

BRUNO REINOSO HYBNER

**O SUPORTE DA LEI DE THIRLWALL PARA A VULNERABILIDADE
EXTERNA BRASILEIRA NO PERÍODO PÓS-REAL ATÉ 1999: UMA
ANÁLISE TEÓRICA**

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

Orientador: Dr. José Luis da Costa Oreiro

**CURITIBA
2006**

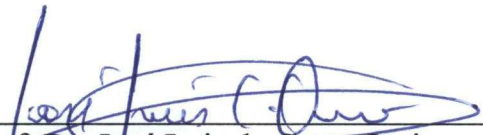
TERMO DE APROVAÇÃO


BRUNO REINOSO HYBNER


O SUPORTE DA LEI DE THIRLWALL PARA A VULNERABILIDADE EXTERNA BRASILEIRA NO PERÍODO PÓS-REAL ATÉ 1999: UMA ANÁLISE TEÓRICA

Monografia aprovada como requisito parcial para a conclusão do curso de Ciências Econômicas, Setor de Ciências Sociais Aplicadas da Universidade Federal do Paraná, pela seguinte banca examinadora:

Orientador: _____


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


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


Prof. Dr. Luciano Nakabashi
Departamento de Economia da UFPR

Curitiba, 29 de Novembro de 2006.

AGRADECIMENTOS

Inicialmente, acima de tudo, agradeço a Deus por ter permitido a forma como minha vida evoluiu até hoje.

À minha família que sempre me incentivou. À memória de meu pai. À minha querida mãe, principalmente, que me deu todo amor e trabalhou arduamente para que eu pudesse estudar. Aos meus avós que ajudaram com minha criação, e, a minha irmã Sheila pela amizade e palavras de incentivo.

Agradeço ao meu professor orientador, Dr. José Luis Oreiro pela atenção e paciência que teve comigo ao longo do ano. Aos professores da banca examinadora pelas sugestões e críticas.

Agradeço aos meus amigos, verdadeiros irmãos, Alexandro e Leandro por me servirem com sua amizade e afeto, me proporcionando calma para seguir em frente.

Agradeço a minha amiga e namorada Máisa por me ajudar a acreditar mais em mim mesmo e também pelo suporte emocional nas horas de dificuldade que encontrei na elaboração deste trabalho.

Agradeço a todos amigos que se encontram no meu círculo de amizade, que embora não estejam citados aqui, contribuíram de alguma maneira para a concretização deste trabalho.

SUMÁRIO

LISTA DE TABELAS.....	v
LISTA DE GRÁFICOS.....	vi
RESUMO.....	vii
INTRODUÇÃO.....	01
1 CRESCIMENTO COM RESTRIÇÃO NA BALANÇA DE PAGAMENTOS.....	03
1.1 O MODELO ORIGINAL DE THIRLWALL.....	04
1.2 ELASTICIDADES-RENDAS E CRESCIMENTO ECONÔMICO.....	08
1.3 O MODELO DE THIRLWALL & HUSSAIN COM FLUXO DE CAPITAIS.....	10
1.4 O MODELO DE MORENO-BRID (2003).....	13
2 CRESCIMENTO ECONÔMICO FINANCIADO COM POUPANÇA EXTERNA E A VULNERABILIDADE EXTERNA DA ECONOMIA BRASILEIRA.....	17
2.1 O CRESCIMENTO COM POUPANÇA EXTERNA E A RESTRIÇÃO FRACA NA CONTA CORRENTE.....	18
2.2 O ENDIVIDAMENTO E A VULNERABILIDADE EXTERNA.....	21
3 O SUPORTE TEÓRICO DA LEI DE THIRLWALL PARA A VULNERABILIDADE EXTERNA DA ECONOMIA BRASILEIRA NO PÓS-REAL ATÉ 1999.....	28
3.1 CRESCIMENTO ECONÔMICO E AS ELASTICIDADES-RENDAS DAS IMPORTAÇÕES E EXPORTAÇÕES.....	29
3.2 O ENDIVIDAMENTO E A VULNERABILIDADE DA ECONOMIA BRASILEIRA.....	34
CONCLUSÃO.....	43
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	46

LISTA DE TABELAS

TABELA 1 - Elasticidades-renda.....	29
TABELA 2 - Exportações, importações e saldo comercial (US\$ milhões).....	30
TABELA 3 - Dívida externa no Brasil como proporção do PIB (%).....	40
TABELA 4 - Reservas internacionais e passivo de curto prazo (US\$ milhões).....	41

LISTA DE GRÁFICOS

GRÁFICO 1 - Pauta de exportações brasileira (participação - %)	31
GRÁFICO 2 - Comparação entre a elasticidade-renda real das importações da economia e a estimada para a equação básica de Thirlwall na década de noventa	32
GRÁFICO 3 - Comparação entre a elasticidade-renda real da economia e a estimada para a equação de Thirlwall e Hussain com fluxo de capitais na década de noventa	33
GRÁFICO 4 - Saldo da conta corrente (US\$ milhões)	36
GRÁFICO 5 - Saldo da conta serviços e rendas (US\$ milhões)	37
GRÁFICO 6 - Evolução da relação conta capital/PIB (participação - %)	38

RESUMO

HYBNER, B. R. O suporte da lei de Thirlwall para a vulnerabilidade externa brasileira no período pós-real até 1999: uma análise teórica. Monografia (Graduação em Ciências Econômicas); Setor de Ciências Sociais Aplicadas, Universidade Federal do Paraná – UFPR. Curitiba: 2006.

Em 1979, o professor Anthony P. Thirlwall, procurando analisar a importância do papel das importações e exportações no crescimento econômico, formulou um modelo em que a taxa de crescimento que uma economia pode alcançar, mantendo equilíbrio na balança de pagamentos, é igual a razão entre taxa de variação das exportações pela elasticidade-renda das importações. Essa equação mostra que para uma economia crescer além da taxa de equilíbrio, ela precisa recorrer a financiamento externo para saldar déficits em conta corrente. Nesse sentido, a estratégia de crescimento no pós-real, ao que tudo indica, cresceu além da taxa de equilíbrio incorrendo em sucessivos déficits em conta corrente – que ao adotar a âncora cambial, conduziu a economia brasileira para um cenário em que era necessário elevar a taxa de juros, gerando como consequência o aumento significativo do passivo externo, desequilíbrio na balança de pagamentos, aumento da dívida pública interna, e por fim, se traduzindo no aumento da vulnerabilidade externa brasileira.

Palavras-chave: Lei de Thirlwall, elasticidade-renda das importações, elasticidade-renda das exportações, taxa de crescimento com equilíbrio, vulnerabilidade externa.

INTRODUÇÃO

Buscar condições para se atingir um crescimento econômico sustentado soa razoável para os países que ainda não encontraram uma trajetória constante neste quesito. O tema sempre foi, e será, alvo de diversos debates entre economistas heterodoxos e ortodoxos. Não fora do enfrentamento a esse dilema, encontra-se o trabalho desenvolvido pelo professor Anthony P. Thirlwall (1979) para explicar a taxa de crescimento econômico que um país pode alcançar sem sofrer deterioração em sua balança de pagamentos, denominado na literatura Lei de Thirlwall, a qual coloca que a taxa de crescimento de um país é igual a razão entre taxa de variação das exportações pela elasticidade-renda da demanda por importações.

A respeito do tema crescimento, as abordagens dos economistas da corrente convencional enfocam o lado da oferta de bens e serviços para se chegar aos condicionantes do aumento do produto de uma economia. Entretanto, de acordo com a perspectiva keynesiana, a Lei de THIRLWALL (1979) enfatiza o lado da demanda como o determinante da expansão do PIB, considerando que a demanda é restringida pela balança de pagamentos.

Inserido na referida discussão, encontra-se o Brasil no início dos anos noventa. A motivação dada pelo retorno dos fluxos de capitais em virtude das transformações ocorridas no sistema financeiro internacional e, em conjunto com a abertura financeira e os altos juros brasileiros, sem mencionar a perdida década de oitenta, levou os responsáveis por política econômica no país a adotarem um padrão de desenvolvimento em que o crescimento econômico é financiado com poupança externa. Contudo, o modelo se configurou em problema – pouco investimento, crescimento não-sustentável, desequilíbrio na balança de pagamentos e desequilíbrio fiscal.

A estratégia de crescimento com poupança externa desequilibrou a economia brasileira em face da captação de poupança externa para financiar os déficits excessivos em conta corrente exigir juros cada vez mais elevados para atrair os recursos externos.

Isso conduziu o país para um aumento considerável do passivo externo, além de expandir a dívida pública interna. Outro problema é o fato desses desequilíbrios deteriorarem as expectativas dos credores externos acerca da capacidade do país honrar seus compromissos, o que em momentos de crises internacionais (como as Mexicana, Asiática e Russa), gera uma reversão dos fluxos de capitais a medida que os investidores tendem a procurar países com menores riscos. Os fatos mencionados acima se traduzem na vulnerabilidade externa da economia brasileira, em virtude da sua dependência dos capitais externos para financiar os déficits em conta corrente.

Nesse contexto, esta monografia parte da seguinte pergunta: Quais as implicações da Lei de THIRLWALL (1979) tanto para a experiência de crescimento brasileiro, como para o aumento da vulnerabilidade externa decorrente do modelo de desenvolvimento financiado com poupança externa, no período pós-real até 1999.

O objetivo geral do trabalho será analisar o suporte que a Lei de THIRLWALL (1979) fornece para as experiências, de crescimento e aumento da vulnerabilidade externa, pelas quais o país passou no período em questão, através de uma análise teórica. Para isso, o trabalho abrangerá: o capítulo 1 para discussão teórica dos modelos de crescimento com restrição na balança de pagamentos – o modelo original de THIRLWALL (1979), o modelo de THIRLWALL & HUSSAIN (1982), e o trabalho de MORENO-BRID (2003); o capítulo 2 tratará a questão do modelo de crescimento financiado com recursos externos e suas consequências para a vulnerabilidade externa brasileira a partir do trabalho “Desenvolvimento com Poupança Externa?” de BRESSER-PEREIRA & NAKANO (2003), buscando, quando possível, uma aproximação com a teoria do capítulo 1; o capítulo 3 buscará analisar teoricamente o suporte que a Lei de THIRLWALL (1979) fornece para a vulnerabilidade externa brasileira; e por fim, a conclusão deste trabalho para avaliar a pertinência do aporte teórico da Lei de THIRLWALL (1979) em explicar o agravamento da vulnerabilidade externa no modelo de desenvolvimento financiado por poupança externa.

1 CRESCIMENTO COM RESTRIÇÃO NA BALANÇA DE PAGAMENTOS

O campo da literatura de crescimento econômico tem como característica marcante a suscitação de divergências entre as correntes de pensamento. Em um lado desse curso está a teoria neoclássica defensora de um padrão de crescimento econômico orientado pela oferta (*supply-orientated*). Sob esta ótica, o crescimento é explicado pela taxa de expansão dos fatores de produção capital, trabalho e tecnologia, os quais podem elevar as produtividades do trabalho e capital. Dessa forma, dado que este pensamento está fundamentado no pressuposto de pleno emprego dos fatores de produção, o crescimento da economia se dará pela elevação da oferta e com o ajuste da demanda a esta última.

Na outra ponta, está a linha de pensamento cuja idéia é de um crescimento econômico conduzido pela demanda (*demand-orientated*). Nesse lado se encontram os modelos de crescimento com restrição na balança de pagamentos que tem em Thirlwall o precursor desta temática, pela contribuição do trabalho intitulado Lei de THIRLWALL (1979). Nestas abordagens, o crescimento de uma economia aberta é limitado pela demanda, com uma restrição externa relevante sendo imposta pela balança de pagamentos. LIMA *et alli* (2005) destaca o fato de que nesses modelos, trabalho, acumulação de capital e tecnologia deixam de ser exógenos para passar a responder a estímulos de demanda.

Isto posto, o objetivo deste capítulo norteia a realização de uma síntese sobre o modelo original de THIRLWALL (1979) e de outras duas versões que derivaram a partir da sua teoria, uma desenvolvida por THIRLWALL & HUSSAIN (1982) e a outra por MORENO-BRID (2003), e uma discussão sobre a relação entre elasticidades-renda e crescimento econômico.

1.1 O MODELO ORIGINAL DE THIRLWALL

Partindo de uma perspectiva keynesiana, a Lei de THIRLWALL (1979) volta sua preocupação para o crescimento em uma economia aberta conduzido pela demanda, sendo a oferta a variável que se adapta. O trabalho ressalta o fato de que as taxas de crescimento dos países são diferentes em função de suas respectivas demandas crescerem a taxas desiguais. Isto poderia ser esclarecido pela incapacidade dos agentes econômicos, particularmente o Governo, em expandir a demanda, contudo, tal hipótese é refutada pelo próprio autor. A explicação mais provável para esse dilema está na restrição que a balança de pagamentos impõe à expansão da demanda, e conseqüentemente ao crescimento econômico. Segundo MCCOMBIE & THIRLWALL (1994, pg. 232-233):

Taking this approach, growth rates differ because the growth of demand differs between countries. The question then becomes why does demand grow at different rates between countries?(...)The more probable explanation lies in constraints on demand. In an open economy, the dominant constraint is the balance of payments.

O modelo possui um nexos central que revela a importância de uma balança de pagamentos saudável para o crescimento econômico, descrito por MCCOMBIE & THIRLWALL (1994) da seguinte maneira: se o país tiver dificuldades na balança de pagamentos enquanto expande a demanda antes da taxa de crescimento da capacidade de curto-prazo ser alcançada, então a demanda deve ser contida e a oferta nunca é plenamente utilizada, o investimento é desencorajado, o progresso tecnológico é retardado e os bens domésticos tornam menos atrativos do que os bens externos, acentuando ainda mais a restrição na balança de pagamentos e gerando um círculo vicioso. Em contraste a isso, se o país for capaz de aumentar a demanda acima do nível da capacidade produtiva existente sem incorrer em dificuldades na balança de pagamentos, a pressão da demanda sobre a capacidade será capaz de elevar a taxa de crescimento da capacidade da oferta (LIMA *et alli*, 2005).

A idéia de que a balança de pagamentos restringe o crescimento econômico, demonstra também o interesse de THIRLWALL (1979) em colocar o crescimento

econômico condicionado ao desempenho das exportações e importações obtido por um país. De acordo com MCCOMBIE & THIRLWALL (1994), a influência do desempenho das exportações e importações em estimular o crescimento econômico, ou mesmo restringi-lo, está relacionada à questão do déficit nas transações correntes em razão dos motivos, que em NAKABASHI (2001) estão descritos da seguinte forma:

- Existência de setores que sofrem impactos diretos da elevação das importações e da queda das exportações;
- Os países não podem crescer no longo prazo a taxas mais rápidas que a do crescimento com equilíbrio na balança de pagamentos, dado que déficits crescentes em transações correntes, financiados pela entrada de recursos externos na conta capital, podem levar a ocorrência de desvalorizações cambiais, empurrando a nação para a prática de políticas recessivas; e
- Déficits crescentes nas transações correntes forçam o país a implementar juros elevados para promover a atração de fluxos de capitais externos, favorecendo as atividades financeiras em detrimento das produtivas.

O modelo original de THIRLWALL (1979), o qual indica a taxa de crescimento que um país pode alcançar sem comprometer a balança de pagamentos, é iniciado com a suposição de equilíbrio na balança de pagamentos, dado pelo equilíbrio na balança comercial:

$$P_d X = P_f M E \quad (1)$$

com P_d fornecendo o preço das exportações em moeda doméstica, X a quantidade demandada de exportações, P_f o preço das importações em moeda estrangeira, M a quantidade demandada de importações e E a taxa de câmbio nominal (preço doméstico da moeda estrangeira). Assim, impõe-se que o comércio equilibrado representa a restrição externa ao crescimento.

A condição de crescimento econômico com equilíbrio na balança de pagamentos ao longo do tempo é que a taxa de crescimento das exportações seja igual à taxa de crescimento do valor das importações. Desse modo, transformando a equação (1) em taxas de crescimento, obtém-se:

$$p_d + x = p_f + m + e \quad (2)$$

onde as letras minúsculas exprimem as taxas de crescimento das respectivas variáveis.

Levando em conta as funções padrão de demanda por importações e exportações, respectivamente colocadas a seguir, expressas em termos de uma função multiplicativa dos preços das importações, dos seus bens substitutos e da renda nacional:

$$M = a(P_f E / P_d)^{\Psi} Y^{\pi} \quad (3)$$

$$X = b(P_d / P_f E)^{\eta} Z^{\varepsilon} \quad (4)$$

onde a e b são constantes, Ψ é a elasticidade-preço da demanda por importações ($\Psi < 0$), η é a elasticidade-preço da demanda por exportações ($\eta < 0$), Y é a renda doméstica, Z é a renda mundial, π é a elasticidade-renda da demanda por importações ($\pi > 0$) e ε é a elasticidade-renda da demanda por exportações ($\varepsilon > 0$).

Tomando os logaritmos naturais das equações (3) e (4) e posteriormente diferenciando-as com relação ao tempo, têm-se então as suas respectivas equações representadas sob a forma de taxas de crescimento:

$$m = \Psi(p_f + e - p_d) + \pi y \quad (5)$$

$$x = \eta(p_d - p_f - e) + \varepsilon z \quad (6)$$

Jogando as equações (5) e (6) na igualdade (2) que fornece o equilíbrio na balança comercial em termos de taxas de crescimento e isolando a variável y chega-se à taxa de crescimento da renda com equilíbrio na balança comercial:

$$y = [(1 + \eta + \Psi) (p_d - p_f - e) + \varepsilon z] / \pi \quad (7)$$

Levando-se em conta os sinais dos parâmetros ($\Psi < 0$, $\eta < 0$, $\varepsilon > 0$ e $\pi > 0$), MCCOMBIE & THIRLWALL (*apud* NAKABASHI, 2001) expõem proposições econômicas importantes relacionadas à equação (7):

- A inflação maior no país doméstico em relação aos países externos diminuirá a taxa de crescimento da renda com equilíbrio na balança de pagamentos se a soma das elasticidades-preço da demanda por exportações e importações for maior do que um em valor absoluto, ou seja, $|\eta + \Psi| > 1$ ¹;
- A contínua depreciação da moeda doméstica ($e > 0$) melhora a taxa de crescimento da renda com equilíbrio na balança de pagamentos se a condição $|\eta + \Psi| > 1$ for satisfeita. Um ponto importante é que somente uma depreciação da moeda doméstica não é suficiente para elevar a taxa de crescimento com restrição na balança de pagamentos permanentemente no longo prazo, servindo apenas para influenciar no curto prazo, uma vez que após a depreciação inicial (e) se iguala a zero e a taxa de crescimento da renda reverte para o nível anterior. Nesse caso, para que a taxa de crescimento de equilíbrio aumente permanentemente, é preciso ocorrer sucessivas depreciações em (e);
- O rápido crescimento da renda mundial aumentará a taxa de crescimento com equilíbrio na balança de pagamentos, mas isso dependerá do tamanho da elasticidade-renda da demanda por exportações (ε); e
- O aumento da elasticidade-renda da demanda por importações (π) diminui a taxa de crescimento com equilíbrio na balança de pagamentos.

¹ Condição Marshall Lerner que enfatiza o ajuste via renda.

Considerando suficientemente pequenas as elasticidades-preço das importações e exportações é possível negligenciar os efeitos de substituição dos preços. Além do mais, dada a validade da Paridade do Poder de Compra admitida por Thirlwall no longo prazo, considera-se que os preços relativos mensurados em moeda comum são constantes no longo prazo, isto é, $p_d - p_f - e = 0^2$. Feita essas suposições, pode-se simplificar a identidade (7), resultando na equação denominada de a Lei de Thirlwall a qual coloca que a taxa de crescimento da renda compatível com o equilíbrio na balança de pagamentos é igual à razão entre a taxa de crescimentos das exportações e a elasticidade-renda da demanda por importações:

$$y = x/\pi \quad (8)$$

1.2 ELASTICIDADES-RENDA E CRESCIMENTO ECONÔMICO

Os modelos de crescimento com restrição na balança de pagamentos enfatizam a importância do desempenho das exportações e importações como elementos que atuam tanto positivamente no processo de expansão da economia, como negativamente. O crescimento das exportações é o principal motor para estimular o aumento da demanda agregada, e conseqüente, a renda, pois contribui para aliviar a restrição sobre a balança de pagamentos³.

O movimento das importações é influenciado diretamente pela elasticidade-renda das importações que mostra o percentual de aumento das importações como resposta da expansão de 1% da renda doméstica. Já as exportações sofrem influência da elasticidade-renda da demanda por exportações que representa a elevação percentual das exportações em conseqüência do crescimento da renda mundial (FERREIRA & CANUTO, 2001). Mantendo relação com estas duas definições, DAVIDSON (1990) procurou expressar a

² Considerar $p_d - p_f - e = 0$ significa descartar todo o ajuste via preços relativos e a aceitar apenas o ajuste via renda.

³ Isso está embutido no mecanismo do Multiplicador de Comércio de Harrod: aumentar exportações estimula a demanda agregada, aumenta a renda e permite crescimento adicional via relaxamento da restrição na balança de pagamentos. Para saber mais a respeito desta teoria, ver capítulo 3 de MCCOMBIE & THIRLWALL (1994).

relação entre as elasticidades-renda da demanda e o crescimento econômico a partir da Lei de Thirlwall. Dessa forma, como a taxa de crescimento das exportações depende do produto entre a elasticidade-renda da demanda por exportações e a taxa de crescimento da renda mundial, isto é:

$$x = \varepsilon z \quad (9)$$

a equação (8) pode ser escrita da seguinte maneira:

$$y = (\varepsilon z) / \pi \quad (10)$$

Desse jeito se coloca o crescimento da renda doméstica como dependente do crescimento da renda mundial e das elasticidades-renda das importações e exportações. Dado que a taxa de crescimento das importações pode ser expressa seguindo a igualdade:

$$m = \pi y \quad (11)$$

e caso o crescimento das importações seja igual ao das exportações, com:

$$\varepsilon z = \pi y \quad (12)$$

tem-se que:

$$y/z = \varepsilon/\pi \quad (13)$$

o que mostra a relação entre o crescimento da renda doméstica e o crescimento da renda mundial como sendo igual a razão entre a elasticidade-renda da demanda por exportações pelo resto do mundo e a elasticidade-renda da demanda por importações.

Nesse sentido, se $\varepsilon/\pi < 1$, equivalente a dizer que a elasticidade-renda da demanda das importações é maior do que a das exportações, e imposta a limitação no

crescimento do país doméstico que necessita manter o equilíbrio na balança de pagamentos, a consequência é o país doméstico crescer menos do que o resto do mundo. Aproximando-se dessa questão, a Lei de Engel indica que as mercadorias produzidas e exportadas pelos países desenvolvidos, especializados em manufaturas, possuem alta elasticidade-renda da demanda por parte dos países menos desenvolvidos. Entretanto, os produtos básicos e as matérias primas provenientes dos países menos desenvolvidos têm uma baixa elasticidade-renda pelo lado dos países desenvolvidos⁴.

Considerando inicialmente uma mesma taxa de crescimento para um país desenvolvido e outro subdesenvolvido, e as suas respectivas estruturas de elasticidades-renda, a consequência é que o segundo país incorrerá em déficit comercial e o primeiro alcançará superávit comercial. Nesse contexto, a equação de crescimento da renda com restrição na balança de pagamentos definida por THIRLWALL (1979) impõe que, para esses dois países crescerem a mesma taxa, é preciso que o país desenvolvido se coloque a disposição para financiar o déficit comercial do subdesenvolvido.

Tal situação descrita aqui permite o remate de que países com baixa elasticidade-renda da demanda por exportações e alta elasticidade-renda da demanda por importações preziam certa rigidez estrutural na balança comercial – dado um aumento da renda doméstica e da renda mundial, as importações no país doméstico tendem a maiores taxas de crescimento do que as exportações – que os levam a crescer economicamente no longo prazo a taxas menores do que o resto do mundo.

1.3 O MODELO DE THIRLWALL & HUSSAIN COM FLUXO DE CAPITAIS

A partir da década de oitenta é atribuída grande importância aos fluxos de capitais no processo de crescimento econômico, pelos pensadores econômicos envolvidos na referida discussão. Neste período teve início a desregulamentação dos capitais externos,

⁴ O desenvolvimento de Engel caminha ao lado da teoria centro-periferia construída por Prebisch a qual apregoa que países menos desenvolvidos tendem a se especializarem na produção de mercadorias de menor valor agregado, enquanto países desenvolvidos se especializam em produtos com maior valor agregado.

responsável por tornar tais fluxos mais representativos em termos de volume – sendo em muitos momentos até mais significativo do que o próprio comércio de mercadorias.

Deve-se levar em conta ainda, a elevação das despesas com o serviço da dívida e as crises de endividamento externo pelas quais muitos países subdesenvolvidos atravessaram, sem contar, o aumento das volatilidades das taxas de câmbio e juros gerado em virtude da própria volatilidade dos fluxos de capitais. Com tudo isso, nada mais plausível do que a preocupação com a incorporação da dinâmica do endividamento externo, conseqüência da expansão dos fluxos de capitais, no crescimento da economia. (LIMA *et alli*, 2005).

Movidos pelos fatores mencionados acima, THIRLWALL & HUSSAIN (1982) dão início à tentativa de incluir a dinâmica do endividamento externo no processo de crescimento, valendo-se para isto, da inclusão dos fluxos de capitais. Diferentemente da lei básica de THIRLWALL (1979), o modelo aqui apresentado se inicia com a suposição de um eventual desequilíbrio na balança de pagamentos, isto é, inicialmente a economia detém um déficit em transações correntes, de tal forma que:

$$P_d X + F = P_f M E \quad (14)$$

onde F significa o valor nominal do fluxo de capitais medidos em moeda doméstica. Para $F > 0$, significa entrada de capital na economia doméstica. Se $F < 0$ há ocorrência de saída de capital da economia doméstica. As outras variáveis mantêm os mesmos significados da equação (1). É importante notar que a entrada do capital se justifica pelo financiamento do desequilíbrio nas transações correntes.

Em termos de taxas de crescimento a equação (14) pode ser exposta da forma:

$$\theta (p_d + x) + (1 - \theta)f = p_f + m + e \quad (15)$$

onde cada letra representa taxa de crescimento da variável, θ é o peso das exportações no total de receitas obtidas com o setor externo e $1 - \theta$ é a parcela dos fluxos de capitais no total de receitas provenientes do exterior.

Da mesma forma que o modelo original de Thirlwall, THIRLWALL & HUSSAIN (1982) utiliza as funções padrão de demanda por importações e exportações:

$$M = a(P_f E / P_d)^{\psi} Y^{\pi} \quad (3)$$

$$X = b(P_d / P_f E)^{\eta} Z^{\epsilon} \quad (4)$$

admitindo também suas respectivas equações sob a forma de taxas de crescimento:

$$m = \Psi(p_f + e - p_d) + \pi y \quad (5)$$

$$x = \eta(p_d - p_f - e) + \epsilon z \quad (6)$$

Logo, substituindo as equações (5) e (6) na igualdade (15), obtém-se a taxa de crescimento com restrição na balança de pagamentos de uma economia que inicialmente se encontra com déficit em transações correntes.

$$y = [(\theta\eta + \Psi)(p_d - p_f - e) + (p_d - p_f - e) + \theta\epsilon z + (1 - \theta)(f - p_d)] / \pi \quad (16)$$

De acordo com esta equação, o primeiro termo do lado direito representa o efeito de mudanças nos preços relativos sobre a taxa de crescimento com equilíbrio na balança de pagamentos. O segundo termo dá o efeito dos termos do comércio. O terceiro fornece o efeito de variações exógenas na renda mundial e o último o efeito da taxa de crescimento dos fluxos de capital.

Aceitando a hipótese de Paridade do Poder de Compra é possível desconsiderar o efeito de alterações nos preços relativos sobre a taxa de crescimento com restrição no longo prazo, e, dado que $x = \epsilon z$, a equação (16) é reduzida a:

$$y = [\theta x + (1 - \theta)(f - p_d)] / \pi \quad (17)$$

que representa a taxa de crescimento com restrição na balança de pagamentos de uma economia que inicialmente possui um desequilíbrio nas transações correntes e que se vale de fluxos de capitais para financiar o déficit da conta corrente.

A comparação entre o modelo com fluxo de capitais e o original de THIRLWALL (1979) possibilita tirarmos algumas conclusões. (i) Se há desequilíbrio inicial na conta corrente e nenhum fluxo de capital, $\theta = 1$ e $1 - \theta = 0$, a equação (17) será reduzida ao modelo original; (ii) se houver um desequilíbrio inicial na conta corrente e o fluxo de capital for igual a zero ($f = 0$), a taxa de crescimento com restrição na balança de pagamentos será menor do que na circunstância de haver equilíbrio na conta corrente tal como exposto no modelo original.

Por fim, a conclusão que se chega a cerca do modelo apresentado nesta seção envolve o fato do déficit em transação corrente não representar um grave problema desde que seu financiamento seja suprido pela entrada de capitais. Contudo, é sabido que a um fluxo corresponde um estoque, nesse caso especificamente, o estoque de endividamento. Este ponto, visto como limitação no modelo de Thirlwall & Hussain é considerado no trabalho de MORENO-BRID (2003) a ser discutido na próxima seção.

1.4 O MODELO DE MORENO-BRID (2003)

Moreno-Brid inicia a discussão da incorporação da dinâmica do endividamento no crescimento com restrição na balança de pagamentos a partir de críticas ao modelo de THIRLWALL & HUSSAIN (1982), por considerar que o crescimento econômico com restrição na balança de pagamentos nada mais é do que um crescimento com balança de pagamentos equilibrada que segue o princípio contábil no qual a soma dos débitos e créditos é igual a zero.

Nota-se que o modelo com fluxo de capitais do crescimento com restrição na balança de pagamentos se dispõe a capturar a experiência dos países menos desenvolvidos os quais para crescer submetem-se a déficits em conta corrente por períodos prolongados.

Em consonância com a idéia acima, a referida construção tem como característica o fato de não impor restrição sobre a trajetória do crescimento, embora permita o fluxo de capitais externos ser diferente de zero, exceção feita para o caso em que o princípio da contabilidade da balança de pagamentos força os débitos e créditos a se cancelarem (MORENO-BRID, 1998).

No que tange ao princípio da contabilidade, SANTOS (2005) traduz essa idéia assumindo, dado uma taxa nula de crescimento dos fluxos de capitais, que a renda varia para assegurar o princípio contábil, colocado pela restrição, incumbido de zerar a balança de pagamentos. Dentro desse contexto, MORENO-BRID (1998) estabelece sua crítica afirmando que a restrição contábil é insuficiente para garantir que a evolução dos influxos de capitais – em termos real ou nominal – seja capaz de gerar um padrão de endividamento externo sustentável no longo prazo.

Buscando superar a limitação do modelo de THIRLWALL & HUSSAIN (1982) que ignora as complicações advindas com o fator da acumulação de dívida externa, MORENO-BRID (1998) introduz em seu modelo uma mudança na ordem do equilíbrio de longo prazo na balança de pagamentos em favor de uma ordem em que o crescimento passa a ser restringido pela manutenção de uma razão constante entre déficit em conta corrente e renda doméstica, ou seja, crescimento compatível com a manutenção de uma razão constante entre dívida externa e renda doméstica.

Justificando essa nova consideração realizada por MORENO-BRID (1998), tem-se que o influxo de capitais externos não se dá de forma ininterrupta devido estar sujeito às avaliações periódicas dos agentes econômicos emprestadores dos recursos a respeito da solidez de um país na sua capacidade de cumprir as obrigações de pagamento. Dessa forma, a credibilidade do país é influenciada pelas relações de déficit em conta corrente e dívida externa como proporções da renda interna bruta, e no caso dessas relações atingirem níveis críticos a lógica é que a disponibilidade de capitais externos será reduzida. Assim, os déficits em transações correntes não podem ser excessivos e

crescentes, sob o risco de deixar o país suscetível à entrada de capitais voláteis, tornando-o vulnerável externamente.

Em FERREIRA & CANUTO (2001) é ressaltada a preocupação com as restrições de divisas impostas sobre a demanda agregada. Nesse caso, o crescimento econômico é restringido, uma vez que no longo prazo os pagamentos em divisas não podem exceder os recebimentos em divisas. Como se sabe, a entrada de recursos externos na conta capital induz ao cenário no qual as importações superam as exportações. Entretanto, o déficit resultante só é sustentado caso o ingresso de capitais – provenientes de investimentos diretos, investimentos em carteira, empréstimos e financiamentos – seja maior do que as saídas devidas às remunerações e aos repatriamentos do capital externo.

O trabalho de MORENO-BRID (1998), embora supere a limitação do modelo de THIRLWALL & HUSSAIN (1982), ao incorporar a dinâmica do endividamento externo, é criticado pela não inclusão dos pagamentos de juros ao exterior. Atendendo tal crítica, MORENO-BRID (2003) altera seu modelo incorporando os pagamentos dos juros da dívida, redefinindo assim, o crescimento de longo prazo com equilíbrio na balança de pagamentos em que a restrição agora é imposta pela manutenção de um padrão dívida externa/renda doméstica constante acrescida da influência dos pagamentos de juros.

Em face da pertinência para a realização desta monografia, o modelo que será exposto nesta fundamentação teórica é o MORENO-BRID (2003) cujo desenvolvimento se dá a partir das funções padrão de demanda por importações e exportações em termos de suas taxas de crescimento:

$$m = \Psi(p_f + e - p_d) + \pi y \quad (5)$$

$$x = \eta(p_d - p_f - e) + \varepsilon z \quad (6)$$

estabelecendo a condição de equilíbrio na balança de pagamentos da seguinte maneira:

$$e + p_f + m = \theta_1(p_d + x) - \theta_2(p_d + r) + (1 - \theta_1 + \theta_2)(p_d + f) \quad (18)$$

que corresponde a expressão dinâmica da identidade da balança de pagamentos, haja vista sua exposição em termos de taxa de crescimento, onde a variável r representa a taxa da variação de pagamento de juros líquidos e , θ_1 e θ_2 fornecem, respectivamente, a proporção das importações que é coberta pelos ganhos com exportações e a proporção do pagamento de juros líquidos ao exterior em relação às importações:

$$\theta_1 = (P_d X)/(P_f E M) \quad (19)$$

$$\theta_2 = (P_d R)/(P_f E M) \quad (20)$$

Visando assegurar que a acumulação de dívida externa não siga uma trajetória explosiva, impõe-se uma restrição de longo prazo definida como uma razão constante do déficit em conta corrente (F) em relação à renda doméstica (Y):

$$F/Y = k \quad (21)$$

onde k é constante. Após, transformando a equação (21) em taxas de crescimento:

$$f + p_d = y + p_f \quad (22)$$

Logo, imposta a restrição de endividamento, substituindo a identidade (22) na equação (18) obtém-se o modelo de MORENO-BRID (2003) que captura a influência do pagamento de juros, no mesmo tempo em que assegura a sustentabilidade no longo prazo da trajetória de acumulação de dívida externa:

$$y = [\theta_1 \varepsilon z - \theta_2 r + (\theta_1 \eta + \Psi + 1)(p_d - p_f - e)] / \pi - (1 - \theta_1 + \theta_2) \quad (23)$$

Para simplificar esta expressão, admite-se a hipótese de que os termos do comércio não variam significativamente no longo prazo, isto é, $p_d = e + p_f$, o que resulta:

$$y = (\theta_1 x - \theta_2 r) / \pi - (1 - \theta_1 + \theta_2) \quad (24)$$

comprovando que o pagamento de juros ao exterior altera a taxa de crescimento de longo prazo compatível com a restrição na balança de pagamentos.

2 CRESCIMENTO ECONÔMICO FINANCIADO COM POUPANÇA EXTERNA E A VULNERABILIDADE EXTERNA DA ECONOMIA BRASILEIRA

A partir de 1991, o Brasil volta a se beneficiar dos fluxos de capitais devido a sua abertura financeira, à ampla liquidez internacional e à baixa taxa de juros nos EUA. Diante deste cenário, o país adotou um modelo de desenvolvimento que procurasse se aproveitar das situações apresentadas. Particularmente, no momento pós-real. A escolha do governo deste período foi a de crescer se valendo do financiamento externo, pois acreditavam que isso seria suficiente para prover as condições necessárias para estimular os investimentos dos empresários, a expansão da capacidade industrial e a geração de poupança interna.

Contudo, essa estratégia de crescimento, tirando a estabilidade de preços alcançada, não proporcionou ao país estabilidade macroeconômica no seu contexto amplo e a retomada dos investimentos produtivos para expandir o crescimento econômico, pelo contrário, o que vimos foi uma instabilidade gerada pelo alto endividamento, juros altos, déficits crônicos em conta corrente e taxas de crescimento econômico incapazes de levar ao aumento do bem estar da sociedade brasileira. Nas palavras de BRESSER-PEREIRA (2006) tal política representa a “macroeconomia da estagnação”.

Seguindo esta ótica, este capítulo visará apresentar algumas especificidades desta estratégia de crescimento, partindo da crítica de BRESSER-PEREIRA & NAKANO (2003) presente no trabalho intitulado “Desenvolvimento com Poupança Externa?”, bem como suas conseqüências para a vulnerabilidade externa da economia brasileira, buscando quando possível uma aproximação com a teoria de crescimento com restrição na balança de pagamentos apresentada no capítulo um.

2.1 O CRESCIMENTO COM POUPANÇA EXTERNA E A RESTRIÇÃO FRACA NA CONTA CORRENTE

A estratégia de crescimento com poupança externa adotada na maior parte dos anos noventa pelo Brasil tem base nas recomendações do segundo Consenso de Washington. As orientações deste acordo sugeriam aos países em desenvolvimento a abertura de suas contas capital para que crescessem com financiamento externo. Para isso, os países, para contar com os fluxos de capital externo, necessitavam baixar suas taxas de câmbio e aumentar os juros para controlar a inflação, além de um forte ajuste fiscal. No lado externo, o equilíbrio se daria pela hipótese de déficits gêmeos de que mantendo o déficit público sob controle, a conta corrente automaticamente estaria equilibrada (BRESSER-PEREIRA, 2006).

Em BRESSER-PEREIRA (2006) revela-se que a mensagem por trás do consenso é que países em desenvolvimento não contariam com poupança interna suficiente para financiar seus crescimentos, bastando a eles implementar reformas orientadas para o mercado e fornecer acesso aos ativos internos para que os fluxos de capital externo, principalmente sob a forma de investimento direto, financiassem seus crescimentos⁵.

A defesa de que os países com menor renda e poupança crescem mais rápido com o financiamento de capital externo está de acordo com o pensamento ortodoxo. A teoria aqui argumenta que os fluxos livres do capital externo implementam a perfeita alocação internacional dos recursos porque os capitais saem dos países com alta relação capital/trabalho para países com baixa relação capital/trabalho. Logo, dado que os países menos desenvolvidos têm uma maior taxa de retorno sobre o capital, o influxo de capitais contribuiria para o aumento dos investimentos e para a equalização da produtividade marginal do capital entre os países desenvolvidos e menos desenvolvidos (BRESSER-PEREIRA & NAKANO, 2003).

A lógica da ortodoxia para a estratégia de crescimento financiado por poupança externa parte do pressuposto de o déficit em conta corrente, conseqüente do aumento das importações de bens de capital e da redução das exportações, ser financiado pelo capital externo⁶. Nesse sentido, os responsáveis por política econômica no pós-Real adotaram a âncora cambial, o que se traduz em uma baixa taxa de câmbio, e altos juros para atrair capital externo, porém essas medidas geraram déficits sistêmicos na conta corrente em face da grande expansão nas importações, e conduziram nossa economia para um cenário de elevada vulnerabilidade externa devida a recorrência constante de endividamento (BRESSER-PEREIRA e NAKANO, 2003).

Contrariando o nexos da ortodoxia, BRESSER-PEREIRA e NAKANO (2003) estabelecem a crítica à estratégia de crescimento com poupança externa colocando que essa nada mais é do que uma estratégia de conta corrente fraca cujos países que a adotaram se encontraram sob um constante desequilíbrio na balança de pagamentos.

O modelo, ao adotar taxa de câmbio baixa, permitiu um aumento significativo das importações frente às exportações, gerando assim a perda da competitividade destas e o barateamento daquelas. O resultado foi a ocorrência de déficits sucessivos na balança comercial e uma maior entrada de capitais externos na economia para financiá-los. Esse evento acabou por gerar uma expansão nas remessas de divisas sob a forma de pagamentos de juros, lucros e dividendos e repatriações de capitais. Nesse sentido as relações dívida externa/PIB e a dívida externa/exportações ampliaram drasticamente (CINTRA *apud* ARIENTI, 2004).

A medida que o contraponto do financiamento externo está no pagamento do seu principal acrescido do retorno auferido pelos investidores, têm-se uma expansão significativa do déficit na conta de serviços em consequência das remessas de divisas

⁵ Na realidade países como o Brasil possuem sim condições de autofinanciar seus investimentos. Para BRESSER-PEREIRA & NAKANO (2003) o que precisa ser feito é a geração de um ambiente econômico estável para os empresários poderem investir.

⁶ Constatou-se entretanto, que as importações de bens de consumo foram as que mais aumentaram, o que não elevou o investimento em bens de capital de forma significativa.

destinadas ao pagamento de juros, lucros, dividendos e repatriação de capitais, ocasionando déficit em transações correntes ainda maior⁷.

Pode-se notar a partir deste contexto de conta corrente fraca, uma aproximação das idéias de BRESSER-PEREIRA & NAKANO (2003) com o modelo original de Thirlwall. A equação de Thirlwall mostra que um país para crescer precisa enfrentar a restrição na balança de pagamentos, ou seja, precisa crescer mantendo equilíbrio na balança comercial. A restrição é estabelecida pelo fato de que a elasticidade-renda das importações é maior do que as exportações, resultando, dado um mesmo nível de crescimento das rendas doméstica e externa, um maior aumento das importações em comparação as exportações.

Nesse caso, para uma economia crescer acima da taxa de crescimento da equação original de Thirlwall, ela precisa incorrer em déficit na conta corrente, devido ao aumento substancial das importações, e ser financiado por recursos externos. De acordo com esse arcabouço teórico, para se elevar a taxa de crescimento de equilíbrio é preciso estimular as exportações de forma a aumentar sua elasticidade-renda contra das importações, através da diversificação da pauta, da inovação em produtos e competitividade não-preço dos mesmos. Em BRESSER-PEREIRA & NAKANO (2003) podemos destacar a preocupação com um crescimento que mantenha a situação externa do país equilibrada, conduzido pelo estímulo às exportações:

(...) o aumento das exportações e a substituição das importações serão os motores do crescimento. (...) o desafio maior da política econômica será traçar uma estratégia e uma política de investimentos de forma que o aumento das exportações resulte na ampliação da capacidade produtiva.(...) desafogar as contas externas, e tornar o país menos dependente de capitais externos.

Conforme BRESSER-PEREIRA & NAKANO (2003), a ortodoxia convencional, representada pelos responsáveis por política econômica no pós-real, ignora o fato de que a poupança externa corresponde ao déficit em conta corrente. Tal evento se dá em virtude

⁷ De acordo com dados da FGV, o déficit em transações correntes cresceu a uma taxa média de 23,27% na década de noventa, com o ano de 1998 apresentando o maior saldo negativo do período (US\$ 33,42 bilhões).

da ortodoxia considerar o pressuposto dos déficits gêmeos. Essa teoria diz que a manutenção do déficit orçamentário sob equilíbrio significa manter o controle sob o equilíbrio da conta corrente.

Em NETO (2004), a existência num mesmo tempo de déficits orçamentários e comerciais observados nos países resultam nos estudos para analisar a direção da causalidade entre desequilíbrio orçamentário e externo, sendo este dado pelo déficit em conta corrente. Nesse contexto, a defesa desta hipótese aponta para uma direção a favor da causalidade do déficit orçamentário para o desequilíbrio externo. Nesse sentido, a coexistência desses déficits é dada pela igualdade $[M-X = (G-T)+(I-S)]$, a qual coloca que o déficit comercial, bem como os investimentos realizados além da poupança interna deverão ser financiados com poupança externa dada a despoupança do governo.

Observando o pressuposto dos déficits gêmeos por um ângulo oposto ao da ortodoxia, para atender à entrada do capital externo é preciso implementar uma taxa de juros mais alta. Assim, a medida que o déficit em conta corrente impede uma taxa de juros menor, o déficit orçamentário aumenta em face da elevação dos custos financeiro da dívida pública (NETO, 2004). No mais, ignorar o desequilíbrio em conta corrente significa aumentar a captação de poupança externa, o que no caso do Brasil, contribuiu para o agravamento do desequilíbrio externo em virtude do aumento significativo do endividamento externo em relação ao PIB.

2.2 O ENDIVIDAMENTO E A VULNERABILIDADE EXTERNA

O retorno dos fluxos de capitais no pós-real, atraído pela política de juros altos para financiar os déficits em conta corrente permitiu que o país entrasse em um ciclo de endividamento. Contudo, esse modelo gerou instabilidade (fragilidade financeira externa) na economia por causa da expansão do passivo externo brasileiro e do caráter volátil desses capitais que ingressavam no país. Por outro lado, os juros altos também contribuíram para elevar a dívida pública interna.

Para MINSKY (*apud* BAHRY & PORCILE, 2004), a instabilidade de uma economia se dá em face da estrutura de financiamento a qual se recorre, sendo identificada pelo mecanismo em que as firmas da economia se valem para financiar suas inversões, levando-as a se tornarem mais suscetíveis ao mercado financeiro e ao comportamento da taxa de juros. Desse modo, as estruturas de financiamento podem ser apresentadas da seguinte forma:

- *Hedge* são as estruturas econômicas capazes de honrar todas suas obrigações com recursos próprios. São capazes de realizar o pagamento do principal e dos serviços da dívida;
- *Especulativa* são as estruturas econômicas que criam compromissos financeiros superiores do que seus fluxos de renda esperada. A renda dessas estruturas possibilita só o pagamento dos serviços da dívida, precisando recorrer a financiamento para pagar o principal. Nesse caso, são vulneráveis à elevação nos juros; e
- *Ponzi* são as estruturas econômicas incapazes de pagar tanto o principal da dívida como o serviço dela. Logo, necessitam contrair novos empréstimos para realizar tais pagamentos.

Sendo assim, no caso do predomínio das estruturas de financiamento dos tipos *especulativa* e *ponzi*, a estrutura da economia é vulnerável externamente devido a sua suscetibilidade às alterações dos padrões de refinanciamento das dívidas. Caso ocorra aumento nos juros ou algum tipo de restrição para prosseguir a política de refinanciamento, o sistema econômico deixará de ser solvente do ponto de vista do seu passivo externo (PORCILE; CURADO; BAHRY, 2003).

De acordo com PAULA & ALVES Jr. (1999), o conceito de Minsk compreende a vulnerabilidade que uma economia está sujeita, em face de alterações nos padrões de financiamento decorrentes de mudanças nos juros externos e nas taxas de câmbio. Com relação à teoria, a fragilidade externa de um país é explicada pelo caso no qual as obrigações financeiras a vencer imediatas de um país não conseguem ser salgadas com os

recursos externos existentes, sendo preciso apelar a novos refinanciamentos de curto prazo. Assim, a dependência de refinanciamentos para regular o equilíbrio na balança de pagamentos fornece o grau de vulnerabilidade externa do país.

Em CAMURI (2005) a condição de solvência de um país deve atender as seguintes condições: Primeiro, o país precisa ter um fluxo de receitas suficientemente capaz de proporcionar o pagamento do fluxo das despesas; e segundo, no caso do fluxo de receita ser insuficiente, o país precisa ter acesso a crédito para poder pagar os compromissos.

Exposta a idéia de fragilidade financeira externa, colocaremos então a sua relação com o processo de endividamento brasileiro no pós-real. BRESSER (2006) divide a estratégia de crescimento com poupança externa em três estágios, mostrando como a economia brasileira caminha de um momento em que recorre ao endividamento considerável para rumo a instabilidade macroeconômica.

Em um estágio inicial, a poupança externa servia para financiar os déficits em conta corrente, substituindo a poupança interna. Posteriormente, no segundo estágio os déficits sucessivos em conta corrente ampliaram o endividamento financeiro e patrimonial, tornando o país endividado e vulnerável externamente. No último estágio se configura a crise em face do aumento das relações do passivo externo/PIB e passivo externo/exportações, com a ocorrência da deterioração das avaliações por parte dos credores acerca do pagamento dos compromissos. Tudo isso resulta na vulnerabilidade externa da economia brasileira.

Deve-se destacar, nessa estratégia de crescimento com poupança externa, a necessidade de incluirmos na discussão, em que medida alguns limites são impostos sobre o endividamento externo. Um aspecto relevante a ser considerado é a restrição de solvência (sustentabilidade) da dívida, o que significa manter sob controle o crescimento dos passivos externos em relação ao PIB e às exportações (MEDEIROS & SERRANO, 2003).

Em BRESSER-PEREIRA e NAKANO (2003) é enfatizado o fato de que o país não pode fazer empréstimos o tempo todo devido à restrição da solvência. Desse modo, os déficits em conta corrente necessitam em contrapartida serem seguidos por superávits, devendo tender ao equilíbrio no longo prazo. Neste mesmo contexto, de acordo com ROCHA (2003), o país se encontra em solvência externa quando o valor presente do resultado em conta corrente é suficiente para efetuar o pagamento do principal e dos serviços da dívida.

Pode-se perceber a partir do conceito de solvência, uma aproximação com o modelo de crescimento com restrição na balança de pagamentos de MORENO (2003). Este enfatiza que o crescimento com equilíbrio deve envolver a manutenção de uma relação constante entre expansão do endividamento externo e ganhos com exportações. Em SANTOS (2005) é atribuído às exportações o papel de servir de colateral para a realização de novos empréstimos.

Logo, para que a estratégia de crescimento com déficits em conta corrente siga um caminho sustentável, é preciso considerar a evolução da relação passivo externo/exportações, haja vista que cabem as divisas obtidas com as exportações a função de fluxo de caixa para pagar os serviços da dívida (MEDEIROS & SERRANO, 2003).

No que tange ao conceito de liquidez de um país, deve-se destacar que este termo está ligado à facilidade com que o país coloca títulos no mercado financeiro para rolar a dívida. Nesse caso, a ortodoxia defende que a posição de não-liquidez alcançada por uma economia com taxa de juros alta é resultado de choques externos a que as economias estão sujeitas, bem como choques de confiança por parte de credores e alterações nos agregados macroeconômicos. Dado isso, a taxa de juros deverá ser aumentada por causa de uma situação que obstaculizou a rolagem dos títulos⁸ (CAMURI, 2005).

Discutido esses conceitos, podemos perceber que a estratégia de crescimento com poupança externa não respeitou os limites de endividamento impostos pelos mesmos,

⁸ Na ortodoxia a taxa de juros é concebida como a consequência dos desequilíbrios externo e interno. Para BRESSER-PEREIRA & NAKANO (2003) no entanto, é a causa do problema.

tendo em vista que os sucessivos déficits em conta corrente conduziram o país para uma expansão significativa e perigosa da dívida externa, e para o agravamento da instabilidade.

Na medida em que se aumentou o endividamento, veio adjunta a desconfiança dos credores externos quanto a capacidade do país honrar os compromissos. Conforme ressalta BRESSER-PEREIRA & NAKANO (2003), chega um momento que os emprestadores dos recursos externos não admitem o jogo *ponzi*, definido em Minsky, de fazer novas dívidas para pagar dívidas passadas, evidenciando a vulnerabilidade externa do país e configurando a crise na balança de pagamentos⁹.

Salienta-se que inicialmente o influxo de capitais externo se justificava como uma fonte alternativa de financiamento, que de acordo com uma perspectiva mais convencional ortodoxa, se juntaria a poupança interna para se efetuar os investimentos necessários ao crescimento econômico. Contudo, a medida que os problemas com déficits e dívidas foram surgindo, a justificativa dos recursos externos foi alterada para o significado “fornecer recursos para cobrir déficits e serviços de dívidas”.

É conveniente destacar que o grau de fragilidade externa de um país está diretamente ligado ao prazo de vencimento do passivo. No caso do Brasil, o predomínio do capital de curto prazo na composição do passivo externo caracteriza a vulnerabilidade externa brasileira¹⁰.

Trazendo a análise agora para o lado do endividamento público, é preciso revelar que a necessidade de se impor uma taxa de juros elevada com vistas a atrair capital externo, mantendo um diferencial significativo em relação à taxa de juros internacional, além de diminuir os investimentos das empresas sem acesso ao mercado de crédito internacional, acabou por gerar impacto negativo sobre a dívida pública (ARIENTI, 2004).

⁹ Os investidores internacionais buscam estabelecer seus recursos financeiros em favor de *potfólio* de menor risco.

¹⁰ Um indicador importante do grau de vulnerabilidade externa de um país pode ser dado pela relação passivo externo de curto prazo como proporção das reservas internacionais.

Conforme salienta ARIENTI (2004), a manutenção do regime de câmbio exigia juros altos para atrair divisas internacionais suficientes para o governo acumular reservas destas mesmas. Entretanto, a formação das reservas levava o governo a aumentar sua dívida interna mediante a colocação de títulos públicos no mercado.

Neste processo de constituição de reservas, por parte do Governo, era exigida a esterilização das divisas que as constituíam. Quando o Governo comprava as divisas, ele ao mesmo tempo permitia um excesso de moeda doméstica em circulação, o que poderia levar a um processo inflacionário em virtude da expansão do crédito. Nesse sentido, as autoridades monetárias enxugavam o excesso de moeda doméstica através da emissão de títulos públicos, contribuindo, dessa maneira para a elevação da dívida interna (BAHRY & PORCILE, 2004).

Não obstante, o fato de que a dívida pública interna é corrigida pela taxa de juros interna excessiva implicou em um aumento dos custos da rolagem dessa dívida, pois as despesas com os serviços aumentavam conforme os déficits em conta corrente exigiam juros mais altos para atrair o capital externo (CINTRA *apud* ARIENTI, 2004). Com o impacto negativo da alta dos juros sobre o endividamento do setor público, BAHRY & PORCILE (2004) verificam que a fragilidade financeira passa a atingir este setor.

Juntando tudo que foi exposto a respeito do modelo de crescimento financiado com poupança externa, para se ter um panorama completo e sucinto do saldo final em que esta estratégia de desenvolvimento imerge, segue-se por BRESSER-PEREIRA & NAKANO(2003):

(...) o ingresso de poupança externa aumenta ligeiramente a taxa de investimento num primeiro momento, mas não cria condições para o pagamento no futuro dessa dívida mais elevada. A maior parte da poupança externa é canalizada para o consumo (...) com a acumulação da dívida e o aumento dos juros, os pagamentos de juros absorvem parcelas cada vez maiores das receitas de exportações. Por outro lado, o aumento das taxas internas de juros leva a uma dívida interna crescente, à redução dos investimentos e finalmente à recessão.

Todo esse conjunto de fatos deixou o Brasil dependente financeiramente dos recursos externos para fechar as contas. Isso se remonta ao aumento da vulnerabilidade

externa, dado que em tempos de crise internacional, como a Mexicana, Asiática e Russa, a nação suscetível ao capital externo enfrenta a reversão no fluxo dos investimentos em face da desconfiança dos agentes financeiros sobre a capacidade do país arcar com seus compromissos financeiros. Desse modo, o país volta-se para um círculo vicioso onde em um lado se aumentam os juros para chamar recursos externos e do outro, a resposta a tal ação representa um aumento do endividamento do país.

3 O SUPORTE TEÓRICO DA LEI DE THIRLWALL PARA A VULNERABILIDADE EXTERNA DA ECONOMIA BRASILEIRA NO PÓS-REAL ATÉ 1999

No período pós-real o debate em voga estava norteando a questão dos desequilíbrios externos da economia brasileira. O princípio da estratégia de crescimento adotada neste período com a geração de sucessivos déficits em conta corrente financiados com capitais externos levou o país à instabilidade financeira decorrente do aumento significativo do seu passivo externo, deixando-o a mercê das recomendações dos credores. Sem falar, que as crises dos países que adotavam esta mesma estratégia (México em 1994, Ásia em 1997 e Rússia em 1998) mostraram ser insustentável tal política.

Essa política, a se valer de uma alta taxa de juros com intuito de atrair capitais externos para manter a âncora cambial e controlar a inflação, se traduziu em uma política falha em face do aumento dos serviços da dívida externa e do aumento da dívida pública interna, esta atrelada aos juros interno. Tudo isso conforme foi visto no capítulo anterior, deixou o país vulnerável à crise da balança de pagamentos e o governo fragilizado financeiramente.

Nesse sentido, este capítulo terá o objetivo de mostrar o suporte que o modelo crescimento com restrição na balança de pagamentos, segundo lei original de THIRLWALL (1979), fornece para a vulnerabilidade externa da economia brasileira nos anos noventa, particularmente no pós-real, através de uma análise teórica. Para isso, procurar-se-á relacionar os capítulos um e dois quando possível.

3.1 CRESCIMENTO ECONÔMICO E AS ELASTICIDADES-RENDA DAS IMPORTAÇÕES E EXPORTAÇÕES

De acordo com o modelo original de Thirlwall, as elasticidades-renda da demanda por importações e exportações impõem a restrição sobre a balança de pagamentos. Assim, se a elasticidade-renda das importações for maior do que as exportações, a taxa de crescimento com equilíbrio na balança de pagamentos tende a ser menor. Pelo contrário, a taxa de crescimento tenderá a um patamar superior.

Continuando nessa discussão, tem-se que os países em desenvolvimento possuem uma elasticidade renda das importações maior do que a das exportações. Um dos fatores que poderiam explicar isso é o fato de que países em desenvolvimento são especializados em produtos intensivos em trabalho com menor tecnologia e valor agregado, enquanto os países desenvolvidos são especializados em produtos intensivos em capital, com maior conteúdo tecnológico.

Para analisar esta questão no caso do Brasil, os dados que serão utilizados se encontram disponível em CARVALHO (2005)¹¹.

TABELA 1 - Elasticidades-renda

Período	Elast M	Elast X
1991-04	4,28	0,41

Fonte: CARVALHO (2005)

Os resultados acima demonstram a restrição imposta pela balança comercial ao crescimento econômico do período. A elasticidade-renda das importações ser maior do que a das exportações significa que semelhantes aumentos nas rendas doméstica e mundial provocam um aumento mais que proporcional nas importações em relação às exportações. Para via de ilustração, na década de noventa as exportações cresceram a uma

¹¹ Foi utilizada a técnica de Mínimos Quadrados Ordinários para estimar as funções padrão de importação e exportação em primeiras diferenças, e colocada uma variável *dummy* interagindo com o coeficiente de renda interna (importações) e externa (exportações) para o período em questão. Ver CARVALHO(2005).

média anual de 4,77%, enquanto as importações alcançaram a taxa de crescimento média de 10,04%, quase o dobro do resultado da primeira, impondo de certa forma uma restrição ao crescimento em face dos déficits comerciais gerados.

SANTOS (2005) propõe uma forma diferente de se estabelecer o equilíbrio na equação original de Thirlwall. Igualando a taxa de crescimento das importações e a das exportações, resulta-se que o aumento da razão exportações/importações será nula. Desse modo, a taxa de crescimento com restrição na balança de pagamentos é aquela compatível com a manutenção de uma relação constante entre exportações e importações.

Trazendo a análise para o Brasil no período de 1994 a 1999 em que vigorava a estratégia de crescimento com poupança externa, podemos observar que a relação exportações/importações compatível com um crescimento equilibrado de acordo com o modelo original de Thirlwall não foi alcançada. Na tabela abaixo podemos ver a evolução das exportações e importações, o que nos mostra a ocorrência de sucessivos déficits comerciais a partir de 1995.

TABELA 2 - Exportações, importações e saldo comercial (US\$ milhões)

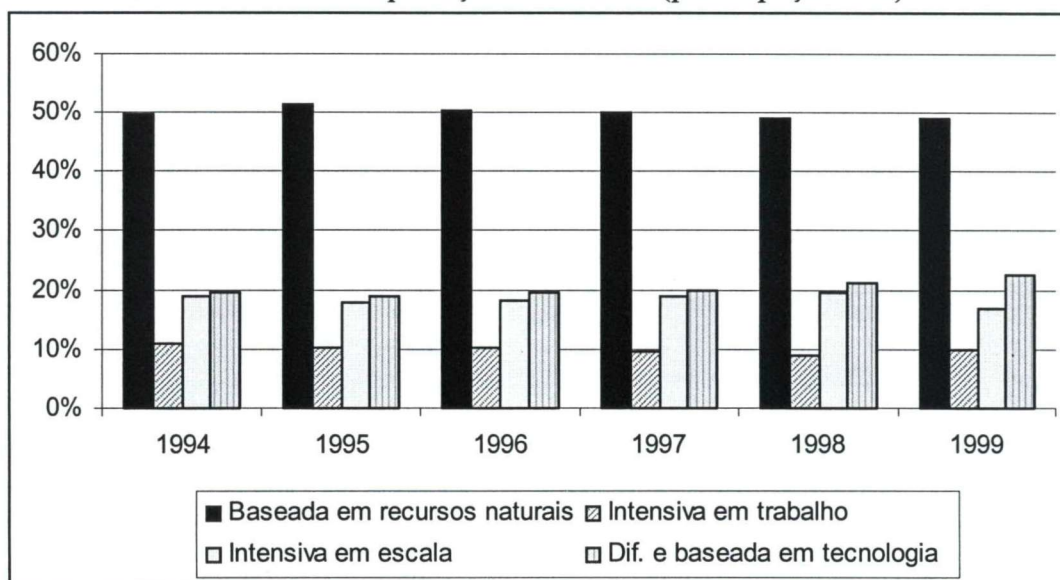
Ano	Importações	Exportações	Saldo
1994	33.079	43.545	10.466
1995	49.979	46.506	-3.473
1996	53.346	47.747	-5.599
1997	59.842	52.986	-6.856
1998	57.714	51.120	-6.594
1999	49.210	48.011	-1.199

Fonte: IPEADATA

Outro reflexo do valor das elasticidades-renda pode ser observado no gráfico a seguir. Nele observa-se a participação mais representativa de produtos intensivos em recursos naturais e em trabalho na pauta de exportação brasileira, frente aos produtos que são intensivos em tecnologia. Essa experiência tem suporte na teoria de Thirlwall, na qual países especializados em produtos primários e de menor valor agregado, como o Brasil, possuem alta elasticidade-renda na demanda por importações e baixa elasticidade-renda

na demanda por exportações. Uma forma de romper esse obstáculo ao crescimento é estimular a diversificação da pauta de exportações para elevar sua elasticidade-renda. Porém o gráfico abaixo nos mostra o predomínio de produtos com baixa elasticidade-renda na pauta de exportações brasileiras.

GRÁFICO 1 – Pauta de exportações brasileira (participação - %)

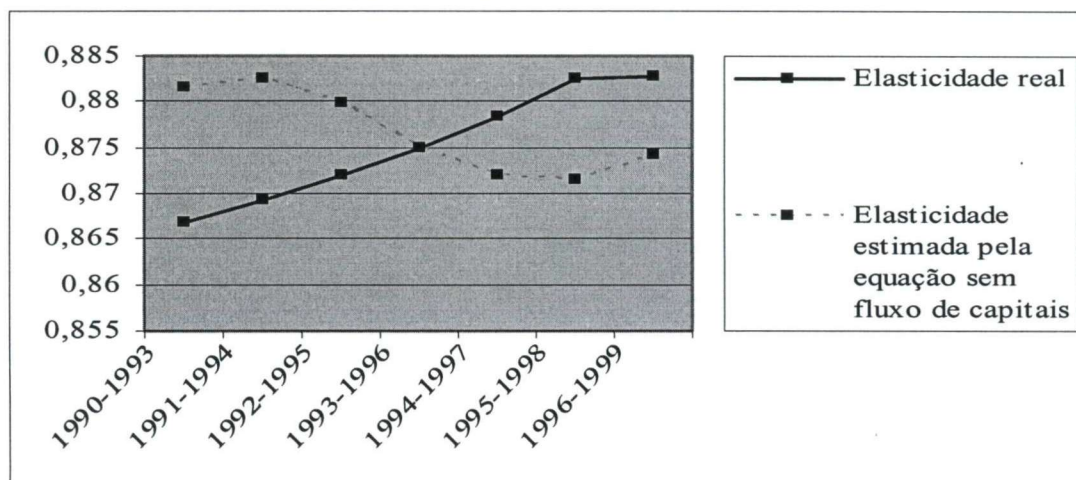


Fonte: Boletim Economia & Tecnologia da UFPR.
Nota: Extraído de CURADO (2006).

Segue-se então, a partir da equação original de Thirlwall, que uma economia, para crescer além da sua taxa de crescimento com restrição na balança de pagamentos, precisará recorrer a financiamento externo para cobrir seus déficits na balança comercial¹². Para mostrar isso, utilizarei os dados da elasticidade-renda das importações real da economia (π^*), da elasticidade-renda das importações segundo a lei básica de Thirlwall (π') e da elasticidade-renda conforme modelo com influxo de capitais (π'') de Thirlwall e Hussain, que constam em NAKABASHI (2001).

¹² De acordo com a equação original de Thirlwall, a economia terá superávit comercial se crescer abaixo da taxa de crescimento com equilíbrio na balança de pagamentos.

GRÁFICO 2 – Comparação entre a elasticidade-renda das importações real da economia e a estimada para a equação básica de Thirlwall na década de noventa.



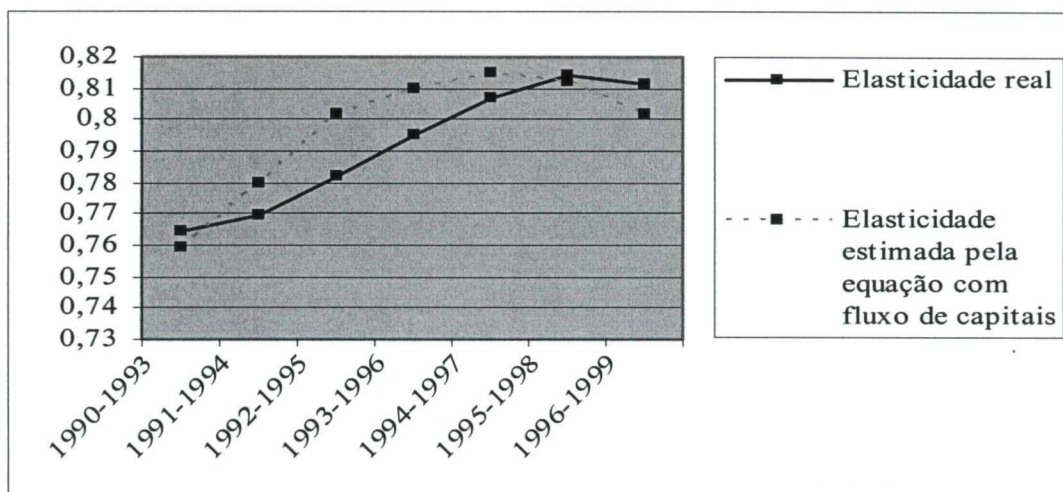
Fonte: IBGE.

Nota: Dados extraídos de: NAKABASHI (2001, pg. 90).

O gráfico 2 mostra duas circunstâncias distintas. No período de 1990 a 1994 é observada a superioridade da elasticidade-renda das importações para equação básica de Thirlwall (π') sobre a real (π^*) (logo, o crescimento econômico embutido na equação sem fluxo de capitais é maior do que o crescimento real da economia). Esse evento significa um crescimento limitado pela restrição externa na balança de pagamentos, isto é, o crescimento que ocorreu tem explicação pelo superávit na balança comercial.

Tomando o intervalo 1994 a 1999, ocorre uma troca de posições com a elasticidade-renda real (π^*) se sobrepujando a da equação básica de Thirlwall (π') (crescimento econômico real será maior do que o crescimento a partir da lei). Nesse sentido, a diferença entre as elasticidades significa o aporte de recursos externos na economia brasileira para financiar os déficits em conta corrente.

GRÁFICO 3 - Comparação entre a elasticidade-renda real da economia e a estimada para a equação de Thirlwall e Hussain com fluxo de capitais na década de noventa.



Fonte: BACEN, IBGE e Bureau of Labor Statistics Washington.

Nota: Dados extraídos de: NAKABASHI (2001, pg. 97).

Olhando agora para o gráfico 3, nota-se uma maior aproximação entre a elasticidade-renda real (π^*) e a prevista a partir do modelo com fluxo de capitais (π''). Além disso, é observada praticamente a mesma tendência para as duas variáveis, tornando os valores das taxas de crescimento real e da fórmula com entrada de capitais mais próximas. Esse acontecimento se justifica porque a taxa de crescimento do modelo de Thirlwall e Hussain com fluxo de capitais nada mais é do que a equação básica com a inclusão do fluxo de capitais. Ademais, a diferença entre as elasticidades-renda percebida no gráfico 3 representa os efeitos dos movimentos nos preços relativos.

Convém destacar ainda, para todo o espaço de tempo, tanto no gráfico 2 como no gráfico 3, a tendência crescente da elasticidade-renda real da economia pois, como visto na seção anterior, implicará em um aumento das importações superior às exportações, em resposta ao crescimento da renda doméstica, causando déficits comerciais a começo de 1995, que somados a situação deficitária da conta serviços e renda, contribuem para o aumento sistemático dos déficits em conta corrente.

Em suma, a partir de 1994 a economia cresceu acima de sua taxa de crescimento com restrição na balança de pagamentos. Isso ocorreu meio a déficits em conta corrente que precisava contar com financiamento externo, que conduziu a economia para um crescente processo de endividamento externo e aumento de sua vulnerabilidade externa.

3.2 O ENDIVIDAMENTO E A VULNERABILIDADE DA ECONOMIA BRASILEIRA

CIMOLI & PORCILE (2006) procuram mostrar o que acontece quando a economia cresce além da taxa de crescimento com equilíbrio na balança de pagamentos da lei básica de Thirlwall. Conforme os autores, o modelo original de Thirlwall nos dá que a relação entre a taxa de crescimento com equilíbrio do país doméstico (y^*) e a taxa de crescimento do resto do mundo (z) é igualada à razão entre as elasticidades-renda das exportações (ε) e importações (π):

$$y^*/z = \varepsilon/\pi \quad (25)$$

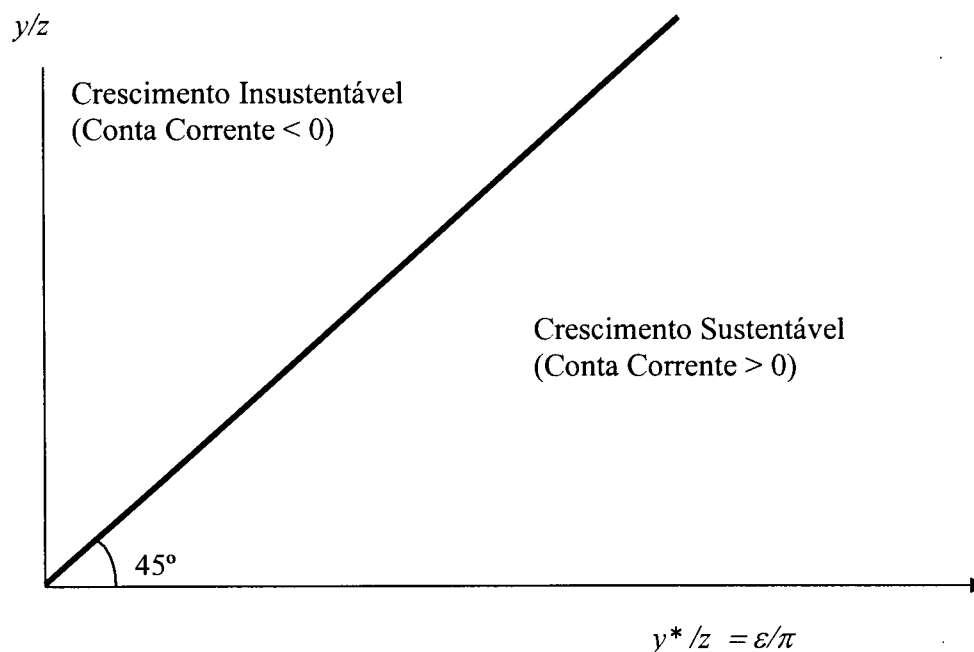
Nesse sentido, para a economia alcançar uma taxa de crescimento acima da taxa com equilíbrio, ela precisa recorrer a endividamento externo para financiar os déficits em conta corrente. Por outro lado, o aumento do endividamento representa um aumento nos compromissos financeiros que deverão ser honrados em um dado momento e contribuem para aumentar a restrição externa, quando da saída dos recursos do país doméstico, para pagar os compromissos, levando a economia doméstica crescer a uma taxa inferior do que a taxa de crescimento com equilíbrio (CIMOLI & PORCILE, 2006).

Na figura a seguir, retirada de CIMOLI E PORCILE (2006), o eixo das ordenadas representam a relação entre as taxas de crescimento observadas no país doméstico e no resto do mundo. O eixo das abscissas, por sua vez, fornece a razão entre a taxa de crescimento com equilíbrio segundo o modelo original de Thirlwall e a taxa de

crescimento observada no resto do mundo. Já a reta de 45 graus dá a igualdade entre taxa de crescimento observada e a taxa de equilíbrio.

De acordo com esta figura, a área acima da reta de 45 graus representa um crescimento não-sustentável em virtude dos sucessivos déficits em conta corrente implicarem na expansão do endividamento externo dessa economia. Além do mais, essa economia estará se sujeitando a um esforço maior (aumento dos juros) para atrair capitais externos necessários ao financiamento dos déficits em conta corrente e ao pagamento de compromissos de dívidas passadas, se tornando vulnerável externamente. Em contraposição a isso, a área abaixo da reta de 45 graus representa um crescimento sustentável regido por superávit na conta corrente.

FIGURA 1 – Crescimento e equilíbrio externo

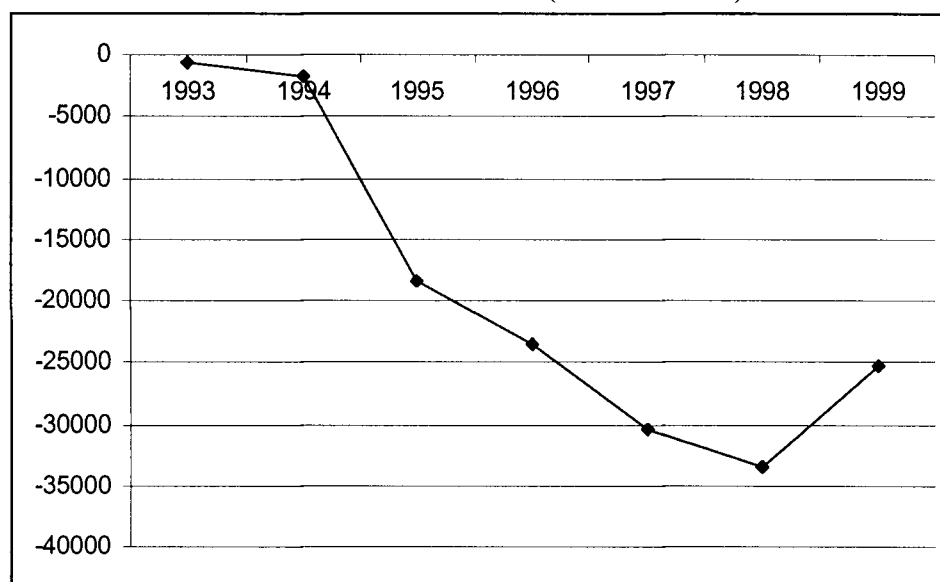


Fonte: CIMOLI & PORCILE (2006)

Retornando ao gráfico 2, podemos perceber que a partir de 1994, momento em que a elasticidade-renda das importações realmente observada passa a superar a obtida segundo a lei original de Thirlwall, a estratégia da conta corrente fraca no pós-real (como

BRESSER-PEREIRA & NAKANO (2003) denominam) leva a economia brasileira a recorrer a entradas maciças de capital no país para financiar os déficits sistêmicos em conta corrente (Gráfico 4) resultado em parte dos déficits comerciais (Tabela 2) e em outra parte do saldo de serviços e rendas.

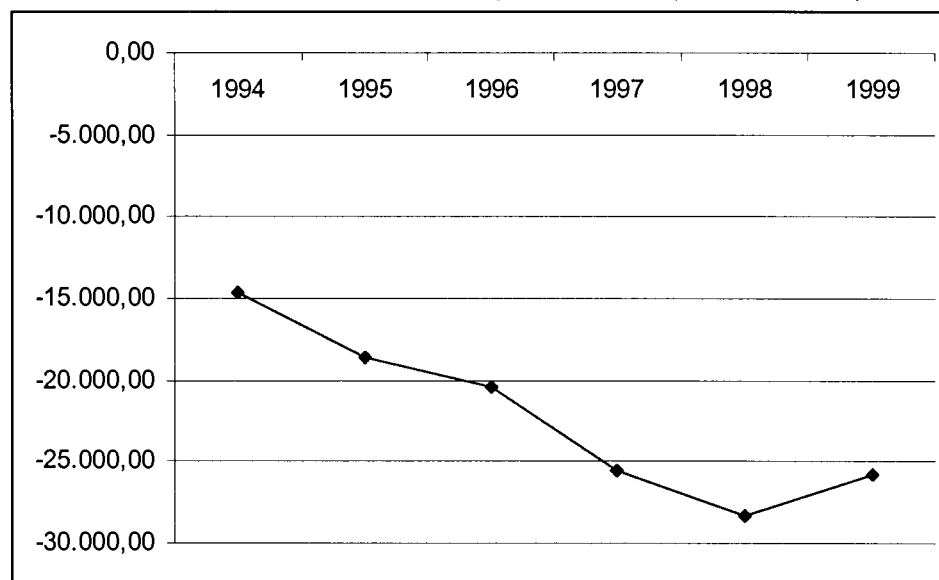
GRÁFICO 4 – Saldo da conta corrente (US\$ milhões)



Fonte: IPEADATA

Entretanto, apelar para recursos externos significa, em contrapartida, assumir obrigações financeiras em moeda estrangeira que deverão ser pagas em data futura. Em uma situação como essa, o país precisa elevar os juros para estimular o ingresso de capitais. Todavia a adoção desse mecanismo gera um estrangulamento na conta serviços e rendas em decorrência dos pagamentos dos serviços da dívida (cresce a quantidade de juros pagos ao exterior), das remunerações e repatriações desse capital que são remetidas ao exterior sob as respectivas formas de lucros e dividendos (Gráfico 5). Assim, consolida-se a restrição imposta pelo fluxo de capitais que também contribui para agravar ainda mais os déficits em conta corrente.

GRÁFICO 5 – Saldo da conta serviços e rendas (US\$ milhões)



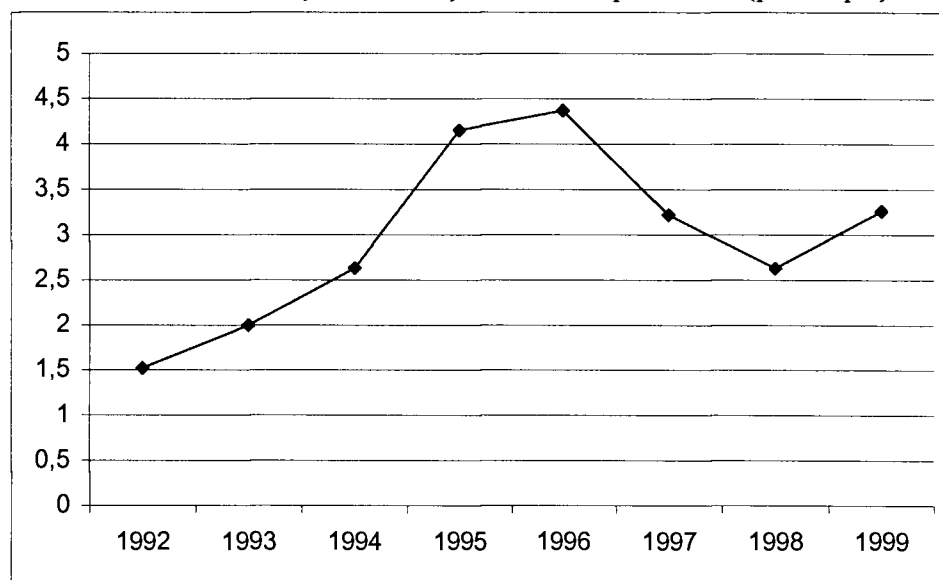
Fonte: IPEADATA

Analisando a estratégia de crescimento com poupança externa, a partir do estudo de CIMOLI & PORCILE, constata-se que essa tática de crescimento conduziu a economia brasileira para a área acima da linha de 45 graus da figura 1. Ou seja, a política econômica, a manter o valor do câmbio baixo e a taxa interna de juros alta, levou a economia brasileira a incorrer em sucessivos déficits em conta corrente e a necessitar de poupança externa para cobrir tais déficits. Isso levou a economia para um aumento do endividamento externo sem respeitar o limite de solvência. Embora, num momento inicial, o país cresceu em face do alívio da restrição externa permitido pelo influxo de capitais externos via financiamento dos déficits em conta corrente, depois o que se teve foi um aumento da restrição externa imposto pela elevação da relação entre endividamento externo e PIB.

Para ser ter uma idéia do aporte de capitais externos na economia brasileira, o gráfico abaixo mostra que o saldo da conta capital como porcentagem do PIB manteve-se no período pós-real praticamente acima de 3%. Segundo NAKABASHI (2001), tem-se que esses capitais em sua maioria serviam para cobrir os déficits das contas serviços e da

balança comercial. Assim, há o incentivo aos constantes resultados negativos na conta corrente.

GRÁFICO 6 – Evolução da relação conta capital/PIB (participação - %)



Fonte: Banco Central do Brasil
Nota: Extraído de NAKABASHI (2001)

De acordo com a estratégia de crescimento com poupança externa, deve-se destacar ainda que a entrada de capitais nas economias emergentes se daria principalmente sob a forma de investimento estrangeiro direto (IED). O que no caso do Brasil pode ser constatado. A participação desses investimentos na economia brasileira, conforme mostra NAKABASHI (2001) cresceu consideravelmente, principalmente após a implantação do Real, saindo de 0,32% do PIB em 1994 e atingindo 5,66% do PIB em 1999. Porém o sentido em que ocorria revela uma fragilidade no setor público e da economia brasileira. BAHRY & PORCILE (2004) mostram que esses IED se deram na forma das privatizações com o intuito de cobrir a posição deficitária do setor público, influência do impacto da elevada taxa de juros. Conforme os autores, esse cenário é caracterizado como uma estrutura *ponzi*, em que as unidades econômicas não contam com recursos suficientes para pagar o principal e os serviços da dívida.

É importante ser ressaltado, conforme KREGEL (apud MEDEIROS & SERRANO, 2003), que o investimento patrimonial (IDE) pode ser tão custoso quanto o realizado por dívida externa no sentido em que as taxas de lucro tendem a ser maiores do que as taxas de juros. No caso particular do país, com taxa de câmbio baixa, as empresas responsáveis por esses investimentos repatriavam mais lucros e dividendos para suas matrizes, o que agravava o saldo da conta serviços (Gráfico 5).

Outra questão, apontada em BRESSER-PEREIRA (2006), é que o câmbio apreciado permitiu, pela redução da inflação resultante do barateamento das importações, um aumento nos salários reais. Desse modo teve uma expansão significativa das importações de bens de consumo e dinheiro dos IED sendo direcionado para financiá-las. Reside aqui uma explicação para o fato do investimento não aumentar já que esse dinheiro poderia ter sido usado de forma mais contundente em favor de compras de bens da capital, visando aumentar o potencial de crescimento na economia brasileira¹³.

O período pós-real então, é responsável pela intensificação dos influxos de capitais externos na economia brasileira, além de permitir ao país entrar em um novo ciclo de endividamento. É conveniente destacar a volatilidade desses recursos uma vez que não é exigida uma permanência mínima para os mesmos. No caso específico do Brasil, o endividamento externo no período, conforme é apontado por NAKABASHI (2001), foi puxado principalmente pelo endividamento externo privado (Tabela 3). No mais, deve-se acrescentar que os déficits sucessivos em conta corrente exigiam, de ano a ano, ainda mais captação de poupança externa.

¹³ O aumento do salário real levou ao aumento do consumo, reduzindo a poupança interna. Para BRESSER-PEREIRA e NAKANO a poupança interna é que realmente contribui para o aumento do investimento.

TABELA 3 – Dívida externa no Brasil como proporção do PIB (%)

Ano	Dív. externa privada	Dív. externa pública	Dív. externa registrada
1993	4,90	21,69	26,59
1994	6,04	15,99	22,03
1995	5,97	12,36	18,33
1996	7,72	10,86	18,58
1997	11,33	9,43	20,76
1998	16,30	11,69	27,99
1999	23,00	18,41	41,41

Fonte: Banco Central do Brasil

Nota: Extraído de NAKABASHI (2001)

A partir da tabela, pode-se inferir que o aumento substancial do endividamento externo no pós-real refletiu na questão da sustentabilidade da relação dívida externa/PIB. Nesse período, os déficits seguidos na balança comercial trouxeram a questão da solvência externa. Dado que as exportações funcionam como um fluxo de caixa que permite manter uma relação estável entre dívida externa/PIB, o estabelecimento de déficits comerciais só agravou ainda mais tal relação. Pode-se concluir assim que o limite imposto pela restrição da solvência não foi respeitado, a medida que as exportações não funcionavam como colaterais para novos empréstimos.

Em MORENO-BRID (2003) é dada importância para a necessidade de se manter estável a relação entre dívida externa/PIB, ou melhor, de se respeitar a restrição de solvência. Como se sabe, o endividamento tem uma contrapartida nos pagamentos dos seus juros. Dessa forma, ele concebe a balança de pagamentos como um fluxo de caixa de divisas para serem utilizadas no cumprimento das obrigações do serviço da dívida externa. Chega-se a um momento, então, que o país precisará gerar superávit comercial para poder pagar o serviço dessa dívida, respeitando assim, a restrição de solvência.

Outra observação que se pode fazer para esse período, a partir do modelo de MORENO-BRID (2003), é que junto com o aumento do endividamento externo vem um aumento na taxa de crescimento do pagamento de juros. Esse último é inversamente proporcional à taxa de crescimento com equilíbrio na balança de pagamentos condizente com uma relação estável entre dívida externa e PIB, funcionando como uma restrição ao

crescimento. Isso ocorre porque nos momentos de pagamento desses juros o país precisa fazer um esforço que significa, em contrapartida, dinheiro que poderia estar sendo usado para investimento.

Um ponto importante a considerar sobre o desequilíbrio externo da economia brasileira nesse período, tem a ver com a quantidade de passivo externo com curto prazo de vencimento como proporção das reservas internacionais mantidas pelo país.

Considerando a tabela a seguir, podemos observar que tal proporção manteve-se com uma média de 66,17% no intervalo de 1994 a 1999. Esse nível de reservas, além de evidenciar a vulnerabilidade externa brasileira, mostra também a incapacidade do país arcar com alguns de seus compromissos, haja vista que nos anos de 1998 e 1999 o Governo brasileiro recebeu auxílio do Fundo Monetário Internacional. Esse cenário se enquadra na estrutura *ponzi*, segundo Minsky, pois demonstra que o país não contava com recursos suficientes para pagar principal e serviços de dívidas.

TABELA 4 - Reservas internacionais e passivo de curto prazo (US\$ milhões)

Ano	Passivo de curto prazo	Reservas líquidas	Reservas ajustadas	Passivo curto prazo/ reservas líquidas (%)
1994	28.627	38.806	37.887	73,77
1995	29.943	51.840	50.918	57,76
1996	37.787	60.110	60.059	62,86
1997	36.715	52.173	52.106	70,37
1998	26.298	44.556	34.362	59,02
1999	26.609	36.342	23.861	73,22

Fonte: Revista conjuntura econômica – FGV

Nota: Reservas ajustadas não consideram os empréstimos do FMI.

Conforme MEDEIROS & SERRANO (2003), quando a relação entre passivo externo de curto prazo e reservas internacionais atinge um patamar elevado, os credores internacionais consideram o risco de *default* por parte do país. Isso leva os credores a cancelarem o refinanciamento das dívidas, ocasionando uma saída bruta de capital num pequeno intervalo de tempo que podem exaurir todo o estoque de reservas internacionais do país. Assim, no momento das crises internacionais que ocorreram – Mexicana,

Asiática e Russa – e em face do desequilíbrio externo que foi se agravando com a manutenção de uma relação dívida externa/PIB elevada, o país precisava adotar medidas (elevar taxa de juros) para conter a reversão dos fluxos de capitais. O que demonstra a suscetibilidade da economia brasileira aos credores externos.

Por outro lado, a elevação da taxa de juros interna resulta em conseqüências dessa estratégia de crescimento com dependência de capital externo para o setor público. Deve-se salientar que a necessidade de captação de poupança externa para financiar déficits em conta corrente, conforme exigia elevadas taxas de juros, contribuía também para elevar a dívida pública interna, bem como para torna. O governo realizava operações de esterilização de divisas para evitar o risco da inflação, através da emissão de títulos públicos atrelados à taxa de juros interna. Logo, a elevação dos juros, com um diferencial considerável em relação à taxa de juros internacional para atrair capital externo especulativo, tem contraponto no aumento da dívida pública interna a qual cresceu, como mostram BAHRY & PORCILE (2004), a uma taxa média de 11,55% no intervalo 1994-1999, passando de US\$132 bilhões em 1994 para US\$ 228 bilhões em 1999.

Em suma, podemos ver que a estratégia de crescimento no pós-real encontrava nos desequilíbrios externo e fiscal do Brasil a justificativa para a taxa elevada de juros, a qual promovia a atração dos capitais externos. Porém, essa taxa de juros onera a dívida pública e desequilibra as finanças do Estado, se traduzindo na fragilidade financeira do mesmo. Acrescenta-se ainda, a elevação dos juros, a medida que aumentava os serviços da dívida interna, intranqüilizava os credores do Estado. Por atrás de tal contexto, o Governo teve que recorrer a privatizações em face de não contar com recursos suficientes para honrar compromissos, bem como recorrer a empréstimo do FMI, comprovando sua característica de estrutura *ponzi*, o que reflete a ampliação da vulnerabilidade externa da economia brasileira.

CONCLUSÃO

A teoria do crescimento com restrição na balança de pagamentos segundo o modelo original de Thirlwall mostra que a taxa de crescimento a qual uma economia pode alcançar não pode ultrapassar a razão da taxa de variação das exportações pela elasticidade-renda das importações. No caso de ultrapassar, esta economia incorreria em déficits em conta corrente, sendo preciso recorrer a financiamento externo.

Nesse sentido, a estratégia de crescimento com poupança externa adotada pelo país no pós-real, até 1999, rompeu com o limite de crescimento com restrição na balança de pagamentos, o que desencadeou instabilidade macroeconômica no Brasil.

Como foi mostrado no capítulo 3, a elasticidade-renda das importações no Brasil supera a elasticidade-renda das exportações, dada a predominância na pauta de exportação brasileira de produtos intensivos em recursos naturais e em trabalho. Essa característica, no caso de um crescimento econômico de mesma proporção para o país e o resto do mundo, leva a um aumento mais significativo das importações frente às exportações, conforme foi verificado no período pós-real. Deve-se acrescentar, no mais, que o câmbio apreciado, ao tornar mais barato as importações, contribuiu para elevar os déficits comerciais, e conseqüentemente os déficits em conta corrente.

Os déficits em conta corrente no período pós-real foram sistêmicos, o que exigia cada vez mais captação de poupança externa. Assim, o instrumento utilizado para promover a atração dos capitais externos foi a manutenção de uma taxa de juros interna elevada com um significativo diferencial em relação à taxa de juros internacional. Desse modo a economia brasileira imergiu em um aumento substancial do seu endividamento externo, demonstrado não ter obedecido a restrição de solvência. Deve-se destacar ainda, a natureza especulativa desses capitais externos. O fato dos vencimentos desses capitais se darem no curto prazo, e do baixo volume de reservas internacionais do país, comprometiam a capacidade do país cumprir suas obrigações, ao mesmo tempo em que o

impedia de acumular um nível de reservas mais representativo. Logo, qualquer eminência de crise gerava uma fuga de capitais, obrigando o país a elevar ainda mais a taxa de juros.

É importante ressaltar que a maior parte da captação de poupança externa nesse período se deu através de investimentos estrangeiros diretos. Por um lado esses investimentos contribuíam para amenizar o desequilíbrio externo, pois permitiam o financiamento dos déficits em conta corrente. Por outro lado, esses investimentos eram custosos para o país porque o câmbio apreciado possibilitava esses investidores repatriar mais lucros e dividendos para suas matrizes no exterior, o que gerava um estrangulamento na conta de serviços e rendas, contribuindo para aumentar o déficit em conta corrente. Cabe destacar também, que tais investimentos se deram no contexto das privatizações, demonstrando a falta de recursos do governo para fazer frente aos seus compromissos.

Podemos ver ainda, que a elevada taxa de juros por sua vez, foi responsável por aumentar a fragilidade financeira do setor público. Como foi visto anteriormente, o Governo realizava o processo de esterilização de divisas para controlar a inflação, mediante a emissão de títulos públicos atrelados ao juros interno. Dessa maneira, o aumento de juros utilizado para atrair capital externo representava um ônus para dívida pública interna.

Resumindo todos esses fatos apresentados até agora nesta conclusão, constata-se que a economia brasileira cresceu acima da taxa de crescimento com restrição na balança de pagamentos. Este acontecimento foi possível em face do aumento do endividamento externo em relação ao PIB, para financiar os sucessivos déficits em conta corrente. Porém a relação acima mostrou-se insustentável, ainda mais porque o fraco desempenho das exportações – fluxo de caixa para pagar compromissos externos – não lhe permitia assumir o papel de colateral para pagamento dos compromissos externos.

A piora da relação dívida externa/PIB, bem como o aumento da dívida pública interna trouxeram a tona o aumento do risco do país. A desconfiança dos credores externos sobre a capacidade do país honrar compromissos implicava em um aumento da suscetibilidade do Brasil para com os mesmos, uma vez que o país precisava obedecer às

recomendações desses investidores para evitar a fuga dos capitais, elevando ainda mais os juros e comprometendo sua autonomia para realizar política econômica.

Em suma, podemos constatar que o desequilíbrio externo, bem como o desequilíbrio fiscal, que remeteram o Brasil ao aumento de sua vulnerabilidade externa, são conseqüências do fato do país ter crescido além de sua taxa de crescimento com equilíbrio na balança de pagamentos. O que nos permite evidenciar o suporte teórico que a lei de Thirlwall concede para a vulnerabilidade externa brasileira no período estudado.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ARIENTI, P. F. **O papel da abertura financeira no financiamento dos investimentos da economia brasileira ao longo da década de 1990.** Tese de doutorado. Curitiba, 2004. Programa de Pós-Graduação em Desenvolvimento Econômico da Universidade Federal do Paraná.

ARIENTI, P. F. F. ; CAMPOS, A. C. de . **Elasticidades-renda das exportações e importações: o modelo de Thirwall .** Revista Ensaios (FEE), Porto Alegre, v. 23, n. 2, p. 787-804, 2002.

BAHRY, T. R.; PORCILE, G. **Os ciclos de endividamento da economia brasileira no período 1968-1999.** Revista Economia Contemporânea, Rio de Janeiro, 8(1): 5-32, 2004.

BRESSER-PEREIRA, L. C.; NAKANO, Y. **Desenvolvimento com Poupança Externa?** Revista de Economia Política, Rio de Janeiro, vol.23, n.2 (90), p.3-27, abr.-jun.,2003.

BRESSER-PEREIRA, L. C. **Macroeconomia da Estagnação: A crítica da ortodoxia convencional no Brasil pós-1994.** Setembro, 2006. *mimeo*

CAMURI, P. A. **Dívida pública, política fiscal e restrição externa no Brasil: 1994-2004.** Dissertação de mestrado. Belo Horizonte, 2005. CEDEPLAR-UFMG.

CARVALHO, V. R. da S. **A restrição e a perda de dinamismo da economia brasileira: investigando as relações entre estrutura produtiva e crescimento econômico.** Dissertação de mestrado. São Paulo, 2005. Departamento de economia-USP.

CINTRA, M. A. **Dependência sem desenvolvimento: os limites e contradições da inserção internacional brasileira dos anos 90.** Revista Paranaense de Desenvolvimento, Curitiba, n. 97, p. 3-32, set.-dez., 1999.

CIMOLI, M.; PORCILE, G. **Convergência, Elasticidades e Histereses em América Latina.** 2006. *mimeo*

DAVIDSON, P. **A lei de Thirlwall.** Revista de Economia Política, Rio de Janeiro, vol.10, n.4 (40), p.124-127, out.-dez., 1990.

CURADO, M. **Sustentabilidade do saldo em transações correntes e seus impactos sobre o crescimento econômico.** Boletim Economia & Tecnologia, ano 02, vol. 06 – jul./set., 2006.

FERREIRA, A. L.; CANUTO, O. **Thirlwall's Law and Foreign Capital Service: the case of Brazil.** In: Workshop on Macroeconomia Aberta Keynesiana Schumpeteriana: uma Perspectiva Latino Americana. UNICAMP, Campinas, 2001.

LIMA, G. T. et alli. **A restrição externa como fator limitante do crescimento econômico brasileiro: um teste empírico.** In: XXXIII Encontro Nacional de Economia – ANPEC. 2005

MCCOMBIE, J. S. L. & THIRLWALL, A. P.; **Economic Growth and the Balance-of-Payments Constraint.** Grã-Bretanha (primeira publicação): Macmillan Press LTD, 1994.

MORENO-BRID, J. C. **On capital flows and the balance-of-payments-constrained growth model.** Journal of Post Keynesian Economics. Vol. 21, nº 2, 1998.

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

NAKABASHI, L. **Crescimento com restrições do balanço de pagamentos: uma análise do caso brasileiro.** Dissertação de mestrado. Curitiba, 2001. Programa de Pós-Graduação em Desenvolvimento Econômico da Universidade Federal do Paraná.

NETO, F. de A. F. **Globalização financeira e restrições externas a política econômica expansionista no Brasil.** Monografia. Campinas, 2004. UNICAMP.

PAULA, L. F.; ALVES Jr., A. **Fragilidade financeira externa e os limites da política cambial no Real.** *Revista de Economia Política*, Rio de Janeiro, vol. 19, n.1 (73), p.72-93, jan. – mar., 1999.

PAULA, L. F. **Uma alternativa de política econômica para o Brasil.** In: *Cadernos Adenauer*, ano IV, n.2, p. 59-92, 2002. Rio de Janeiro, Fundação Adenauer.

PORCILE, G.; CURADO, M.; BAHRY, T. R. **Crescimento com restrição no balanço de pagamentos e fragilidade financeira no sentido minskyano: uma abordagem macroeconômica para a América Latina.** *Economia e Sociedade*, Campinas, vol. 12, nº 1 (20), p. 25-41, 2003.

ROCHA, F. **Correlação Feldstein-Horioka: indicador de mobilidade de capitais ou de solvência?** *Revista de Economia Política*, Rio de Janeiro, vol. 23 nº 1 (89), 2003.

SANTOS, A. L. M. dos. **Fragilidade financeira e restrição no balanço de pagamentos: uma abordagem pós-keynesiana.** Dissertação de mestrado. Campinas, 2005. Instituto de Economia – UNICAMP.

SERRANO, F. L. P. ; MEDEIROS, C. . **Inserção externa, exportações e crescimento no Brasil.** In: J. C. Ferraz; M. Crocco; L. A. Elias. (Org.). **Liberalização econômica e desenvolvimento.** São Paulo: Futura, 2003, p. 324-349.

THIRLWALL, A. P. **Reflections on the concept of balance-of-payments constrained growth.** Canterbury, *Journal of Post Keynesian Economics*, vol.19, n.3.