre as taxas de juros internacionais. Sob essas condições, o equilíbrio monetário interno impõe-se como elemento de ligação com o equilíbrio do balanço de pagamentos.

Justifica-se, assim, a abertura financeira pelas hipotéticas benesses trazidas pela livre mobilidade de capitais, afirmando que ela aperfeiçoaria a intermediação

³⁰ No capítulo 2, o processo de liberalização da conta de capitais será apresentado de forma mais detalhada.

financeira global entre poupadores e investidores, permitindo a canalização da poupança externa para países com insuficiências de capital. Isto ajudaria também no financiamento compensatório de choques externos e, portanto, na estabilização do gasto interno de quem os sofresse.

Capítulo 2. Liberalização Financeira e a plena conversibilidade da conta de capitais

2.1 Introdução

A presente seção tem como objetivo completar o argumento apresentado no primeiro capítulo, fechando, desta forma, o modelo de crescimento com poupança externa. Se no primeiro capítulo o pressuposto da plena conversibilidade da conta de capitais¹ foi apresentado como parte de um conjunto de modificações necessárias para resolver o imbróglio macroeconômico, bem como para resolver problemas relacionados à vulnerabilidade da economia frente a choques externos, queda nas taxas de crescimento e de investimento, agora a plena conversibilidade será vista como condição indispensável para se alcançar maiores taxas de crescimento.

Nesse contexto, a liberalização financeira é aqui entendida como um processo de desenvolvimento tecnológico e de liberalização no sistema financeiro internacional que veio a influenciar a economia mundial a partir do início da década de noventa à luz do conjunto de reformas e mudanças institucionais promovidas na América latina, à luz dos ensinamentos do Segundo Consenso de Washington².

2.2 O modelo Shaw-McKinnon

A lógica da liberalização da conta de capitais obedece, em linhas gerais, a mesma lógica da liberalização financeira. É necessário promover a remoção de controles à atividade financeira, permitindo com que os capitais movimentem-se livremente para usos mais eficientes, ao invés de sustentar aplicações improdutivas forçadas pelo Estado. Fundamentada³ nos trabalhos seminais de SHAW (1973) e MCKINNON (1973), as políticas de desenvolvimento econômico centrada na

¹ "A conversibilidade da conta de capitais, expressão que denomina a liberalização da conta de capitais" (CARVALHO, 2004, p. 6).

² Segundo BRESSER & NAKANO, o Segundo Consenso de Washington é um fenômeno dos anos 90, e não deve ser confundido com o primeiro, que é um fenômeno dos anos 80. Assim, o segundo consenso "é o resultado da soma da liberalização dos fluxos internacionais de capital com a estratégia de crescimento com poupança externa" (BRESSER & NAKANO, 2003, p. 8).

³ Para uma discussão mais aprofundada sobre o modelo Shaw-McKinnon, ver FRY (2005).

intervenção do Estado, além de uma série de regulamentos e controles sobre o mercado financeiro, constituem o arcabouço da política de “repressão financeira”. Na visão desses autores⁴, este fenômeno acarretaria em duas relações de causalidade (positivas) fundamentais:

- i. Entre a taxa de crescimento (g) e a taxa de poupança (δ) da economia;
- ii. Entre a taxa de poupança (δ) e a taxa real de juros (r)

De acordo com a teoria dos fundos emprestáveis (TFE), admite-se que (r) influencie positivamente a taxa de poupança (δ). Segundo este referencial, a taxa de juros é determinada pela oferta e demanda de fundos emprestáveis. Assim, as forças de oferta e demanda refletem tanto variáveis de natureza monetária, propensão ao entesouramento e política de crédito dos bancos, como variáveis de natureza real, como produtividade do capital e propensão a poupar das famílias.

Pode-se dizer, desta forma, que a taxa de juros é produto de dois tipos de decisão: as decisões de investir e as decisões de poupar. À luz dessas considerações, a taxa de juros determinará uma maior ou menor tendência dos poupadores a emprestar seus recursos. Tem-se que a taxa de crescimento do produto é dada por:

$$g = h \frac{\delta}{\kappa}, h' > 0 \quad (2.1)$$

(Chama-se de k a relação incremental capital-produto)

$$\delta = \delta(r), \delta' > 0 \quad (2.2)$$

$$\delta = f(r, k) \Rightarrow \frac{\partial f}{\partial r} > 0; \frac{\partial f}{\partial k} < 0 \quad (2.3)$$

Admite-se que (r) influencie positivamente a taxa de poupança da economia, conforme expresso na equação (2.2). Sendo a disponibilidade de crédito da economia (F) dada pela relação:

$$F = f(r, dF), \quad (2.4)$$

Definindo r^* como sendo a taxa de equilíbrio do mercado livre, e (dF) como as demais variáveis que afetam F , tem-se que:

⁴ O modelo apresentado nesta seção é baseado no trabalho de HERMANN (2002).

$$\frac{\partial F}{\partial r} > 0 \text{ para } r < r^* \text{ (repressão financeira)}$$

$$\frac{\partial F}{\partial r} > 0 \text{ para } r > r^*$$

$$\frac{\partial F}{\partial r} = 0 \text{ } r = r^*$$

A relação da taxa de juros reais da economia (r) para a disponibilidade de crédito (F) é intermediada pela taxa de poupança (δ), estabelecendo uma cadeia de causalidade do tipo:

$$r \Rightarrow \delta \Rightarrow F$$

Assim, a taxa de juros real influencia diretamente a taxa de poupança dos agentes e, por seu turno, a oferta de crédito da economia. A demanda por novos ativos financeiros (B^d) é dada pela seguinte relação:

$$B^d = b(r), \frac{\partial B}{\partial r} > 0. \quad (2.5)$$

Pela equação (2.5), observa-se que a demanda por novos ativos financeiros é positivamente relacionada com a taxa de juros real. Assim, se a taxa de juros for fixada institucionalmente a um patamar inferior ao prevalecente no livre mercado (repressão financeira), os poupadores se sentirão desestimulados a comprar novos ativos financeiros, o que reduziria a capacidade de emprestar por parte dos bancos, reduzindo a taxa de investimento na economia.

O modelo supõe também uma relação positiva entre a disponibilidade de crédito (F) e a taxa de investimento agregado, dada por $\dot{I} = \frac{I}{Y}$, onde I corresponde ao investimento agregado e Y ao produto interno bruto, e $d\dot{I}$ as demais variáveis que afetam a taxa de investimento (Y):

$$\dot{I} = f(F, d\dot{I}) \quad (2.6)$$

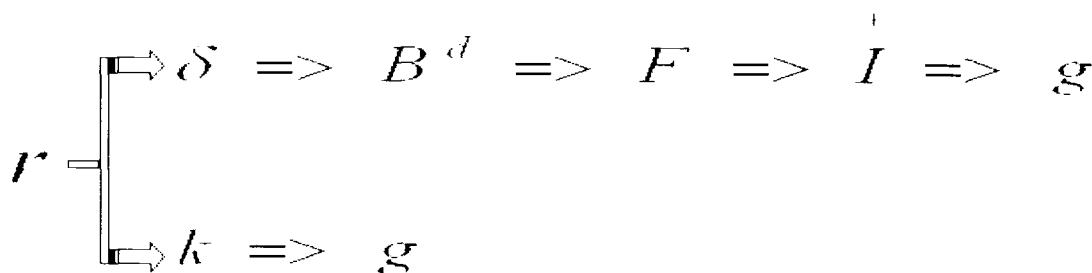
Admite-se, portanto, que (r) afeta diretamente a taxa de investimento (\dot{I}) via mercado de crédito (F). Paralelamente, (r) influencia positivamente a taxa de

poupança (δ) através dos efeitos sobre a eficiência⁵ na alocação dos recursos na economia, sejam eles de natureza financeira, ou mesmo de natureza produtiva. Assim, o efeito dos juros reais sobre a eficiência produtiva pode ser representado por uma relação inversa entre k (a relação incremental capital-produto) e r , como sugere McKINNON (1993, p. 20-21):

$$k = k(r, dk) \quad (2.7)$$

seja: $\frac{\partial k}{\partial r} > 0$, e dk as outras variáveis que afetam k .

FIGURA 2 - REPRESENTAÇÃO ANALÍTICA DO MODELO SHAW-MCKINNON



Em síntese, a cadeia de causalidade vincula a taxa de juros real (r) em duas vertentes, uma esfera financeira (linha superior) e uma esfera real (linha inferior). A liberalização ao capital estrangeiro possibilitaria acelerar o processo de reestruturação industrial, via recursos tecnológicos e organizacionais. Sendo a produtividade marginal do capital mais baixa nos países desenvolvidos do que nos países emergentes⁶, estes países contariam com o benefício de captar recursos mais baratos no exterior em relação ao mercado financeiro doméstico.

⁵ A hipótese de mercados eficientes (HME) propõe precisamente que mercados têm esta capacidade e que intervenções ao mercado (como a de organismos controladores) só podem ser danosas e diminuir o bem-estar da sociedade. Acrescenta-se, o chamado “efeito-eficiência”, segundo o qual, a seleção de projetos de investimento se daria com maiores taxas de retorno real (e maior risco) e pela concomitante exclusão de projetos de baixo retorno (e baixo risco), à medida que a taxa de juros real se eleva.

⁶ Essa proposição está baseada no modelo de crescimento neoclássico Solow-Swan, segundo o qual supõe-se que a poupança é uma fração constante da renda e, por sua vez, determinada exogenamente, sendo que toda poupança é convertida em investimento.

2.3 A plena conversibilidade da conta de capital

A hipótese por trás do argumento é de que a economia, ao promover a liberalização financeira, removendo as barreiras à circulação de capital, passaria a contar com os benefícios de maior poupança disponível para investimento, acelerando o crescimento econômico. Acrescenta-se que a liberalização permitiria melhor qualidade na administração pública, uma vez que esta estaria disciplinada pela ameaça de fugas de capitais quando as perspectivas futuras da economia estiverem ameaçadas por políticas irresponsáveis⁷.

Essa percepção reside na incapacidade do Estado em desempenhar o papel de condutor do desenvolvimento econômico. EDWARDS (1995) lista um conjunto de fatores por trás desse consenso. Segundo ele, o desempenho das economias do Sudeste Asiático vis-à-vis o das economias da América Latina, em termos de crescimento, foram muito semelhantes no período 1965-1980. Assim como a América Latina, os países asiáticos também sofreram os impactos da crise da dívida, sendo que estes apresentaram uma rápida recuperação econômica nos anos subsequentes.

Segundo o próprio EDWARDS (1995), as razões para o sucesso asiático, deve-se ao fato destes países terem evitado políticas protecionistas em excesso, como taxas de câmbio sobrevalorizadas. Acrescenta-se que estas economias mantiveram um ambiente macroeconômico estável, com baixas taxas de inflação. Além disso, o desempenho das exportações foi bem distinto, assim como a evolução da desigualdade de renda. A partir deste quadro, vê-se a necessidade de promover a crescente liberalização dos mercados na América Latina, reduzindo a participação estatal. O elevado protecionismo, o dirigismo estatal e a excessiva regulação dos mercados, de acordo com o consenso formado, teriam reduzido a eficiência econômica, restringindo o crescimento e a produtividade.

Segundo esta linha de pensamento, a liberdade dos movimentos de capitais permite aumentar a eficiência com que opera a economia, mesmo se tratando de

⁷ DORNBUSH (1998) argumenta que a liberalização financeira tem tornado os governos mais responsáveis na gestão do orçamento, já que são obrigados a realizar políticas fiscais de gastos gerando déficits públicos. Segundo o autor, se déficits não desejados pelos mercados são realizados, a fuga de capitais cumpre seu papel benéfico de fazer o governo retroceder.

capitais de curto prazo. Uma definição da plena conversibilidade é dada por Schneider (2000, p. 6):

The freedom to convert local financial assets into foreign financial assets and vice versa at market determined rates of exchange. It is associated with changes of ownership in foreign/domestic financial assets and liabilities and embodies the creation and liquidation of claims on, or by the rest of the world. CAC can be, and is, coexistent with restrictions other than on external payments. It also does not preclude the imposition of monetary/fiscal measures relating to foreign exchange transactions, which are of a prudential nature. As the definition indicates, capital account convertibility is compatible with prudential restrictions. Temporary measures to insulate an economy from macroeconomic disturbances caused by volatile capital flows are in accord with an open capital account.

A relação entre liberalização da conta de capital e crescimento é demonstrada por Dennis Quinn (1997)⁸. Em seu estudo, considerando uma amostra de 58 países para o período de 1960-1989, segundo o qual, existiria uma correlação robusta e sistemática entre o grau de abertura da conta de capitais e o crescimento econômico das economias analisadas. Em suas palavras, “os resultados sugerem que a desregulamentação da conta de capital pode contribuir para o crescimento econômico. Juntamente com o investimento e o nível de renda inicial, deve compor as variáveis que devem ser incluídas numa análise dos determinantes do crescimento econômico de longo prazo”. (QUINN, 1997, p. 537).

A rigor, a liberalização financeira produziria o aprofundamento dos mercados de ativos, através da consolidação das finanças de mercado, dando-lhes maior liquidez e reduzindo o risco de mercado por parte dos investidores domésticos e externos, em virtude da diversificação de posse de ativos que ela permite.

É importante mencionar, que o pressuposto teórico fundamental é que os mercados possuem a capacidade de produzir posições satisfatórias de equilíbrio, do ponto de vista de eficiência alocativa. Isto valeria tanto para que se obtivesse uma

⁸ O estudo empírico desenvolvido por QUINN (1997) sugere que a mudança na liberalização da conta de capitais possui um efeito fortemente significativo no crescimento no produto interno bruto real *per capita*. Entretanto, neste estudo, a regressão dos indicadores de abertura financeira e abertura comercial não foi “rodada” em conjunto. Desta forma, as mudanças na abertura financeira podem estar correlacionadas com as mudanças na abertura comercial, existindo a possibilidade de correlação entre as variáveis analisadas. O autor também desenvolve um índice de 0 a 4 para transações da conta corrente e de 0 a 8 para as transações da conta de capital, o que gera um índice de 0 a 12 para a classificação das economias das mais fechadas (índice 0) as mais abertas (índice 12), para posteriormente adicionar outras dimensões de ordem jurídico e legal, obtendo um índice de 0 a 14 no seu indicador de abertura da conta de capitais.

melhor alocação doméstica de recursos financeiros, no caso da liberalização financeira doméstica, quanto para que se chegasse a uma melhor distribuição internacional de capitais, no caso da liberalização dos fluxos internacionais de capitais. Nas palavras FISCHER (1998, p. 2-3):

O argumento em prol da liberalização é o de que os benefícios potenciais ultrapassam os custos. Colocado em abstrato, movimentos livres de capitais facilitam a alocação global eficiente de poupanças e canalizam recursos para seus usos mais produtivos, aumentando assim o crescimento econômico e o bem-estar. Da perspectiva do país individual, os benefícios tomam a forma de aumentos no conjunto de fundos para investimento e no acesso de residentes domésticos aos mercados estrangeiros de capital. Do ponto de vista da economia internacional, contas de capital abertas apóiam o sistema de comércio multilateral ao alargar os canais pelos quais os países podem financiar o comércio e o investimento e atingir níveis mais altos de renda. Fluxos internacionais de capitais expandem as oportunidades para diversificação de *portfólio*, oferecendo assim a investidores tanto nos países industriais como nos em desenvolvimento o potencial de se alcançar taxas mais altas de retornos ajustadas pelo risco.

É importante ressaltar, a necessidade do sequenciamento⁹ ideal para se executar a abertura financeira. Dentre as pré-condições a serem atendidas, encontra-se a solvência do setor público, políticas macroeconômicas sólidas¹⁰ e sustentáveis a longo prazo, bem como a condição de que a liberalização cambial deve começar pela conta corrente e, somente após a consolidação desta primeira etapa, progredir para a liberalização da conta de capital¹¹. A liberalização dos fluxos de investimento direto também deve vir antes da liberalização de empréstimos para instituições financeiras, ou mesmo capitais de curto prazo.

Se o governo, por exemplo, não cumprir a meta fiscal de superávit primário, sinalizaria para o mercado a redução da capacidade de saldar suas dívidas, o que provocaria uma fuga avassaladora de capitais, acarretando uma crise cambial, o que obrigaria o governo a recuar. Por outro lado, se o Banco Central, por pressões

⁹ A seqüência correta da abertura financeira é, basicamente, a seguinte: 1º desregulamentação do sistema financeiro doméstico e abertura comercial; 2º abertura aos investimentos diretos, empréstimos bancários de médio e longo prazo; 3º liberação dos fluxos de capital de curto prazo, incluindo investimentos em *portfólio*.

¹⁰ Adoção de políticas de metas de inflação (*inflation target*), sistema de metas fiscais e flutuação cambial. Este conjunto integrado de políticas consistiria no "Estado da Arte" da macroeconomia. A elevação da inflação leva o Banco Central a agir com o instrumento da taxa de juros; uma elevação da dívida pública exige um aumento compensatório do superávit primário, a fim de arcar com uma maior taxa de juros; e a taxa de câmbio constitui, por excelência, o mecanismo endógeno diante de um quadro de escassez de divisas. Acrescenta-se que os novos desafios da própria esfera regulatória, em especial no domínio tributário e prudencial, que estabelecem limites para a desregulamentação cambial.

¹¹ "Existe hoje um consenso de que a conta de capitais é o último fator a ser liberado" (WILLIAMSON, 1992, p. 46).

populistas de governo, reduzisse a taxa de juros a patamares insuficientes para conter a inflação e não compensasse o risco de carregamento de um título de mercado emergente, isto também provocaria uma fuga avassaladora de capitais, acarretando uma crise cambial, o que obrigaria o governo a recuar.

Segundo ARIDA (2004), o Brasil possui uma história de décadas de inflação, manipulação de correção monetária, congelamento de aplicações financeiras, mudanças arbitrárias de indexador, alterações da tributação sobre operações em curso, interpretações jurídicas favoráveis a devedores, dúvidas quanto à interpretação de dispositivos constitucionais, inúmeros fatores que contribuem para aumentar a incerteza do poupador. Nas suas palavras¹²:

Diante de um padrão monetário deficiente, os poupadores tendem a poupar menos do que poupariam, alocam uma parcela maior de sua riqueza a ativos reais (como imóveis) do que alocariam, exigem taxas de juros mais altas do que exigiriam, restringem suas aplicações financeiras a investimentos líquidos e de curto prazo para minimizar o risco de confisco ou bloqueio e (...) tratarão de manter sua poupança em uma jurisdição mais respeitadora dos direitos de propriedade se tal opção lhes for facultada.

Sendo assim, seguir o tripé de políticas - superávit fiscal, taxas de juros balizadas por meta inflacionária e câmbio flutuante – é o caminho apontado para se obter credibilidade e reputação, retirando do governo a capacidade de intervir na economia.

Assumindo como verdade à hipótese de que “o problema de estrangulamento externo, hoje, não é de natureza física, mas sim financeira. Não se trata de uma restrição à capacidade para importar bens de capital, mas sim à capacidade de financiar o investimento” (BACHA, 2004, p. 4), a conversibilidade seria recebida por parte dos investidores como um anúncio de confiança do padrão monetário administrado pela autoridade monetária. Desta forma, a ausência de entraves ao movimento de capital completaria o arcabouço teórico, eliminando o receio do investidor estrangeiro com a possibilidade do Banco Central, de forma discricionária, colocar entraves ao movimento de divisas. Desapareceria, como isso, o medo de uma nova moratória com a garantia de liberdade nos fluxos. Nas palavras de BACHA (2003, p. 150):

¹² ARIDA (2004, p. 12)

Com a conversibilidade, completar-se-ia a trilogia monetária buscada pelo Plano Real. Além de unidade de conta e de meio de troca, a moeda própria do país, flutuante em relação ao dólar, passaria a ser uma legítima reserva de valor. Com base nela, poder-se-ia então construir um sistema financeiro de longo prazo, superando-se, assim, a condição de vulnerabilidade externa que persegue o país desde os primórdios da industrialização

A plena conversibilidade da conta de capitais possibilitaria ao país contar com os benefícios de se obter empréstimos externos, ao permitir o desenvolvimento de instrumentos financeiros capazes de promover maior compatibilização entre o perfil de dívida desejado pelo tomador de recursos e o perfil dos ativos necessários à diversificação de portfólio dos agentes. Em outras palavras, a liberalização financeira e o aperfeiçoamento dos instrumentos de captação, garantem o movimento de diversificação de portfólios em âmbito internacional, trazendo grandes benefícios aos mercados emergentes. De acordo com ARIDA, BACHA e LARA-RESENDE (2004, p. 4):

The inexistence of long-term offshore credit dominated in Reais should also be noticed. The reason is that the execution of such contracts would necessarily make reference to Brazil's jurisdiction, as the issue of the reference currency. What one observes offshore, as credit contracts in Reais, are in fact synthetic assets denominated in Reais, but sold in dollars. They mirror domestic credit instruments, exclusively of a short-term nature, that exist in Brazil. The contracts that underlie such synthetic assets make it explicit that the risk of execution and settlement are exactly equivalent to those of the assets in Reais to which they referred. They are, thus, vehicles that make the international transfer of currency unnecessary, but are merely mirror images of Brazilian credit contracts. Although signed offshore, they are subject to the uncertainties of the Brazilian jurisdiction. Credit is, thus, restricted to the short-term in Brazil or the long-term in dollars offshore, because only the later escapes the risk of the Brazilian jurisdiction.

A livre mobilidade de capitais é justificada, desta forma, pelo aperfeiçoamento da intermediação financeira global entre investidores e poupadores, o que permitiria a canalização de poupança externa para países com insuficiência de capital. Justifica-se, também, pelos benefícios trazidos pelo aumento da concorrência entre os agentes residentes e não-residentes, possibilitando a melhor compatibilização entre o perfil de dívida desejado pelo tomador de recursos e o perfil de ativos necessários à diversificação das carteiras dos investidores.

No que segue, à regulamentação da conta de capitais tem sido seletiva, cabendo ao governo o monopólio das operações cambiais, restringindo por meio de controles administrativos às transações com moedas estrangeiras. Este instrumento faz com que o diferencial entre a taxa de juros doméstica e a taxa de juros

internacional seja mais alta do que prevaleceria com um regime de plena conversibilidade. Segundo ARIDA (2004), a conversibilidade deveria ser lastreada por uma nova lei cambial que revogasse expressamente quaisquer tipos de dispositivos inspirados em realidades macroeconômicas ultrapassadas. Em suas palavras, ARIDA (2004, p. 20, grifos meus):

A nova lei deveria assegurar expressamente a liberdade de fluxo de moedas entre residentes e não-residentes, exceção feita apenas para guerras ou calamidades. Desapareceria assim qualquer possibilidade de intervenção na taxa de câmbio por normas administrativas. O ponto é crítico porque (...) é a existência do poder normativo de impor controles, não o uso efetivo desses controles, que tem efeitos deletérios sobre a qualidade percebida pelo padrão monetário e emperra o processo de auto-equilíbrio do mercado cambial.

É importante frisar, que o argumento aqui exposto vai além da liberalização dos fluxos de capitais e da plena conversibilidade. Quaisquer possibilidades de intervenção no mercado cambial, que não as intervenções esporádicas (*dirty floating*), não trariam benefícios para a economia na forma de redução da volatilidade cambial, mas de forma inversa, gerariam um custo elevado expresso no risco das operações domésticas¹³.

Os elevados prêmios de risco são resultados da avaliação do mercado frente ao padrão monetário administrado pelo Banco central, sendo que a possibilidade de imposição de restrições à liberdade capitais resulta em patamares mais elevados da taxa de juros. Em outras palavras, o prêmio do risco é afetado diretamente pelo regime de conversibilidade adotado¹⁴. ARIDA (2004) defende, ainda, a edição da lei cambial a fim de assegurar de forma permanente a conversibilidade, evitando que algum governo possa futuramente, por meio de medida provisória, revogar a adoção da plena conversibilidade, dando à lei quase o status¹⁵ de “assegurado pela constituição federal”. Em síntese, ARIDA (2003, p.141) descreve:

Os elevados prêmios de risco, interpretados pelo Banco Central como resultantes de avaliação exógena do mercado sobre os fundamentos e justificadores portanto de sua

¹³ O padrão monetário adotado reflete-se no risco. A alocação ótima entre as jurisdições doméstica e estrangeira reflete o interesse de diversificação de risco. Se o poupador mede sua riqueza em dólares, estaria tomando risco com ativos na moeda doméstica e vice-versa.

¹⁴ Chamada na literatura econômica de hipótese Arida/Bacha, o prêmio do risco depende, em parte, do regime de conversibilidade adotado.

¹⁵ Cf. Pêrsio Arida, “Aspectos macroeconômicos da conversibilidade: uma discussão do caso brasileiro”. Texto apresentado no seminário “Aprimorando o mercado de câmbio brasileiro”, BM&F, São Paulo, (4 de dezembro de 2003).

prudência, em boa medida reflete a leitura que ele, o Banco Central, está sinalizando ao próprio mercado (...). O círculo vicioso faz com que os prêmios de risco permaneçam elevados e suba por consequência o superávit primário necessário para estabilizar a moeda. Dito de outra forma: a estabilização com conversibilidade restrita exige um superávit fiscal maior do que o necessário sob livre conversibilidade.

2.4 Conclusão

Esta parte do trabalho demonstrou os argumentos dos adeptos à irrestrita liberalização financeira, como condição indispensável para se lograr taxas mais elevadas de crescimento para os próximos anos. Desta forma, para que se aumentem as chances de sucesso, o país deveria aprofundar a integração dos mercados financeiro brasileiro e internacional, possibilitando, desta forma, aumentar a quantidade de liquidez internacional da economia.

Outro ponto fundamental defendido é aumentar a credibilidade da autoridade monetária, através da concessão de autonomia ao Banco Central, a fim de aumentar a credibilidade da autoridade monetária, reduzindo o risco e, conseqüentemente, possibilitando menores taxas de juros, reduzindo o efeito negativo dos juros junto à atividade econômica.

Capítulo 3. Crescimento e Poupança externa na concepção Keynesiana

3.1 Introdução

Esta seção do trabalho tem como objetivo apresentar o modelo de crescimento sob a concepção Keynesiana e, mais do que isso, procurar-se-á criticar o diagnóstico e as idéias ortodoxo-liberais, à luz da sua capacidade de proporcionar a retomada do crescimento sustentado da economia brasileira. Acrescenta-se que a estratégia de crescimento com poupança externa coloca a política econômica em uma armadilha sem precedentes, uma vez que limita a performance futura da economia, caracterizando o típico comportamento *stop-and-go* com elevado endividamento externo.

Assim, os modelos de crescimento Keynesianos são colocados na agenda de discussões como uma forma alternativa de se entender o mecanismo de crescimento sustentado das economias capitalistas, gerado endogenamente. Em particular, a nova arquitetura proposta valoriza o fomento ao investimento como sendo o verdadeiro motor do crescimento, à luz das considerações do modelo Harrod-Domar. Destaca a importante relação bilateral entre lucros e investimentos, ao bom estilo robinsoniano e, por fim, explicita como o crescimento industrial afeta diretamente a produtividade do trabalho dentro da economia, permitindo que o processo de crescimento seja perpetuado, uma vez que aumentos na produtividade do trabalho também possuem impactos positivos sobre a taxa de crescimento da economia, abrindo a possibilidade para o processo de “causação circular cumulativa”, sob a análise do modelo Kaldor-Verdoorn.

3.2 A relação entre Investimento e Poupança

Keynes, em sua obra magna *Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*, constrói o argumento de que a poupança¹, ao invés de constituir-se no pré-requisito

¹ “Apesar da multiplicidade de conceituações de que a poupança foi objeto na teoria econômica, pelo menos sua definição contábil tornou-se razoavelmente consensual a partir do desenvolvimento das técnicas de contabilidade social, especialmente após a obra de Keynes. Desde então, aceita-se amplamente que a poupança – podendo ser real ou nominal, bruta ou líquida, além de outros detalhes contábeis que podemos deixar de lado – seja definida como o fluxo de renda

do investimento é, na verdade, seu resultado. O ponto de partida da teoria keynesiana é o “princípio da demanda efetiva”, segundo o qual são as decisões de gastos, em especial gastos privados em investimentos, que determinam o ritmo da atividade econômica. Keynes ressalta, que o erro da teoria clássica é acreditar que o ato de não gastar (poupança) por parte de um indivíduo aumentará o investimento global na mesma quantidade. Se isso fosse verdade, tudo o que se deixa de gastar para o consumo seria compensado por um aumento correspondente no investimento, e o desemprego não existiria.

Em uma economia monetária ou empresarial, a decisão de investir depende não da disponibilidade de produto não-consumido, mas de financiamento, isto é, acesso a meios de pagamento. Para isso, é necessário que o sistema financeiro seja capaz de colocar nas mãos do investidor os meios de compra necessários para que seja efetivado o investimento.

Segundo John Maynard Keynes, a concretização dos investimentos depende das estimativas feitas pelos homens de negócio acerca da rentabilidade do investimento em relação ao tipo de juros pago pelo dinheiro que custeia o investimento. Em outras palavras, o investimento depende dos *animal spirits* das pessoas, sendo a rentabilidade esperada denominada eficácia marginal do capital².

O mecanismo pelo qual a taxa de poupança da economia se ajusta à taxa de investimento decidida pelas firmas envolve a chamada relação bilateral entre lucros e investimento. Nas palavras de ROBINSON (1962, p.47):

The central mechanism of our model is the desire of firms to accumulate (...). The double-side relationship between the rate of profit and the rate of accumulation now appears. The accumulation going on in a particular situation determines the level of profit obtainable in it, and thus (on basis of the type of expectations which we have postulated) determines the rate of profit expected on investment. The rate profit generated by a particular situation may be such as to induce a rate of accumulation greater or less than that which is actually taking place.

correspondente à diferença entre a renda disponível (após impostos) e o consumo. Isso significa que divergências quanto à sua conceituação e significado econômico estarão refletindo diferenças teóricas, e não meramente definicionais” (POSSAS 2001, p. 107).

²“A eficácia marginal de um bem de capital é a mais elevada taxa de rendimento sobre o custo previsto para produzir uma unidade a mais (unidade marginal) de um tipo particular de bem de capital. Em linguagem do homem da rua pode conceber-se como a taxa prevista de porcentagem de lucro por ano sobre as inversões reais mais profícuas”. DILLARD in A Teoria Econômica de John Maynard Keynes (1986, p.37).

Desta forma, analisando a relação de determinação da poupança com o investimento, dentro da concepção Keynesiana, a poupança não financia o investimento em nenhum sentido. Primeiro porque ela não precede, nem temporal, nem logicamente, o investimento. Não existe uma poupança ex-ante. A poupança³ é por definição um fluxo de rendimentos simultâneos ao investimento e por ele determinado.

Em economia, os fluxos são definidos como derivadas temporais de variáveis de estoque, mas como resultados instantâneos de transações realizadas, medidos tanto em termos do dispêndio total, como da receita. Todo fluxo, ao contrário de um estoque, “desaparece” no momento em que é criado. A poupança, como o investimento, é por definição um fluxo, e não um estoque, ao contrário do crédito. Como todo fluxo, é definida no nível agregado, das transações individuais, de forma instantânea, e no nível agregado no mesmo período contábil em que se queira definir o investimento que a determina, abstraindo saldos externos e do governo. Só o poder de compra, que é o estoque resultante de reservas líquidas ou criado pelo crédito, pode financiar algum gasto, incluindo o investimento.

$$I = S^P + S^G + S^E \quad (3.1)$$

A poupança é sempre involuntária e não financia nenhum gasto. Analisando os componentes da identidade (3.1), poderia parecer que o lado direito estaria financiando o lado esquerdo. Outro ponto mais sutil, é imaginar que a poupança dos setores privados, público e externo são complementares. Entretanto, em nenhuma hipótese um baixo nível de poupança privada poderia ser reforçado quer por um aumento da poupança do governo, quer da poupança externa.

Se por um lado a poupança privada não pode modificar-se independentemente, por qualquer alteração nas poupanças externa e do governo, implicará fatalmente alteração inversa na poupança privada para um dado investimento. A conclusão é que para um dado nível de investimento, a poupança privada é determinada pelos outros dois componentes da “poupança”, variando

³ A constatação de que as decisões de investimento e as de poupança são atos distintos, e que o investimento precede logicamente a poupança é explicitado por MEADE (1975, p. 82): "Keynes's intellectual revolution was to shift economist from thinking normally in terms of a model of reality in which a dog called savings wagged his tail labelled investment to thinking in terms of a model in which a dog called investment wagged his labelled savings."

inversamente a cada um deles. Assim, a poupança privada se reduz frente a um aumento autônomo das “poupanças”, e frente uma redução autônoma do investimento.

A questão central não é, portanto, como captar esta poupança, mas sim criar um ambiente macroeconômico estável e seguro, em que os empresários possam investir, expandir a capacidade industrial e gerar a poupança. O processo de crescimento econômico de qualquer país depende essencialmente de investimentos em infra-estrutura e em capital físico (máquinas e equipamentos).

3.3 A questão da poupança externa e os limites de endividamento

No primeiro capítulo deste trabalho, foi exposto e analisado o argumento de “crescimento com poupança externa”. Como se viu, dentro da concepção keynesiana, esta proposição não possui qualquer tipo de fundamentação teórica. Desta forma, é necessário compreender as condições de solvência da economia, quando as entradas de capitais externos passam a financiar o déficit em transações correntes.

Quando um país ingressa em uma trajetória de crescente captação de poupança externa, e por isso cria um déficit em transações correntes, é fundamental que se tenha consistência para a geração de divisas para pagar a dívida, dado que o Brasil não emite dólares. Assim, a trajetória de endividamento tem de ser condizente com a capacidade futura de pagamento.

O argumento de que a carência de recursos para o financiamento do desenvolvimento era o maior obstáculo ao desenvolvimento, e de que para isso os países deveriam contar com poupança externa, que viriam na forma de investimentos diretos e empréstimos, quanto maior for o controle das finanças públicas e a abertura dos mercados, é simplesmente um grande erro.

Em uma primeira na análise até parece lógico que os países com baixa renda e baixos índices de poupança deveriam crescer mais depressa com o ingresso de poupança externa. Se a entrada de capitais financiar os déficits em conta corrente em razão do aumento das importações em bens de capital, se a taxa de investimento aumentar, a economia experimentaria níveis mais elevados de crescimento. No início da década de 90, com a queda da taxa de juros norte-

americana, o Brasil contemplou um grande fluxo de capital. Nas palavras de Nakano (2004):

(...) ao invés de dar o passo lógico para contemplar a construção de uma indústria nacional dinâmica através do aumento das exportações e integração dinâmica à economia globalizada, liberalizou a conta capital na ilusão de que taxas elevadas de juros poderiam atrair capital externo e com isso o crescimento. O fluxo de capital foi monumental e aumentamos o endividamento externo, mas a taxa de investimento produtivo caiu e o resultado está aí. Baixo crescimento, aumento no desemprego, instabilidade e crises cambiais com decorrentes surtos inflacionários.

Pode-se dizer que o financiamento do crescimento via poupança externa tende a gerar uma redução da taxa de crescimento de longo prazo das economias em desenvolvimento. O país não pode sem qualquer restrição, elevar o seu estoque de dívida. Isso porque existem limites para o endividamento externo do país. A idéia é que, quanto maior for o estoque da dívida, maior será a probabilidade de ocorrências de crises no balanço de pagamentos. Assim, um país com alta relação passivo externo/PIB seria, naturalmente, mais vulnerável do que outro com uma baixa relação, ou seja, a sustentabilidade do endividamento externo estará diretamente relacionada com a capacidade do país em honrar seus compromissos externos.

Analisando a condição de solvência da dívida externa, parte-se inicialmente da relação dívida externa/PIB, assim:

$$b^* = \frac{B^* E}{PY} \quad (3.2)$$

Onde: b^* é a razão dívida externa/PIB;

B^* é o estoque de dívida externa em moeda estrangeira;

E é a taxa de câmbio nominal;

PY é o PIB nominal;

P é o nível de preços domésticos;

Y é o Produto Interno Bruto Real;

P^* é o nível de preços internacional;

Reescrevendo a equação (3.2) em função do câmbio real (ε) tem-se que:

$$b^* = \frac{B^* \varepsilon}{P^* Y} \quad (3.3)$$

$$\text{onde: } \varepsilon = \frac{E P^*}{P}$$

Aplicando o logaritmo na equação (3.3) e, em seguida derivando com relação ao tempo, tem-se que:

$$\log b^* = \log \frac{B^* \varepsilon}{P^* Y}$$

$$\log b^* = \log B^* + \log \varepsilon - \log p^* - \log Y$$

$$\frac{\partial \log b^*}{\partial t} = \frac{\partial \log B^*}{\partial t} + \frac{\partial \log \varepsilon}{\partial t} - \frac{\partial \log p^*}{\partial t} - \frac{\partial \log Y}{\partial t}$$

$$\frac{\dot{b}^*}{b^*} = \frac{\dot{B}^*}{B^*} + \frac{\dot{\varepsilon}}{\varepsilon} - \frac{\dot{P}^*}{P^*} - \frac{\dot{Y}}{Y} \quad (3.4)$$

$$\frac{\dot{b}^*}{b^*} = \frac{\dot{B}^*}{B^*} + e - \pi^* - g \quad (3.5)$$

A equação (3.5) diz quais os determinantes da taxa de crescimento da relação dívida externa/PIB, onde (e) é variação percentual da taxa de câmbio real com relação ao tempo, (π^*) é a variação percentual do nível de preços internacional com relação ao tempo, ou seja, evolução da taxa de inflação e, por fim (g) é a taxa real de expansão do PIB doméstico com relação ao tempo.

Para que o mercado de bens esteja em equilíbrio, o produto interno bruto tem de ser igual a demanda por bens produzidos internamente⁴, assim:

$$Y = C(Y - T) + I(Y, R) + G - \varepsilon Q(Y, \varepsilon) + X(Y^*, \varepsilon) \quad (3.6)$$

Onde o consumo (C) depende positivamente da renda disponível (Y-T), o investimento depende do produto (y) e negativamente da taxa real de juros (r). Os gastos do governo (G) são determinados exogenamente. As importações (Q) dependem claramente da taxa real de câmbio. Assim, as importações são determinadas por:

⁴ Ver BLANCHARD (2001, p. 402)

$$Q = Q(Y, \varepsilon), \text{ onde: } \frac{\partial Q}{\partial Y} > 0; \frac{\partial Q}{\partial \varepsilon} < 0 \quad (3.7)$$

Por definição, as exportações de um país significam as importações de outro. Assim, escrevendo as exportações tem-se que:

$$X = X(Y^*, \varepsilon), \text{ onde: } \frac{\partial X}{\partial Y^*} > 0; \frac{\partial X}{\partial \varepsilon} > 0 \quad (3.8)$$

Segue-se que a definição de exportações líquidas é dada por:

$$NX = X - \varepsilon Q \quad (3.9)$$

Analisando a equação do balanço de pagamentos⁵, tem-se que:

Conta Corrente + Conta Capital = Δ estoque de dívida em moeda estrangeira

$$NX + i^* B^* = \pm \dot{B}^* \text{ Saldo do Balanço de Pagamentos} \quad (3.10)$$

Se: $(NX + i^* B^*) > 0 \Rightarrow -\dot{B}^*$ (Superávit no Balanço de Pagamentos)

$(NX + i^* B^*) < 0 \Rightarrow +\dot{B}^*$ (Déficit no Balanço de Pagamentos)

Substituindo (3.10) em (3.5), chega-se a seguinte equação:

$$\frac{\dot{b}^*}{b^*} = \pm \frac{(NX + i^* B^*)}{B^*} + (e - \pi^* - g) \quad (3.11)$$

$$\frac{\dot{b}^*}{b^*} = \pm \frac{\Delta BP}{B^*} + (e - \pi^* - g) \quad (3.12)$$

Em outras palavras, a taxa de crescimento da relação dívida externa como proporção do PIB, depende do saldo do balanço de pagamentos como proporção do estoque de dívida externa (em moeda estrangeira) mais a diferença entre a taxa de

⁵ “Esta identidade também pode ser compreendida considerando-se a relação entre a conta corrente e os empréstimos internacionais. Como a conta corrente é a variação dos ativos externos líquidos de um país, a conta corrente é necessariamente igual à diferença entre as compras de um país de ativos estrangeiros e suas vendas de ativos aos estrangeiros, ou seja, o saldo da conta de capital antecedido por um sinal de menos”. (KRUGMAN 1999, p. 326)

crescimento do câmbio real com a taxa de inflação externa e a taxa de crescimento do produto real.

Sob este enfoque, *ceteris paribus*, para se reduzir à vulnerabilidade externa da economia brasileira frente a choques exógenos, é necessário produzir sistematicamente superávits no balanço de pagamento a fim de reduzir a relação dívida externa/PIB.

Conforme saliente⁶ o professor Mário Henrique Simonsen, a solvência da dívida externa esta intimamente ligada à relação entre dívida externa e exportações, segundo qual, uma razão inferior a 2 representa uma situação confortável frente a possíveis crises no balanço de pagamentos, entre 2 e 4, o país encontra-se em posição duvidosa, e se a relação for superior a 4, o país encontra-se em uma posição crítica. Com efeito, o aumento do grau de endividamento das economias em desenvolvimento, torna-as mais suscetíveis a crises do balanço de pagamentos, cuja solução passa, necessariamente por uma desvalorização cambial, a qual acarreta em aumento da taxa de inflação, induzindo uma política monetária restritiva com o intuito de se obter o controle dos índices inflacionários.

Recentemente, em um estudo do Banco Mundial⁷, a intuição de Simonsen foi confirmada. O resultado encontrado sugere esse limite está em 220% das exportações e 80% do PIB, devido ao fato de que a maior parte dos episódios de crise da dívida e de renegociações aconteceu dentro deste limite.

Segue-se que o aumento do grau de endividamento externo torna as economias suscetíveis a crises do balanço de pagamentos, cuja solução passa, necessariamente por uma desvalorização cambial, a qual acarreta em aumento da taxa de inflação, induzindo uma política monetária restritiva com o intuito de se obter o controle dos índices inflacionários. Nas palavras de BRESSER e NAKANO (2003, p. 21)

Depois de alguns anos de enorme acumulação de dívidas externa e interna, a situação financeira se deteriora. Tal deterioração cria expectativas de negativas sobre parte das empresas locais e internacionais (...) e a taxa de investimento diminui, levando a recessão. A conseqüente redução das receitas governamentais aumenta perversamente o déficit orçamentário. Por outro lado os credores ficam cada vez mais inquietos. O risco país aumenta, na medida em que a relação dívida externa/exportações cresce muito acima do limite de endividamento. Há tentativas de ataques especulativos. A reversão dos fluxos de

⁶ Ver SIMONSEN e CYSNE (1995).

⁷ Ver BRESSER & NAKANO (2003, p. 12).

capital pode começar por contágio, comportamento de manada e profecia que se cumpre por si mesma. O país está então sujeito ao *default* internacional e a crise interna.

Em síntese, verifica-se que a longo prazo o ingresso de poupança externa não aumenta necessariamente a taxa de investimento da economia, na medida que há um limite para o endividamento externo das economias. Acrescenta-se que a longo prazo este fenómeno compromete a performance macroeconômica dos países em desenvolvimento, caracterizando o típico comportamento de *stop-and-go* com elevado endividamento externo⁸.

3.4 Os determinantes da taxa de crescimento de longo-prazo

A fim de analisar os determinantes da taxa de crescimento⁹ de longo prazo, utilizar-se-á a abordagem pós-keynesiana, tendo como suporte teórico os trabalhos seminais de HARROD (1939), DOMAR (1946) e ROBINSON (1936, 1956, 1962), os quais procuram dar uma explicação de longo-prazo a partir dos resultados obtidos por Keynes. Os pilares básicos desta abordagem constituem-se em:

- i. o princípio da demanda efetiva de Keynes;
- ii. a relação bilateral entre lucros e investimento sugerida por Robinson e Kalecki.

Partindo da condição de equilíbrio macroeconômico a partir do modelo Harrod-Domar¹⁰, tem-se:

$$I = sY \tag{3.13}$$

onde I representa o investimento, Y a renda e s a propensão marginal e média a poupar¹¹. Sob a ótica keynesiana, esta condição significa que o investimento gera renda e demanda via efeito multiplicador e, por sua vez, que o nível de equilíbrio da

⁸ Para uma discussão mais aprofundada sobre o comportamento das economias em desenvolvimento com elevado endividamento externo, ver OREIRO (2003).

⁹ Conforme saliente BARRO (1994, p.7): "Economic growth is the part of macroeconomics that really matters".

¹⁰ Nesta apresentação, considera-se que não há progresso técnico, bem como que o estoque de capital não sofre depreciação. Contudo, estas simplificações não atrapalham no desenvolvimento do modelo.

¹¹ Harrod não levanta a hipótese de que s era constante ao longo do tempo. Por outro lado, assumir que a propensão média a poupar é constante não significa uma grande violação à abordagem de Harrod.

renda é igual ao volume de investimento multiplicado pelo fator $1/s$. Note que a poupança é tomada como uma fração simples e proporcional da renda.

Admite-se que a força de trabalho cresce a uma taxa constante exógena, dada por:

$$n = \frac{\dot{L}}{L} \quad (3.14)$$

Considerando que o volume de capital (k) e trabalho (L) requeridos para produzir qualquer fluxo de produto (Y) são determinados univocamente, a função produção¹² desta economia será dada por:

$$Y = \min \left[\frac{K}{v}, \frac{L}{u} \right] \quad (3.15)$$

Algumas considerações a respeito da relação capital produto e trabalho produto implicadas no modelo:

- A produção de qualquer fluxo de trabalho requer $\frac{L}{u}$ unidades de trabalho.
- A relação capital-produto v é simplesmente a razão do estoque de capital pelo fluxo de produto ou renda, isto é equivalente a $\frac{K}{Y}$, reescrevendo tem-se:

$$K = vY \quad (3.16)$$

$$\Delta K = v\Delta Y \quad (3.17)$$

$$\dot{K} = v\dot{Y} \quad (3.18)$$

Supondo que o estoque de capital não se deprecia, então a variação do estoque de capital será igual ao incremento de investimento na economia. Assim:

$$\dot{I} = v\dot{Y} \quad (3.19)$$

Reescrevendo a condição de equilíbrio (3.13), tem-se que:

$$\frac{\dot{Y}}{Y} = \frac{s}{v} \quad (3.20)$$

¹² Note que a função apresentada é do tipo proporções fixas.

Note que a taxa de crescimento (\dot{Y}/Y) do produto tem de ser igual a razão entre a propensão a poupar (s) pela relação capital-produto (v). Harrod chamou a equação (3.20) de "equação fundamental", segundo a qual o equilíbrio entre poupança e investimento deverá manter-se ao longo do tempo. Mais do que isso, sendo v e s constantes ao longo do tempo, o crescimento da renda nacional será, também, constante.

Interpretando a relação capital-produto (v) como sendo a exigência dos empresários por acréscimos no estoque de capital, a equação (3.20) representa a taxa de crescimento do produto que vem a satisfazer os empresários quando os mesmos investem. Assim:

$$G = \frac{s}{v} \Rightarrow Gv = s \quad (3.21)$$

Agora, se a verdadeira taxa de crescimento esperada (G_t) é igual a taxa de crescimento necessária (G_H), então fica claro que a verdadeira relação capital-produto marginal (v), deve ser igual a relação capital-produto requerida (v). Analisando mais de perto tem-se que:

$$G_t v = s = G_H v_r \quad (3.22)$$

A equação (3.22) mostra a essência da instabilidade de Harrod. Se a verdadeira taxa de crescimento exceder a taxa garantida, os empresários acreditarão que o aumento no estoque de capital que realmente ocorreu é menor do que o aumento que eles desejavam em virtude do crescimento da renda e do produto. Analisando os determinantes desta proposição tem-se:

$$G_t^E = \frac{Y_t^E - Y_{t-1}}{Y_t^E} \quad G_t = \frac{Y_t - Y_{t-1}}{Y_t} \quad (3.23)$$

Onde (G_t^E) representa a taxa esperada de crescimento do produto e da renda do período ($t-1$) para o período (t); (Y_t^E) representa o fluxo de renda e produto que os empresários esperam no período (t); (Y_t) representa o verdadeiro fluxo de renda no período (t); (G_t) representa a verdadeira taxa de crescimento do produto e renda do período ($t-1$) para o período (t). O investimento será dado, pois, por:

$$I_T = v(Y_T^E - Y_{T-1}) \quad (3.24)$$

Analisando a equação (3.24), verifica-se claramente que o investimento para o período (t) é uma simples proporção do acréscimo de produto esperado requerido. Analisando o crescimento a partir das expectativas, tem-se:

$$\frac{Y_T}{Y_T^E} = \frac{v}{s} G_T^E \quad G_T = 1 - \frac{(1 - G_T^E) s}{G_T^E v} \quad (3.25)$$

Se $G_T^E > s/v$ então G_T será maior do que G_T^E

Se $G_T^E = s/v$ então G_T será igual a G_T^E

Se $G_T^E < s/v$ então G_T será menor do que G_T^E

Algumas considerações a respeito da interpretação do modelo Harrod-Domar se fazem, pois, necessárias. A partir a equação (3.21), verifica-se que o crescimento estável e equilíbrio com pleno emprego exigem que a relação $s/v_t = s/v = n$ seja permanentemente satisfeita. Sobre este fenômeno ROBINSON (1956, 1962) definiu como sendo a “idade de ouro”, estado mítico em que a economia cresce de forma sustentada ao longo do tempo, mantendo pleno emprego de todos os fatores de produção. Entretanto, não há qualquer mecanismo no modelo de Harrod que assegure este resultado.

Esta equação deve ser interpretada como uma condição que, se atendida, assegura a permanência de uma situação de plena utilização da capacidade produtiva. Contudo, conforme é possível verificar a partir da relação (3.25), que desvios na taxa garantida de crescimento não são autocorretivos, gerando instabilidade no sistema. Este fenômeno é conhecido na literatura econômica como sendo o “Primeiro Problema de Harrod”.

De fato, essa é uma das características essenciais da teoria Keynesiana do investimento, a autonomia da decisão de investir em capital sem relação com qualquer outra variável econômica. Uma visão mais detalhada a respeito do investimento foi dada por OREIRO (2004b, p.5):

O investimento depende fundamentalmente das expectativas dos empresários a respeito da rentabilidade do equipamento de capital ao longo da sua vida útil. Essas expectativas são, em larga medida, independentes da situação prevalecente na economia no momento em que os empresários estão tomando as suas decisões de investimento. Isso se deve a própria durabilidade (longa) do equipamento de capital. A viabilidade ou não de um projeto de investimento depende de expectativas a respeito dos lucros que poderão ser obtidos com

esse equipamento. Em função da própria durabilidade do equipamento de capital, essas expectativas irão envolver previsões sobre lucros a serem obtidos em um futuro muito distante. Como o ambiente econômico está em contínua mudança, segue-se que os lucros efetivamente obtidos com o esse equipamento de capital não só terão pouca relação com as expectativas iniciais, bem como com os lucros obtidos sobre o equipamento de capital existente no momento em que o empresário está decidindo sobre a implementação de um determinado projeto de investimento.

Outro ponto que deve ser explicitado diz respeito ao “Segundo Problema de Harrod”. Desvios na taxa garantida de crescimento não são autocorretivos, e sim cumulativos, resultando a instabilidade a partir do mecanismo de expectativas exposto na equação (3.25). Assim, a taxa de crescimento garantida corresponde à um equilíbrio chamado de “fio da navalha”.

No intuito de “resolver” os dois problemas explicitados acima, utiliza-se-á a abordagem robinsoniana, segundo a qual, a poupança agregada é influenciada pela distribuição funcional da renda entre salários e lucros. Desta forma, “qualquer que seja a taxa de investimento, a participação dos lucros na renda irá se ajustar de forma a produzir a taxa de poupança necessária para o equilíbrio no mercado de bens” (OREIRO, 2004b, p.24). Partindo da identidade Kaleckiana, tem-se:

$$P + W = C_c + C_w + I \quad (3.26)$$

Onde (P) é o lucro dos capitalistas; (W) equivale aos salários; (C_c) é o consumo dos capitalistas; (C_w) é o consumo dos trabalhadores; (I) é o investimento. Supondo que os trabalhadores não poupam:

$$P = C_c + I \quad (3.27)$$

Assim, os lucros são determinados pelas decisões de gastos dos capitalistas. Supondo que ($C_w = 0$), tem-se:

$$P = I \quad (3.28)$$

Dividindo os dois lados por (k), a fim de obter a taxa de lucro (r) e a taxa de acumulação (g), pode-se representar a equação (3.27) da seguinte maneira:

$$\frac{P}{k} = \frac{I}{k} \quad \Rightarrow \quad r = g \quad (3.29)$$

Alternativamente, se a propensão a poupar dos capitalistas (s) for diferente de 1, ou seja $C_c \neq 0$, tem-se:

$$I = S = sP \quad 0 < s \leq 1 \quad (3.30)$$

Novamente, dividindo os dois lados da equação por (k) , tem-se:

$$g = s r \quad (3.31)$$

A partir da equação (3.31), chega-se a relação entre lucros e investimento. Note que o investimento é uma decisão essencialmente voltada para o futuro, de tal forma que o mesmo depende das expectativas que os agentes formulam a respeito da rentabilidade futura. Nesse sentido “ a taxa corrente de lucro pode ser utilizada como uma proxy das expectativas dos empresários a respeito da rentabilidade futura dos bens de capital, ou seja, o presente serve como um guia para o futuro”. OREIRO (2004b, p. 25).

Assim, os investimentos atuais são determinados por decisões feitas no passado, baseadas em lucros anteriores. Por seu turno, os investimentos de hoje possuem um efeito positivo sobre os lucros futuros e assim por diante.

A partir dessas afirmações, pode-se dizer que é a expectativa quanto a uma taxa de lucro que faz com que se tenha o processo de acumulação. Robinson distingue a taxa desejada e taxas possíveis de crescimento, diferente da abordagem de Harrod entre taxa garantida e taxa efetiva. Assim, se por acaso a taxa desejada for insuficiente para resultar em pleno emprego, dada a taxa de crescimento populacional e a taxa de crescimento da produtividade, os *animal spirits* dos capitalistas podem obter êxito em aumentar a taxa de progresso técnico.

A partir deste cenário poderia-se questionar qual o efeito sobre o nível de emprego de longo prazo a partir do aumento da taxa de progresso técnico. Nas palavras de ROBINSON (1936, p. 96):

The effect of inventions upon the equilibrium level of output will depend upon its reaction on the distribution of income. An invention which reduces the share of labour in a given income will reduce the equilibrium level of output by increasing thriftiness, while an invention which increases the share of labour will increase equilibrium output. Thus capital-saving inventions increase, and capital-using inventions decrease, the equilibrium level of output

À luz do pensamento robinsoniano, se as inovações tendem, em geral a aumentar o produto, mas não o nível de emprego, o investimento, em geral tende a elevar tanto o produto quanto o emprego. Se novos investimentos forem excessivamente “poupadores de mão-de-obra”, haverá a tendência de redução do emprego e da participação da renda do salário no setor inovador. Por outro lado, há de se considerar que nem todo investimento implica em inovação, enquanto toda

inovação implica necessariamente em investimento, que por sua vez implica em criação de nova capacidade produtiva. Assim, enquanto o fluxo de investimento não cessar, haverá um impacto positivo sobre o nível de emprego. Nas palavras de ROBINSON (1936, pp. 97-98):

The immediate effect of inventions upon employment depends upon the extent to which equipment is the product of net investment and not merely the result of using the amortisation fund of old plant to set up new plant. In general we may suppose that, except when inventions are highly capital-saving, a period of positive net investment will result from them (...), for all except the most capital-saving require an increase in capital per head, while the reduction in total output which results from increased thriftiness will not be immediately foreseen. This first effect of inventions, therefore, is likely to be an increase in employment, even when in long run they will reduce it, and a sufficiently rapid succession of inventions, provided they are not extremely capital-saving, would prevent the rate of investment from ever falling to zero

A partir dessas considerações, pode-se dizer que o progresso tecnológico não é causador de desemprego, a não ser em casos muito excepcionais como para reposição de capital sucateado, ou um fluxo constante de inovações excessivamente poupadoras de trabalho.

À luz das do modelo de crescimento de Robinson, pode-se dizer que as conclusões iniciais do modelo Harrod-Domar permanecem as mesmas, embora a taxa de crescimento garantida seja determinada pela intercessão entre as curvas de investimento desejado e de lucros realizados podendo divergir da taxa natural de crescimento. Nas palavras de OREIRO (2004b, p. 34-35):

Se o *animal spirits* for alto o bastante, então a taxa garantida de crescimento será maior do que a taxa natural e a economia trilhará uma trajetória de crescimento caracterizada pela redução contínua da taxa de desemprego e por pressões inflacionárias. Se o *animal spirits* for baixo, contudo, a taxa garantida de crescimento será menor do que a natural e a economia irá trilhar uma trajetória de crescimento caracterizada pelo aumento contínuo da taxa de desemprego e pressões deflacionárias

Como se viu, a abordagem keynesiana coloca o problema do crescimento econômico no processo de geração de expectativas, as quais afetam as decisões de privadas de investimento, chave para se entender o processo de crescimento sustentado. Os modelos de crescimento dirigidos pela poupança não possuem uma função de investimento independente. Por esse motivo eles não refletem o “paradoxo da parcimônia” de Keynes, segundo o qual, se por qualquer razão a coletividade resolver poupar uma parcela maior de sua renda (aumentar a

propensão marginal a poupar), isso acabaria por reduzir o nível de renda, se os empresários desejassem manter o nível de investimento constante.

Desta forma, se se quer estimular o crescimento econômico, é vital a existência de um ambiente macroeconômico seguro e comprometido com o crescimento de longo prazo da economia, a fim de criar as condições favoráveis ao investimento na economia.

3.5 Investimento e Produtividade: o modelo Kaldor-Verdoorn

A chamada lei Kaldor-Verdoorn, inicialmente desenvolvida por VERDOORN (1951), estabeleceu as bases teóricas para uma relação entre o crescimento da produção e o da produtividade do trabalho. Ao contrário da hipótese neoclássica de que a produtividade do trabalho é a variável explicativa para o crescimento da economia, Kaldor inverteu essa relação, afirmando que a taxa de crescimento do setor industrial é a variável explicativa para o aumento da produtividade do trabalho nesse setor. Os fatos estilizados do modelo de KALDOR (1957, 1961) são:

- i. Crescimento contínuo, e a taxas estáveis, no volume de produção e na produtividade do trabalho;
- ii. Elevação permanente da quantidade de capital por trabalhador;
- iii. Taxa de lucro sobre o capital estável, ao menos nos países desenvolvidos;
- iv. Relação capital-produto constante durante longos períodos;
- v. Estabilidade da distribuição funcional da renda desde a segunda metade do século XIX, especialmente nos Estados Unidos e Reino Unido;
- vi. Diferenças substanciais nas taxas de crescimento do produto e da produtividade do trabalho entre países distintos

O processo de crescimento econômico descrito pelo modelo diz que a taxa de crescimento da economia está fortemente relacionada com a taxa de crescimento industrial, sendo este setor o “motor do crescimento” das economias. Esta hipótese, esta embasada na idéia de retornos crescentes, no sentido que a sua presença permite que aumentos na produtividade dos fatores de produção assim que o produto aumenta. A partir desta premissa, KALDOR (1994, p. 281) postula que as diferenças entre as taxas de crescimento entre os países são decorrentes das diferenças entre “os estágios de desenvolvimento”. A partir disso, argumenta que as

maiores taxas de crescimento são características de países em estágios “intermediários de desenvolvimento econômico”. A característica fundamental do processo de crescimento econômico descrito por Kaldor, diz que a taxa de crescimento da economia está fortemente relacionada com a taxa de crescimento industrial, sendo que este processo é típico das economias intermediárias. Esta característica constitui a primeira lei de Verdoorn. Nas palavras de McCOMBIE & THIRLWALL (1994, p.164):

The faster the rate of growth of the manufacturing sector, the faster will be the rate of growth of GDP, not simply in a definitional sense in that manufacturing output is a large component of total output, but for fundamental economic reasons connected with induced productivity agricultural sector to high productivity industrial sector that was experienced in many of the advanced countries especially prior to the mid-1970s

Assim, quanto maior for a taxa de crescimento do setor industrial da economia, mais rápida será a taxa de crescimento do produto real e, mais rápida será a propagação do crescimento para os outros setores da economia. O ponto mais importante do argumento de Kaldor não é simplesmente o fato do setor industrial ter um peso elevado na composição do produto. Mais do que isso, a explicação de Kaldor aponta que o crescimento do produto industrial possui relação direta com o aumento da produtividade do trabalho em toda a economia. Esse resultado constitui a segunda lei de Verdoorn. Nas palavras de McCOMBIE & THIRLWALL (1994, p.164):

The faster the rate of growth of manufacturing output, the faster the rate of transference of labour from other sectors of the economy where there may be either diminishing returns or where no relationship exists between employment growth and output growth. In either case, a reduction in the amount of labour in these sectors will raise productivity growth outside manufacturing. As a result of increasing returns in manufacturing on the one hand and induced productivity growth in non-manufacturing on the other, we expect that the faster the rate of growth of manufacturing output, the faster the rate of growth of productivity in the economy as a *whole*.

Dentro da concepção Keynesiana, o resultado da segunda lei de Verdoorn possui uma implicação fundamental, uma vez que postula a endogeneização do progresso técnico no sistema econômico. Assim, a produtividade do trabalho não mais pode ser entendida como variável estritamente exógena ao sistema, dado que seu comportamento é afetado pelo crescimento do setor industrial. Sob esta ótica, passa-se a ter uma função progresso técnico, relacionando a taxa de crescimento da

produtividade do trabalho e a taxa de acumulação de capital. O fato de o crescimento industrial ser capaz de afetar positivamente a produtividade do trabalho é sustentado pela característica do próprio setor, uma vez que essas atividades estão sujeitas a tecnologias que proporcionam retornos crescentes à escala.

A relevância desta implicação vai além de colocar um papel central ao setor industrial, ela também estabelece as bases para a explicação de fenômenos econômicos como a causalidade cumulativa, uma vez que existem fatores interdependentes no processo de crescimento das economias. Quanto maior for a inter-relação entre as variáveis, mais intenso será o crescimento.

A lei de Verdoorn foi especificada por Kaldor como:

$$p = a + bq \quad (3.32)$$

Onde: (p) é a taxa de crescimento da produtividade do trabalho; (q) é a taxa de crescimento da produção, (b) é o chamado “Verdoorn coefficient”, sendo $b > 0$; (a) é o coeficiente linear da função.

KALDOR (1966) fez uso da equação (3.32) para testar a hipótese de retornos crescentes à escala. No entanto, devido a correlação entre p e q , KALDOR (1975) estabeleceu uma equação alternativa, representada por:

$$e = a^* + b^*q \quad (3.33)$$

Onde: ($b^* = 1 - b$; $0 < b^* < 1$); ($a = -a^*$); (q) é a taxa de crescimento da produção industrial; (e) é a taxa de crescimento do emprego no setor industrial da economia; desde que $p = q - e$.

A equação (3.33) permite obter o coeficiente de Verdoorn (b) de maneira indireta, evitando, desta forma o problema de correlação entre as variáveis.

Analisando as variáveis de forma dinâmica, tem-se que:

$$q = \lambda + \alpha e + \beta k \quad (3.34)$$

Onde: (λ) é variável que explica o progresso tecnológico (variável exógena); (e) é a taxa de crescimento do emprego no setor industrial da economia; (k) é a taxa de crescimento do estoque de capital; (α) e (β) são as elasticidades com respeito ao trabalho e capital. Substituindo (3.34) em (3.32), tem-se:

$$p = \lambda + (\alpha - 1)e + \beta k \quad (3.35)$$

A equação (3.35), diz que a taxa de crescimento da produtividade do trabalho depende de uma variável exógena (tecnologia), mais uma média ponderada entre a taxa de crescimento do emprego no setor industrial da economia e taxa de crescimento do estoque de capital, ajustada pelas elasticidades do trabalho e do capital, respectivamente.

Sob a análise Kaldoriana, quando a produção cresce, importantes transformações acontecem na estrutura produtiva e na composição da demanda. Essas transformações beneficiam a indústria ao induzirem a utilização de novos processos produtivos, bem como incentivam o surgimento de novos produtos. Note que esses fatores são essenciais para o crescimento da produtividade.

Acrescenta-se, que quando a produção e a produtividade estão crescendo em um setor acima da média da economia, este movimento tende a ser associado à queda nos custos relativos, tendo como consequência a queda nos preços relativos. Uma maior produtividade na indústria estimula, também, a demanda doméstica por produtos industriais, já que os mesmos estão relativamente mais baratos no mercado.

Dentro desta perspectiva, o crescimento industrial é capaz de influenciar positivamente a produtividade do trabalho nos demais setores da economia, em virtude do processo de crescimento econômico ser resultado de uma ação recíproca entre as variáveis econômicas. OREIRO (2004c, p.3) salienta que:

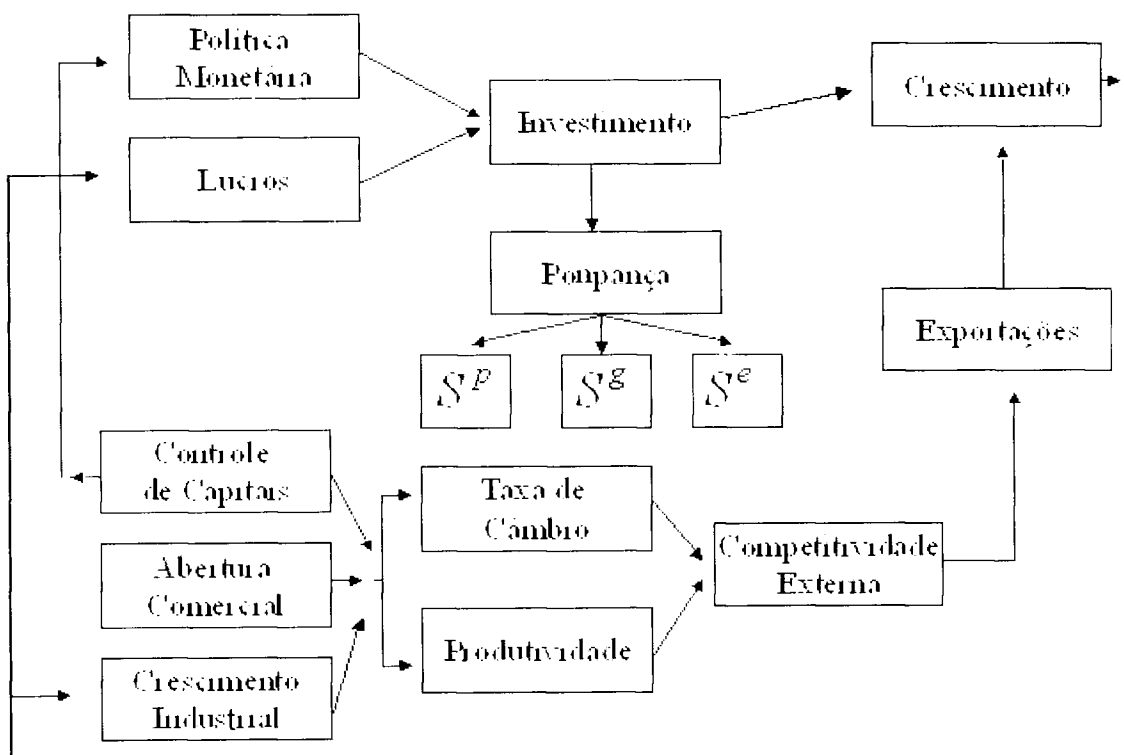
A rapidez com que pode “absorver” capital depende de seu dinamismo técnico, ou seja, de sua habilidade para inventar e introduzir novas técnicas de produção. E a recíproca também é verdadeira: a velocidade na qual uma sociedade pode absorver e explorar novas técnicas produtivas encontra limites na capacidade de acumulação de capital. Assim sendo, é possível construir uma função de progresso técnico (...)

O processo de acumulação de capital, como se observa, é a variável relevante para explicar a dinâmica do progresso técnico e o próprio crescimento econômico. Analisando as equações (3.32) e (3.33), verifica-se que a produtividade influencia a produção e por seu turno a demanda. Alta produtividade faz com que as exportações sejam mais competitivas nos mercados mundiais. Maiores exportações levam novamente a uma maior produção industrial, provocando aumento da demanda total para os produtos de exportação. Seguindo esta seqüência, maior

produtividade, mais exportações e maior produção industrial acabam induzindo novos investimentos, proporcionando inovações e produção em escala.

Em linhas gerais, o modelo Keynesiano pode ser representado pela figura 3. O primeiro vetor é composto por duas relações: (i) a determinação do investimento para a poupança, proveniente de Keynes; (ii) a relação bilateral entre lucros e investimento possui suporte teórico nos trabalhos seminais de Robinson e Kalecki. O segundo vetor, por seu turno, é composto por outras duas relações: (i) o processo de “causação circular cumulativa”, tendo como suporte o modelo Kaldor-Verdoor; (ii) a teoria dos controles de capitais¹³. Este último componente completa o modelo keynesiano ao permitir o uso autônomo da política monetária para satisfazer as demandas nacionais.

FIGURA 3 - REPRESENTAÇÃO ANALÍTICA DO MODELO KEYNESIANO



¹³ O capítulo quatro trata especificamente sobre este tema.

3.6 Conclusão

Analisando a economia brasileira sob a ótica dos modelos keynesianos, conclui-se que o processo de crescimento sustentado, e endogenamente gerado, necessita que os investimentos em infra-estrutura econômica, tais como energia (petróleo, energia elétrica), telecomunicações e transportes (rodoviário, ferroviário e portuário), voltem a fazer parte da agenda de política econômica, uma vez que estes são o eixo central do processo de retomada do crescimento sustentado da economia brasileira.

Sob este ponto de vista, a possibilidade de um melhor aspecto distributivo, bem como a necessidade de transformação econômico-social brasileira, requer taxas expressivas de crescimento, a fim de possibilitar aumento do emprego e da renda do trabalhador. Em última instância, as ações de política econômica devem visar as condições para a retomada do investimento, em nível adequado com a necessidade de crescimento do produto e do emprego. Assim, à luz da tradição Keynesiana, a responsabilidade de criação do ambiente seguro e positivo para o crescimento econômico depende do Estado, orquestrando todos os segmentos produtivos e financeiros em torno de um projeto comum de desenvolvimento.

Capítulo 4. Fluxos de capitais e apreciação do câmbio real: os efeitos da mobilidade de capitais sobre a competitividade externa

4.1 Introdução

No intuito de compreender o comportamento conjunto das taxas de câmbio e de juros, decompõe-se a taxa de juros brasileira a partir da condição de paridade descoberta da taxa de juros. Se os investidores, residentes ou estrangeiros, procuram a taxa de retorno esperada mais alta possível, em equilíbrio os títulos da dívida, tanto nacionais como estrangeiros, devem ter a mesma taxa de retorno esperada. Assim, a relação de arbitragem é dada por:

$$i = i^* + \frac{E_{T+1}^E - E_T}{E_T} + \rho^C + \rho^P \quad (4.1)$$

Onde: i é a taxa de juros doméstica;

i^* é a taxa de juros internacional;

$\frac{E_{T+1}^E - E_T}{E_T}$ é a taxa de depreciação esperada da moeda nacional;

ρ^C é o risco cambial;

ρ^P é o risco país.

A partir da equação (4.1), verifica-se que, se por algum choque exógeno, por exemplo, aumentasse o componente risco (risco cambial e risco país), as taxas de juros domésticas também teriam que aumentar. Caso contrário, o capital abandonaria o país. Sob o regime de *crawling peg*, haveria súbita perda de reservas, se por outro lado, o regime for de taxas flutuantes, haveria forte depreciação cambial a fim de atender a condição de paridade descoberta da taxa de juros.

Nos dois primeiros capítulos deste trabalho, foram apresentados os motivos da maior internacionalização dos mercados financeiros, bem como a necessidade de se implementar a liberalização da conta de capitais como condição indispensável para se alcançar maiores taxas de crescimento, de acordo com a retórica liberal.

Agora, chegou o momento de avaliar essas proposições, bem como os impactos que tais medidas¹ têm na condução da política monetária brasileira.

Primeiramente, pode-se dizer que o excessivo fluxo de capitais, bem como a sua volatilidade, podem acarretar em perda na condução da política econômica e, mais precisamente, na capacidade dos bancos centrais em conduzir a política monetária com vistas ao atendimento dos objetivos domésticos. Assim, a liberalização financeira homologa a necessidade da política monetária em garantir a rentabilidade do capital financeiro, garantindo a estabilidade monetário-cambial.

As políticas contracionistas passam a ser uma necessidade. Em um cenário de mercados financeiros mundiais interligados, as economias emergentes passam a concorrer para atrair capitais. Assim, estão permanentemente sujeitas a estabelecer melhores relações de confiança e rentabilidade em relação às outras economias. Isto implica políticas adotar políticas fiscais restritivas, a fim de reduzir as pressões sobre o setor externo e afastar possíveis expectativas de desvalorização cambial.

Países que, porventura sofram pressões sobre sua moeda, à luz dos ensinamentos da equação (4.1), procurarão estabelecer taxas de juros mais altas a fim de cobrir o risco cambial e, com isso, evitando fuga de capitais.

Um segundo problema, diz respeito à excessiva liberalização financeira como responsável pelo aumento da suscetibilidade das economias de ocorrência de crises no balanço de pagamentos frente a choques exógenos. Nas palavras de (DE PAULA, OREIRO, SILVA, 2003, p. 69):

Num contexto de grande mobilidade de capitais de curto prazo, essas crises podem ocorrer por razões não diretamente relacionadas com a situação da conta de transações correntes do balanço de pagamentos. Em outras palavras, países que possuem pequenos déficits em transações correntes como proporção do Produto Interno Bruto (PIB) – e que, portanto, são solventes do ponto de vista externo – podem se defrontar com uma reversão súbita da entrada de capitais de curto prazo em função de uma mudança de expectativas pode ser induzida por eventos não fundamentais (*sunspots*), pode resultar de comportamento de manada (*herding behavior*) ou, ainda, do chamado efeito contágio.

Um terceiro problema está relacionado ao efeito no saldo em transações correntes do balanço de pagamentos. Grandes fluxos de entradas ou saídas de

¹ Essas medidas constituem o forte processo de liberalização financeira, compreendido dentro do contexto dos anos 1990, destacando o processo de liberalização dos fluxos de capitais, com maior liberdade à entrada de capitais estrangeiros, bem como à saída de capitais.

capitais possuem influência direta na taxa de câmbio. Analisando separadamente os movimentos tem-se:

i. Grandes fluxos de entradas de capitais

Grandes fluxos de entradas de capitais provocam apreciação da taxa de câmbio nominal a qual, em função da rigidez de preços existente nos mercados de bens e serviços gera uma apreciação do câmbio real. Este constitui o primeiro efeito indesejável. Esta apreciação da taxa de câmbio real, por sua vez, numa redução das exportações líquidas e, dessa forma, num aumento do déficit em transações correntes. (OREIRO, 2004a, p.3). Conforme apresentado na seção três deste trabalho, a partir da equação (3.12), o aumento no déficit em transações correntes agrava a posição externa da economia, aumentando a relação dívida externa/PIB e comprometendo as condições de sustentabilidade da dívida externa. A CEPAL (2002, p. 56) sustenta a tese de que: “as crises financeiras internacionais são formadas durante os períodos de entrada excessiva de capitais, que minam aos poucos os fundamentos macroeconômicos dos países receptores. Assim, as crises são consequência inevitável das entradas desmedidas de capitais que as antecedem”.

O segundo efeito indesejável, diz respeito ao crescimento da oferta monetária no mercado doméstico, decorrente do ingresso de capitais externos. Em regimes de câmbio fixo, a apreciação é resultado indireto da expansão monetária, provocada pelas operações de compra das divisas em moeda estrangeira por parte do Banco Central. Este efeito estimula o nível de demanda agregada a favor de um maior consumo por parte das famílias.

Por outro lado, em regimes de câmbio flutuante, as operações de esterilização, por seu turno, elevam a dívida pública interna. Assim, há endividamento externo e interno simultaneamente, e tal endividamento é feito justamente no sentido de neutralizar os efeitos do capital externo, ou seja, o ingresso de capital não está tendo nenhum efeito doméstico expansionista sobre a demanda agregada. Logo, ocorrerá, também, aumento do déficit público, uma vez que as despesas do governo com o pagamento de juros deverão se elevar, com o aumento da dívida interna.

O terceiro efeito indesejável refere-se ao possível impacto inflacionário do aumento da oferta monetária, decorrente do ingresso de capitais externos. Nessas condições, somente contraindo a demanda e a atividade econômica, o que implica também em contração do crédito e do gasto público, é que se consolida a redução do crescimento da oferta monetária.

ii. Grandes fluxos de saída de capitais

Grandes fluxos de saída de capitais provocam a depreciação cambial, o que torna os bens no Brasil relativamente mais baratos no exterior, provocando aumento da demanda estrangeira e, assim, o aumento das exportações brasileiras. Outra consequência da desvalorização do câmbio é traduzida em uma diminuição das importações. Isso acontece porque os bens estrangeiros ficam relativamente mais caros no mercado doméstico, o que reduz as importações. Há, porém, uma demora substancial na reação da balança comercial às variações reais da taxa de câmbio. Desta forma, a depreciação pode produzir uma deterioração inicial do balanço comercial. À medida que o tempo passa, os efeitos das variações nos preços relativos tanto das exportações como das importações tornam-se mais fortes. Assim, as exportações aumentam, as importações diminuem e o efeito final da depreciação será a melhoria da balança comercial.

A respeito do processo de desvalorização cambial, é necessário destacar o impacto nos preços do setor industrial. Por um lado, a desvalorização cambial afeta os custos industriais, sendo que este impacto é mais intenso quanto maior for a participação dos insumos importados na estrutura de custos das empresas. Outro ponto de ligação entre a desvalorização e os preços diz respeito ao comportamento dos *mark ups* industriais. A desvalorização cambial tende a ampliar a capacidade das empresas líderes do setor *tradables* em elevarem suas margens, uma vez que a mudança na taxa de câmbio afeta as condições de concorrência no mercado. Este efeito possui efeito em toda a cadeia produtiva, sendo que a intensidade deste movimento depende de setor para setor. Um dos elos entre desvalorização e margens, diz respeito aos setores com grande coeficiente exportado, dado que o novo patamar da taxa de câmbio estimula o

aumento dos *mark ups* domésticos, a fim de equalizar a rentabilidade entre as vendas externas e internas.

Acrescenta-se, que as empresas com grande passivo em moeda estrangeira, podem encontra-se em uma situação de desequilíbrio patrimonial, o que pode afetar diretamente suas decisões de preços. Em síntese, a desvalorização cambial possui um efeito em toda a cadeia produtiva da economia, sendo que a resultante dessas forças representa uma forte pressão nos preços industriais.

A pergunta relevante que cabe fazer neste contexto é: como ocorrem grandes reversões nos fluxos internacionais de capitais e, conseqüentemente crises financeiras no mercado cambial?

A resposta ortodoxa a essa pergunta é que essa reversão se dá pela percepção dos agentes quanto à inconsistência da política econômica ou da existência de um sistema financeiro inadequadamente regulado (OREIRO, 2004a).

Com efeito, segundo CALVO (2001), as crises financeiras ocorridas nos mercados financeiros tinham as seguintes características:

- i. Elas foram precedidas por grandes fluxos de entrada de capitais;
- ii. Elas se desenvolveram através de uma complicada interação entre setores financeiros, domésticos e não-financeiros investidores e bancos internacionais e governos soberanos;
- iii. Poucas pessoas foram capazes de prevêê-las;
- iv. Elas levaram a uma acentuada redução do crescimento econômico quase levando a um colapso na produção.

É a partir deste cenário que os ingressos de capital possuem um papel determinante. Nas palavras de CALVO (2001, p. 94):

Grandes ingressos de capitais têm efeitos fortes sobre os preços relativos (particularmente a taxa de câmbio real) e o crédito bancário. Isto é percebido por todos. Grandes ingressos de capitais são geralmente transitórios, levando as pessoas a esperar que a economia por fim retorne às condições prevalecentes antes da entrada desses capitais. As questões é quando isso ocorrerá. Se os indivíduos estão conscientes das vulnerabilidades financeiras enfatizadas anteriormente (por exemplo, grandes dívidas de curto prazo) (...) então eles atribuem alguma probabilidade a uma súbita reversão dos fluxos. Na verdade, os indivíduos não precisam de muitas informações para sentir o problema.

Ou seja, a ocorrência de algum rumor negativo sobre a situação financeira do país pode levar a uma brusca mudança no comportamento dos agentes, provocando

um rearranjo nos *portfólios* a nível mundial. E o mais importante, tal fenômeno pode ocorrer mesmo com a conta corrente equilibrada e com os “fundamentos macroeconômicos” sólidos. Todos esses argumentos apontam para a grande volatilidade dos fluxos de capitais, que “podem ter efeitos devastadores sobre a performance macroeconômica dos países afetados por esse fenômeno” (OREIRO, 2004d, p. 14).

4.2 Efeitos da volatilidade cambial sobre o investimento e o crescimento econômico

A realidade cada vez mais competitiva torna o processo de tomada de decisões cada vez mais complexo. Assim, a decisão de investimento por parte das empresas ocorre em um cenário onde:

- i. O valor do ativo é incerto;
- ii. O custo total do investimento é incerto;
- iii. Existe prazo para a maturação do investimento, tempo de construção;
- iv. O investimento ocorre em etapas²;

O custo total do investimento depende dos preços e dos custos de produção que afetam o fluxo de caixa gerado pelo ativo, dos custos para se desenvolver o projeto. Assim sendo, dado que diversos bens de capital são cotados em dólar, a decisão de investir por parte das empresas tem que levar em consideração o risco cambial.

Desta forma, a presença de assimetria de informações no mercado de capitais possui grande influência sobre o comportamento da aversão ao risco por parte dos agentes econômicos. A existência deste fenômeno pode explicar as flutuações nas decisões de investir das firmas, bem como a disponibilidade de oferta de crédito dentro da economia. A assimetria de informações faz com que o processo de tomada de decisões seja mais difícil e dificulta a diversificação de riscos na economia. Assim, mudanças nas percepções de riscos por parte dos agentes decorrentes de choques monetários, reais, ou mesmo uma mudança nas

² Alguns investimentos dependem de pesquisa e desenvolvimento (P&D), de desenvolvimento de novas técnicas, de tempo para a realização do empreendimento, como a exploração de petróleo. Assim, a variação no valor esperado do projeto pode afetar o andamento do projeto, levando inclusive a sua suspensão ou mesmo o abandono.

expectativas, faz com que as empresas revejam seus programas de investimento e leva os bancos a racionar o crédito.

Se, por exemplo, os projetos de investimento por parte das empresas fossem financiados com base em linhas de crédito bancário, uma diminuição não antecipada do ingresso de capitais poderia implicar um aumento de projetos inacabados e falências. “Isso ocorre porque uma assistência financeira fornece fundos para pagar *credores* dos bancos (por exemplo os depositantes, os credores estrangeiros etc.), mas não para assegurar que projetos de investimentos sejam conduzidos até a sua conclusão”. (CALVO, 2001, p. 97).

Deste modo, a presença de assimetria de informações implica que os mercados falham em ajustar-se ótima e automaticamente às situações de desequilíbrio entre oferta e demanda. Ou seja, o mercado e o sistema de preços não são, na maioria das vezes, o mais eficiente mecanismo de decisões econômicas de alocação de recursos escassos. Nas palavra de ALVES JR., FERRARI FILHO, DE PAULA (2000, p.7):

Para Keynes e pós-keynesianos a atividade especulativa não é uma “anomalia”, explicada pela ação de “insensatos *noise traders*”, mas é uma consequência natural da própria forma de operação dos mercados financeiros no mundo real. As expectativas de curto prazo do comportamento do mercado, ao invés dos fundamentos básicos de longo prazo, são vistos como o determinantes chave do movimento dos preços dos ativos financeiros. Ademais (...) o resultado da ação dos especuladores é ambíguo, porque ao mesmo tempo em que pode ter efeitos reais devastadores sobre a economia, ao criar redemoinhos especulativos, provê liquidez aos ativos financeiros, que é um papel essencial dos mercados financeiros.

Neste particular, os investidores estrangeiros ao tomarem suas decisões, levam em consideração as perspectivas de rentabilidade, sendo que estas têm de ser maiores do que a do seu próprio país, do contrário ele não teria incentivos para investir. Assim, o efeito da desvalorização cambial provoca resultado imediato na receita a ser remetida, em dólares, provocando perdas com a volatilidade cambial.

Entretanto, o investimento externo por si só, é incapaz de alavancar o crescimento da economia. Ademais, como se viu, à luz dos ensinamentos dos modelos keynesianos, o verdadeiro crescimento sustentado se dá pelo investimento doméstico, endogenamente gerado. Nas palavras de KEYNES (1978, p. 173):

(...) em parte por motivos razoáveis e em parte por razões instintivas, nosso desejo de manter o dinheiro como reserva de valor constitui um barômetro do grau de nossa desconfiança de nossos

cálculos e convenções quanto ao futuro. Embora este sentimento em relação ao dinheiro também seja convencional e instintivo, ele atua por assim dizer, num nível mais profundo de nossa motivação

A partir dos ensinamentos de Keynes, pode-se dizer que o processo de tomada de decisões nesse ambiente incerto, instável e propenso a flutuações violentas, segue o estado de confiança dos agentes nos melhores cálculos que puderem fazer, dadas às convenções reinantes no mercado. Quando a confiança por parte dos agentes fica abalada, eleva-se a preferência por liquidez e reduz-se a eficiência marginal do capital.

Assim, em um mundo incerto, onde as informações não são suficientes para sustentar plenamente as expectativas, o empresário tem que tomar suas decisões baseadas em sua própria previsão. Segue-se que o aumento da incerteza por parte dos capitalistas faz com que os mesmos busquem a segurança do dinheiro, reduzindo, desta forma, o investimento na economia.

4.3 Controles de capitais: uma agenda de discussão

A questão dos controles de capitais ainda é matéria de grande discussão por parte dos economistas. Discute-se a sua real capacidade em poder garantir ao país trilhar um caminho de recuperação superior à alternativa de liberalização financeira.

Assim, as medidas de controle cambial são vistas sob a ótica prudencial, tendo como meta impedir a realização de operações que possam vir a ameaçar a segurança do sistema e que, o país estaria em piores condições se não adotasse a regulação.

RODRIK & VELASCO (1999) apontam que o ingresso de capitais de curto-prazo, em uma determinada economia, pode gerar um problema similar ao de uma corrida bancária. Em outras palavras, ao empréstimos e aplicações de curto prazo são exigíveis em um curto espaço de tempo. Esses capitais, no entanto, são utilizados para o financiamento da aquisição de ativos financeiros, ou mesmo aquisição de ativos reais. A realização antecipada desses ativos irá resultar em perda de capital para seus detentores devido a menor liquidez e maior prazo de maturidade.

Se os investidores internacionais não acreditarem na capacidade dos tomadores de empréstimo de honrar seus compromissos, eles exigirão o pagamento dos empréstimos no seu prazo de vencimento, recusando-se a refinarciar as posições dos tomadores de empréstimo. (OREIROa, 2004). Em um regime de cambial câmbio fixo, haverá súbita reversão dos fluxos internacionais de capital de curto prazo gerará grande perda das reservas internacionais. Se o regime for de câmbio flutuante, a súbita reversão dos fluxos de capitais de curto-prazo irá resultar em grande depreciação da taxa nominal de câmbio.

RODRIK (1998), usando uma amostra de 100 países, não encontra qualquer evidência de que países que liberalizaram a conta de capitais cresceram mais rapidamente, investiram mais, ou tiveram taxas de inflação menores, do que aqueles que não liberalizaram, concluindo que controles de capitais, efetivamente, “não estão correlacionados com o desempenho econômico de longo-prazo” (RODRIK, 1998, pp. 8-9).

EICHENGREEN & LEBLANG (2002) buscando introduzir o impacto das “crises” na amostra de 21 países para o período 1880-1997, concluem que os controles de capitais afetam o desempenho macroeconômico de forma direta – através do impacto positivo sobre a alocação e eficiência – e indiretamente limitando o impacto negativo das crises. Assim, os resultados obtidos levam a concluir que em períodos de crise, de intensa instabilidade financeira, “a capacidade de isolamento oferecida pelos controles é preciosa, mas é negativa quando as crises estão ausentes” (EICHENGREEN & LEBLANG, 2002 p. 23)

Tendo em vista os argumentos teóricos desenvolvidos, segue-se a proposta de controles de capitais para o Brasil, com os seguintes objetivos³:

- i. Permitir maior autonomia da política monetária as se desvincular a taxa de juros doméstica da condição de paridade descoberta da taxa de juros, à luz dos ensinamentos da equação (4.1);
- ii. Alcançar maior equilíbrio no saldo em transações correntes do balanço de pagamentos, ao impedir grandes reversões nos fluxos de capitais, tanto na entrada quanto na saída;

³ Os argumentos apresentados baseiam-se no trabalho de DF PAULA, OREIRO, COSTA DA SILVA (2003).

- iii. Reduzir a volatilidade do mercado cambial, visando melhores condições à administração da política monetária.

À luz dessas considerações, a internacionalização dos mercados financeiros impede o uso autônomo da política monetária para satisfazer as demandas nacionais. Os grandes fluxos de capitais sujeitam os governos a restabelecer periodicamente as condições de confiança exigidas pelo capital financeiro. Isso explica o uso da política monetária restritiva a fim de tornar as taxas de juros atrativas junto ao mercado financeiro internacional. Tais políticas atuam de forma prejudicial ao crescimento econômico, tornando a política econômica dirigida à esfera produtiva marginalizada. Acrescenta-se, que a liberalização financeira aumentou a vulnerabilidade financeira da economia em relação ao comportamento futura das taxas de juros e câmbio, comprometendo a tomada de decisões de investimento.

Portanto, a menor dinâmica de acumulação na esfera produtiva não só desestimula as decisões de investimento, como também reduz a disponibilidade de crédito por parte dos bancos, pois em tal cenário, é muito mais atraente investir em títulos públicos ou em algum ativo financeiro de baixo risco. As empresas, por sua vez, ao verem o acesso ao crédito restritivo, ficam impossibilitadas de financiar seus investimentos e de enfrentar o pagamento de seus débitos, enfrentando o problema da inadimplência e reduzindo o seu nível de atividade.

4.4 Conclusão

A internacionalização dos mercados financeiros internacionais e o livre movimento de capitais impedem que as economias nacionais adotem política monetária, cambial e fiscal visando atender às demandas domésticas por crescimento, emprego e distribuição de renda. Acrescenta-se, que a liberalização financeira aumenta a incerteza e a volatilidade que a deriva, acarretando em perversos efeitos no nível de investimento e na disponibilidade de crédito da economia. Assim, no momento em que o governo fica subordinado aos interesses do capital financeiro internacional, ele renuncia o seu principal papel de regulador da atividade econômica.

Assim, para recuperar seu caráter soberano e poder utilizar o instrumento da política monetária autônomo, é necessário impedir os processos especulativos e o grande fluxo de capitais externos. Para que isso seja alcançado, torna-se imperativo o uso de controles seletivos de capitais e, assim, reativar a produção e a dinâmica de acumulação. Para concluir, as autoridades econômicas devem preocupar-se em atrair o capital produtivo e, para isso, tem de ter a consciência de que os mecanismos utilizados são diferentes dos exigidos pelos capitais especulativos.

Conclusão

Ao longo deste trabalho, foi apresentada a estratégia de crescimento com poupança externa, bem como os argumentos dos adeptos à irrestrita liberalização financeira como condição indispensável para se lograr taxas mais elevadas de crescimento. Ainda de acordo com esta estratégia, a abertura financeira se justificaria pelas hipotéticas benesses trazidas pela livre mobilidade de capitais, afirmando que ela aperfeiçoaria a intermediação financeira global entre poupadores e investidores, permitindo a canalização da poupança externa para países com insuficiências de capital. Isto ajudaria também no financiamento compensatório de choques externos e, portanto, na estabilização do gasto interno de quem os sofresse.

Posteriormente, analisou-se a economia brasileira sob a ótica dos modelos keynesianos, segundo os quais, o processo de crescimento sustentado, e endogenamente gerado, só seria possível mediante investimentos em infra-estrutura econômica, tais como energia (petróleo, energia elétrica), telecomunicações e transportes (rodoviário, ferroviário e portuário), voltem a fazer parte da agenda de política econômica, uma vez que estes são o eixo central do processo de retomada do crescimento sustentado da economia brasileira.

Sob este ponto de vista, a possibilidade de um melhor aspecto distributivo, bem como a necessidade de transformação econômico-social brasileira, requer taxas expressivas de crescimento, a fim de possibilitar aumento do emprego e da renda do trabalhador. Em última instância, as ações de política econômica devem visar as condições para a retomada do investimento, em nível adequado com a necessidade de crescimento do produto e do emprego. Assim, à luz da tradição Keynesiana, a responsabilidade de criação do ambiente seguro e positivo para o crescimento econômico depende do Estado, orquestrando todos os segmentos produtivos e financeiros em torno de um projeto comum de desenvolvimento.

Segue-se que a internacionalização dos mercados financeiros internacionais e o livre movimento de capitais impedem que as economias nacionais adotem política monetária, cambial e fiscal visando atender às demandas domésticas por crescimento, emprego e distribuição de renda. Acrescenta-se, que a liberalização financeira aumenta a incerteza e a volatilidade que a deriva, acarretando em

perversos efeitos no nível de investimento e na disponibilidade de crédito da economia. No momento em que o governo fica subordinado aos interesses do capital financeiro internacional, ele renuncia o seu principal papel de regulador da atividade econômica.

Desta forma, para recuperar seu caráter soberano e poder utilizar o instrumento da política monetária autônomo, é necessário impedir os processos especulativos e o grande fluxo de capitais externos. Para que isso seja alcançado, torna-se imperativo o uso de controles seletivos de capitais e, assim, reativar a produção e a dinâmica de acumulação. Para concluir, as autoridades econômicas devem preocupar-se em atrair o capital produtivo e, para isso, tem de ter a consciência de que os mecanismos utilizados são diferentes dos exigidos pelos capitais especulativos.

Referências Bibliográficas

AGENOR, P-R. & P.J. MONTIEL (1999). **Development macroeconomics**. New Jersey: Princeton University Press.

ARIDA, P. (2002). **Múltiplos Equilíbrios**. Revista de Economia Política, 22(3), Julho 2002: 123-131.

ARIDA, P. (2003). **Por uma moeda plenamente conversível**. Revista de Economia Política, Vol. 23, julho-setembro.

ARIDA, P. (2004). **Aspectos macroeconômicos da conversibilidade**: uma discussão do caso brasileiro. BM&F, São Paulo.

ARIDA, P; BACHA, E; LARA-REZENDE, A. (2004). **High Interest Rates in Brazil: Conjectures on the Jurisdictional Uncertainty**. Núcleo de Estudos de Política Econômica, Casa das Garças (NUPE/CdG), Rio de Janeiro.

BACHA, E. (2004). **Reflexões pós-cepalinas sobre inflação e crise externa**. Revista de Economia Política, vol. 23, n.3.

BARRO, R. Are Governments Bonds Net Wealth ? **Journal of Political Economy**, 82(6), 1974.

BARRO, R (1994). **Recent research on economic growth**. NBER Reporter. Summer.

BARRO, R.; SALA-I-MARTIN X. **Economic Growth**. New York: Mc Graw Hill, 1995.

BLANCHARD, O (2001). **Macroeconomia**. Prentice-Hall: Londres

BRESSER, L. C.; NAKANO, Y. (2002). **Uma Estratégia de Desenvolvimento com Estabilidade**. Revista de economia política, Vol. 22, N.3.

BRESSER, L. C.; NAKANO, Y. (2003). **Crescimento Econômico com Poupança Externa?** Revista de Economia Política, Vol. 23, N.2

BONELLI, R. (1991). **Growth and productivity in Brazilian industries: impacts of trade orientation**. Departamento de Economia PUC-RJ Texto para Discussão nº 258, junho.

BONELLI, R. (1995). **Ensaio sobre política econômica e industrialização no Brasil**. Rio de Janeiro: SENAI

CALVO, G. A.; VEGH, C. A. (1994). **Credibility and the dynamics of stabilization policy: a basic framework** em C. Sims. *Advances in Econometrics: Sixth World Congress* Cambridge: Cambridge University Press.

CALVO, G. A.; VEGH, C. A. (1993). **Stabilization dynamics and backward looking contracts**. IMF Working Paper 93/29.

CALVO, G. (2001). **Crises de Balanços de Pagamentos em Mercados Emergentes**. In: Krugman, P. (Org.). *Crises Monetárias*. São Paulo: Makron Books.

CARVALHO, F. C. e J. SICSÚ (2003). **Controvérsias Recentes sobre Controle de Capitais**. IE/UFRJ, mimeo.

CARVALHO F. C. **Controles de Capitais: Uma agenda de pesquisa**. Seminários de Pesquisa, Rio de Janeiro: UFRJ, 2004.

CEPAL (2002). **Promoção da estabilidade dos fluxos de capital para o financiamento do desenvolvimento** in: *Crescer com Estabilidade – O financiamento do desenvolvimento no novo contexto internacional* Rio de Janeiro: Editora Campus, capítulo 2, 2002.

COLLINS. S. M.; PARK, W. A. (1989). **External debt and macroeconomic performance in South Korea**. in J. D. Sachs (ed.) *Developing country debt and the world economy* Chicago : The University of Chicago Press and NBER.

CUNHA, L. R. A. (1990). **Congelamento e Políticas Heterodoxas: a experiência brasileira**. Departamento de Economia PUC-RJ, Texto para Discussão n. 253, dezembro.

CURADO, M.; PORCILE, G. **Technology, Capital Flows and the Balance of Payments Constraint in a Structuralist North-South Model**. *Revista de Economia Contemporânea*, 6(2), 37-50, 2002.

DOLLAR, D. & WOLFF, E. N. (1993). **Competitiveness, Convergence and International Specialization**. MIT Press, Cambridge, Massachusetts.

DOMAR, E. (1946). **Capital Expansion, Rate of Growth and Employment**. In Sen, A (org.). *Growth Economics*. Penguin Books: Middlesex, 1970.

DORNBUSCH, R. **Capital controls: an idea whose time is past**. *Essays in International Finance*. Princeton, n. 207, 1998.

DUDLEY, D. **A Teoria Econômica de John Maynard Keynes**. São Paulo. Ed. Pioneira. 1986.

EDISON H. *et al.* **International financial integration and economic growth**, IMF Working Paper n° 02/145, 2002.

EDWARDS, S. (1995). **Why are savings rates so different across countries ?** An international comparative analysis. National Bureau of Economic Research Working Paper Series no. 5097, abril.

EICHENGREEN, B. (1996). **Globalizing Capital: a history of the international monetary system**. Princeton University Press.

EICHENGREEN, B. **A Globalização do Capital**. São Paulo: Ed. 34, 2000.

EICHENGREEN, B & FISCHER (2001). **Exchange Rate Regimes: is the bipolar view correct?** *Jornal of Economic Perspectives* 15.

EICHENGREEN, B & LEBLANG D. (2002). **Capital Account Liberalization and Growth: Was Mr. Mahathir Right?** National Bureau of Economic Research, Working Paper Series, WP n.º 9.427

FISCHER, S. (1998). **Capital Account Liberalization and the Role of the IMF**. *Essays in International Finance* n. 207. Princeton.

FRANCO, G. H. B (1990). **A regulação do Capital Estrangeiro no Brasil: Análise da Legislação e Propostas de Reforma**. Departamento de Economia, PUC-Rio, texto para discussão n.º 246, setembro.

FRANCO, G. H. B & FRITSCH, W. (1993). **Import Repression, Productivity Slowdown, and Manufactured Export Dynamism: Brazil 1975-1990**. London: Routledge for UNU-Winer.

FRANCO, G. H. B. (1996). **A inserção externa e o desenvolvimento**. Departamento de Economia PUC-RJ. Texto para Discussão.

FRANCO, G. H. B. & NETO, D.M.P. (2004). **A desregulamentação da conta de capitais: limitações macroeconômicas e regulatórias**. BM&F, São Paulo.

FRY, J. (1995). **Money, Interest and Banking in Economic Development** (2 ed.). London: The John Hopkins University Press.

GARCIA, M. G. P. (1997). **A Macroeconomia do Dólar Futuro**. *Resenha BM&F*, 118, 37-45.

GARCIA, M.G.P. (2003). **Brazil in the 21st century: how to escape the high real interest trap?** Mimeo.

GARCIA, M. G. P; VALPASSOS, M. V. F. (2000). **Capital Flows, Capital Controls and Currency Crisis: the case of Brazil in the 1990s**. In: Larrain, F. ed., *Capital Flows, Capital Controls, and Currency Crises: Latin America in the 1990s*, University of Michigan Press.

GARCIA, M. G. P; OLIVARES LEANDRO, G. A. (2000). **O Prêmio de Risco da Taxa de Câmbio no Brasil durante o Plano Real**. Texto para discussão no. 409, Departamento de Economia PUC-Rio, Rio de Janeiro e porvindouro na *Revista Brasileira de Economia*.

GIAMBIAGI, F. (2002). **Restrições ao crescimento da economia brasileira: uma visão de longo prazo**. Texto para discussão n. 94 BNDES. Rio de Janeiro.

GOMES, C.; UNGER, R. M. (1996). **O Próximo passo: uma alternativa prática ao neoliberalismo**. Rio de Janeiro: Topbooks.

GUIMARÃES, P. W. **A lei Kaldor-Verdoorn na economia brasileira**. (Dissertação de Mestrado) ESALQ/USP, 2002.

HARROD, R. **International Economics**. Cambridge: Cambridge University Press, 1933.

HARROD, R.F (1939). **An Essay in Dynamic Theory**. In Sen, A (org.). *Growth Economics*. Penguin Books : Middlesex, 1970.

HARROD, R.F. (1937). **Review of Essays in the Theory of Employment**. *The Economic Journal*, 47.

HELLER, C. (2001). **O progresso Técnico e Nível de Emprego: O teorema de Kalecki e o modelo de Joan Robinson**. Edusp.

HERMANN, J. **O Modelo de liberalização financeira dos anos 90: "Restatement" ou auto-crítica?** Texto de Discussão UFRJ, nº 01, 2002.

HENRY, P.B (2003). **Capital Account Liberalization: the cost of capital and economic growth**. *American Economic Review* 93.

HIRSCHMAN, A.O. (1958). **The Strategy of Economic Development**. New Haven: Yale University Press.

JONES, C.I (1995). **R&D- Based Models of Economic Growth**. *Jornal of Political economy* 103, agosto.

- JONES, C.I (1996). **Convergence Revisited**. Stanford University mineo
- JONES, C.I (1997). **On the Evolution of the World Income Distribution**. *Journal of Economic Perspectives* 11.
- JONES, C.I (2000). **Introdução à Teoria do Crescimento Econômico**. Stanford University mineo
- KAMINSKY, G.L. & SCHMUKLER, S. (2002). **Short-Run Pain, Long-Run Gain: The effects of financial liberalization**. Banco Mundial, Washington D.C.
- KALDOR, N. Speculation and Economic Stability. *Review of Economic Studies*, nº01. 1939.
- KALDOR, N. (1957). **A Model of Economic Growth**. *Economic Journal*, Vol. 67.
- KAPLAN E.; RODRIK D. Did the Malaysian capital controls work? In: EDWARDS S.; FRANKEL J. eds. **Preventing Currency Crises in Emerging Markets**. The University of Chicago Press for the NBER, 2002.
- KEYNES, J.M (1936). **The General Theory of Employment, Interest and Money**. London, Macmillan, 2 ed. 1973
- KEYNES, J.M (1937). **Alternative Theories of the Rate of Interest**. *Economic Journal*, 47.
- KRUGMAN, P. (1996). **Pop Internacionalism**. Cambridge: MIT Press.
- KRUGMAN, P. R., Obstfeld (1999). **Economia internacional: teoria e política**. 4. ed. São Paulo: Makron Books.
- LEE, JONG-WHA. **Government interventions and productivity growth**. *Journal of Economic Growth*, p. 391-414, Sep. 1996.
- MALAN, P. BONELLI (1990). **Brazil 1950-1980: Three decades of growth oriented economic policies**. IPEA-INPES, Rio de Janeiro, Texto para discussão interna n. 187.
- MANKIW, N; ROMER, D; WEIL, D. **A Contribution to the Empirics of Economic Growth**. *Quarterly Journal of Economics*, 107, May 1992, 407-37.
- MATHISON, D.J. & ROJAS-SUÁREZ, L. (1993). **Liberalization of the Capital Account: experiences and issues**. IMF, Occasional Paper 103, Washington D.C.
- MEADE, J.E. **The Keynesian revolution**. In KEYNES, J.M. (ed), *Essays on John Maynard Keynes*. Cambridge: Cambridge University Press, 1975.

MCKINNON, R. (1973). **Money and Capital in Economic Development**. Washington D.C.: Brookings Institution.

McKINNON, R. (1991). **The Order of Economic Liberalization: financial control in the transition to a market economy**. John Hopkins University Press, Baltimore.

McCOMBIE, J.S.L. & THIRLWALL, A.P. (1994). **Economic Growth and Balance of Payments Constraint**. New York: St Martin's Press.

NAKANO, Y. (2004). **Exportações: a saída natural para o desenvolvimento rápido e sustentado**. Conjuntura Econômica, Maio de 2004.

ONO, F.; SILVA, G.; OREIRO, J.; PAULA, L. (2004). Conversibilidade da conta de capitais e seus desdobramentos: evidências a partir da experiência recente da economia brasileira e mundial. In: **Anais da VII Encontro de Economia da Região Sul**, p. 197 - 218.

OREIRO J.L. (2002). **Prêmio de Risco Endógeno, Metas de Inflação e Câmbio Flexível: implicações dinâmicas da hipótese Bresser-Pereira para uma pequena economia aberta**. Revista de Economia Política, 22(3), 2002.

OREIRO, J.L. (2003). **Preferência pela Liquidez, Racionamento de Crédito e Concentração Bancária : uma nova teoria pós-keynesiana da firma bancária**. Anais do VIII Encontro Nacional de Economia Política, Florianópolis.

OREIRO, J.L. (2004a). **Autonomia da Política Econômica, Fragilidade Externa e Equilíbrio do Balanço de Pagamentos: A Teoria do Controle de Capitais**. Revista de Economia Política, no prelo.

OREIRO, J.L. (2004b). **O Modelo de Crescimento Harrod-Domar e seus desdobramentos**. Capítulo 7 do trabalho: Crescimento Econômico, Progresso Técnico e Distribuição de Renda : uma abordagem pluralista, no prelo.

OREIRO, J.L. (2004c). **Crescimento e Progresso Técnico Induzido: os modelos de Kaldor (1957 e 1961)**. Capítulo 8 do trabalho: Crescimento Econômico, Progresso Técnico e Distribuição de Renda : uma abordagem pluralista, no prelo.

OREIRO, J.L. (2004d). **Poupança Externa e Performance Macroeconômica**. Revista de Economia Política, no prelo.

PAULA, L.F.; OREIRO, J.L. JONAS, G. (2003). **Fluxos e Controles de Capitais no Brasil: avaliação e proposta de política**. In Sicsú, J.; Oreiro, J.L; Paula, L.F. Agenda

Brasil: políticas econômicas para o crescimento com estabilidade de preços. Manole: São Paulo.

POSSAS, M.L. (2001). **Demanda Efetiva, Investimento e Dinâmica: A atualidade de Kalecki para a teoria macroeconômica.** Edusp.

PREBISCH, R. **Problemas Teóricos e Práticos do Crescimento Econômico.** In Ricardo Bielschowsky (org.) **“Cinquenta Anos de Pensamento na CEPAL”.** Record , 2000

QUINN, D. (1997). **The correlates of change in international financial regulation.** American Political Science Review 91.

ROBINSON, J. **The long-period theory of employment.** Zeitschrift für Nationalökonomie, v. III, Heft 1, 1936.

ROBINSON, J. (1956). **The Accumulation of Capital.** London: Macmillan.

ROBINSON, J. (1962). **A Model of Accumulation in Sen Growth Economics.** Penguin Books : Middlesex [ano da edição : 1970].

RODRIG, D. Who needs capital-account convertibility? In: FISCHER, STANLEY *et al.* **Should the IMF Pursue Capital-Account Convertibility?** Essays in International Finance nº 207, Princeton University, 1998.

RODRIG, D & VELASCO, A. (1999) **Short Term Capital Flows Annual World Bank Conference OnDevelopment Economics**

ROMER, P. **The Origins of Endogenous Growth e Robert Solow Perspectives on Growth Theory.** In. **Journal of Economic Perspectives** , 1994

SHAW, E. (1973). **Financial Deepening in Economic Development.** Oxford University Press, N.Y.

SCHNEIDER, B. (2000). **Issues in Capital Account Convertibility in Developing Countries.** Disponível em: <http://www.odi.org.uk/speeches/schneider.pdf>. Acessado em: 20/10/2004.

SICSÚ, J., OREIRO, J. L., PAULA, L. F. de (Org.). **Agenda Brasil: políticas econômicas para o crescimento com estabilidade de preços.** Rio de Janeiro: Konrad Adenauer/São Paulo: Editora Manole, 2003.

SIMONSEN, M.H. & CYSNE, R. P. **Macroeconomia.** São Paulo, ed. Atlas, 1995.

SOLOW, R. A Contribution to the Theory of Economic Growth. **The Quarterly Journal of Economics**, 70, 65-94, 1956.

SOLOW, R. (1957) **Technical Change and the Aggregate Production Function**. *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 39, Agosto.

STIGLITZ, J., WEISS A. Credit Rationing in Markets with Imperfect Information. **American Economic Review**, 71, 1981.

TAYLOR, A. M. (1996). **On the costs of inward looking development**: historical perspectives on price distortions, growth and divergence in Latin America from the 1930s to the 1980s. National Bureau of Economic Research, Working Paper Series n. 5432, janeiro.

WILLIAMSON, J. (1992). **Democratization and the Washington affinities and circumstantial conjunctures**. Paper presented at the Conference on Economic liberalization and Political Democratization. Forlí, April 2-4, 1992.