UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS
Instituto de Economia

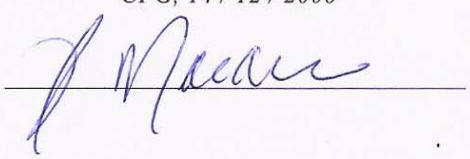
POUPANÇA EXTERNA E CRESCIMENTO – UMA ANÁLISE SOBRE A EXPERIÊNCIA BRASILEIRA ENTRE 1955 E 2004

Alexandre Xavier da Silva

Dissertação de Mestrado apresentada ao Instituto de Economia da UNICAMP para obtenção do título de Mestre em Ciências Econômicas, sob a orientação do Prof. Dr. José Pedro Macarini.

*Este exemplar corresponde ao original da dissertação defendida por **Alexandre Xavier da Silva** em **14/12/2006** e orientado pelo **Prof. Dr. José Pedro Macarini.***

CPG, 14 / 12 / 2006



Campinas, 2006

Ficha catalográfica elaborada pela biblioteca do Instituto de Economia/UNICAMP

Si38p

Silva, Alexandre Xavier da.

Poupança externa e crescimento : uma analise sobre a experiencia brasileira entre 1955 e 2004 / Alexandre Xavier da Silva. – Campinas, SP : [s.n.], 2006.

Orientador : Jose Pedro Macarini.

Dissertação (mestrado) – Universidade Estadual de Campinas, Instituto de Economia.

1. Poupança e investimento. 2. Desenvolvimento economico. 3. Economia - Brasil – 1955-2004. I. Macarini, Jose Pedro. II. Universidade Estadual de Campinas. Instituto de Economia. III. Titulo.

07-26-BIE

Título em Inglês: External savings and growing : an analize of Brazilian experience during 1955 and 2004
Keywords: Saving and investment ; Economic growth ; Brazilian economy
Area de Concentração : Economia brasileira
Titulação: Mestre em Ciencias Economicas
Banca examinadora: Prof. Dr. Jose Pedro Macarini
Prof. Dr. Plinio Soares de Arruda Sampaio Junior
Prof. Dr. Carlos Eduardo Ferreira de Carvalho
Data da defesa: 14-12-2006
Programa de Pós-Graduação: Ciencias Economicas

Dissertação de Mestrado

Aluno: ALEXANDRE XAVIER DA SILVA

"Poupança Externa e Crescimento – Uma Análise sobre a Experiência Brasileira entre 1955 e 2004"

Defendida em 14 / 12 / 2006

COMISSÃO JULGADORA

Prof. Dr. JOSÉ PEDRO MACARINI
Orientador – IE / UNICAMP

Prof. Dr. PLÍNIO SOARES DE ARRUDA SAMPAIO JÚNIOR
IE / UNICAMP

Prof. Dr. CARLOS EDUARDO FERREIRA DE CARVALHO
PUC / SP

Índice

Resumo ..... **v**

Agradecimentos ..... **vi**

Introdução **1**

Capítulo I

O Crescimento e a Restrição Externa **3**

1. Introdução 3
2. O crescimento e o comércio internacional 4
3. A abordagem neoclássica 5
4. A abordagem heterodoxa Cepalina 9
5. A abordagem de Thirlwall 13
6. A teoria sob a perspectiva da economia brasileira 18
7. Considerações Finais 21

Capítulo II

A Experiência Brasileira entre 1955 e 2004 ..... **23**

1. Visão Geral 23
2. Restrição e Poupança Externa 26
3. A Absorção de Poupança Externa e a Formação Bruta de Capital Fixo 48
4. O Enigma dos anos noventa 62
5. Considerações Finais 70
6. Apêndice: 73

1. Nota sobre a construção dos indicadores utilizados. 73

Conlusões **77**

Bibliografia **80**

Resumo

Este trabalho investiga a performance do PIB brasileiro durante os últimos cinqüenta anos. Sua hipótese-central repousa na suposição de que o crescimento econômico nas economias periféricas é dependente da contribuição de ajuda financeira internacional para se dar. Em outras palavras, aqui se adota a suposição de que o crescimento econômico brasileiro gera a expansão na demanda por importações numa taxa que não pode ser sustentada pelas exportações. Isso exige a ajuda externa para que elas não sejam limitadas. Caso a limitação tenha lugar, o crescimento econômico potencial não se realizará. Este trabalho discute a teoria que suporta esta abordagem de interpretação sobre o crescimento econômico e fornece uma análise empírica da experiência econômica brasileira entre 1956 e 2004. Além disso, serão apontadas algumas insuficiências da teoria na explicação da dinâmica da economia brasileira, especialmente depois das reformas dos anos noventa. O que se busca é entender o desempenho da economia brasileira como também a eficiência da teoria como instrumento de análise.

Palavras-chave: Restrição Externa – Poupança Externa – Crescimento Econômico – Economia Brasileira

Abstract

This research investigated the Brazilian GDP performance during the last fifty years. Its central hypothesis relies on the assumption that the economic growth in peripherals economies is dependent of the international financial contribution to take place. In other words, here we adopt the assumption that the Brazilian economic growth generates demands for importation in a ratio that cannot be supported by exports, what request external financial help to avoid restrictions. If these restrictions take place, the potential economic growth will be frustrated. This work discusses the theory that supports this analytical approach of economic growth and provides an empirical study of Brazilian economic experience between 1956 and 2004. In addition, we point out some insufficiencies of this approach in explaining appropriately the Brazilian economic dynamic, especially after the nineties years' reforms. The purposes of this research are analyze the Brazilian economy performance and also the efficiency of this theory as analytical tool.

Key-words: External Restriction – External Savings – Economic Growth – Brazilian Economy

Agradecimentos

Agradeço a todos aqueles que direta ou indiretamente estiveram envolvidos no esforço que este trabalho representou. Não posso deixar de mencionar uma série de pessoas. Em primeiro lugar, agradeço a José Pedro Macarini e Paulo Roberto Davidoff que me orientaram na construção desta dissertação. Em segundo, agradeço a Plínio de Arruda Sampaio Jr. e Mário Ferreira Presser que participaram das bancas de qualificação e defesa e que muito contribuíram com observações bastante úteis para que o trabalho fosse melhorado.

Além destes, devo agradecer a todos os professores e funcionários do Instituto de Economia que propiciaram as condições intelectuais favoráveis para que o trabalho fosse produzido da melhor forma possível. Não devo esquecer da FECAMP que propiciou a ajuda financeira para que pudesse me dedicar exclusivamente a este projeto nesta etapa de minha vida.

Agradeço também aos amigos, todos eles. Destaco meus colegas de turma que dividiram comigo as dúvidas, aflições e alegrias presentes nesta etapa de nossas vidas. Agradeço a meus familiares que estiveram a meu lado na superação dos desafios que este mestrado exigiu.

À todos, meus sinceros agradecimentos.

Introdução

Ao olhar o ritmo de crescimento da economia brasileira no último meio século, é impossível evitar que a seguinte pergunta seja levantada: quais seriam as causas do crescimento experimentado pela economia brasileira nestes anos? A instabilidade deste indicador conduz o analista à busca das possíveis razões deste comportamento. É exatamente com o propósito de especular sobre suas causas que esse trabalho foi desenvolvido. Para isso, avaliou-se que seria mais eficiente lançar mão de uma explicação já aceita, que tivesse razoável aplicabilidade à economia brasileira e que pudesse, portanto, suportar a análise a ser desenvolvida no trabalho, ao invés da tentar produzir uma explicação própria.

A fim de explicar o ritmo de crescimento da economia brasileira entre 1956 e 2004, avaliou-se que seria mais correto recorrer à teoria de crescimento com restrição externa como instrumento de abordagem ao problema levantado. Isto porque seus métodos, instrumentos e pressuposições ajustam-se com razoável precisão ao ambiente em meio ao qual a riqueza da economia brasileira é gerada. Além disso, os constantes aperfeiçoamentos teóricos e a consistência das pressuposições – garantida por vários testes empíricos – tornam seguro recorrer a esta abordagem e fazer dela ponto de partida para análise da performance econômica brasileira.

Isto posto, cabe tratar da estrutura deste trabalho. O primeiro capítulo trata dos aspectos teóricos. Com intuito de esclarecer os fundamentos que sustentam a abordagem adotada, o capítulo se inicia com uma breve exposição da teoria ortodoxa sobre o crescimento econômico. E a partir de suas inconsistências, trata de apresentar as teorias de crescimento com restrição externa e quais suas implicações. Neste universo serão destacadas duas abordagens principais: (i) a da Cepal, e (ii) a de Thirlwall. Para suportar a hipótese da aplicabilidade desta teoria ao caso da economia brasileira será feito um breve levantamento dos testes empíricos realizados sobre o ajustamento da experiência brasileira à teoria, a fim dar suporte à análise que se segue. O objetivo deste capítulo é prover a devida sedimentação teórica que torne possível a sustentação da hipótese-central do trabalho, isto é: de que o ritmo de crescimento da economia brasileira nestes anos encontrou-se limitado pela restrição de divisas.

O segundo capítulo é dedicado à análise da performance da economia brasileira, à luz da abordagem escolhida com base nos números observados. O objetivo central é submeter a teoria de crescimento com restrição externa à prova. Com este propósito, o estudo lança mão de definições rigorosas sobre os conceitos de poupança e restrição externa, de modo que seja possível avaliar com bastante precisão em que medida tais variáveis interferiram no crescimento brasileiro nestes anos. De posse dessas definições, o trabalho discorre sobre a relação estabelecida entre a taxa de

crescimento e a poupança externa ao longo dos últimos cinqüenta anos. Esta análise levará à incorporação de outras dimensões subjacentes ao problema. Um exemplo claro de novas dimensões incorporadas é a importância desempenhada pela arquitetura financeira vigente a cada momento na definição da relação estabelecida entre estas variáveis. O que se perceberá é que existem outras dimensões não captadas pelos modelos que têm importância decisiva no papel desempenhado pela poupança externa na promoção do crescimento e que ficam invisíveis à teoria da forma como é postulada normalmente. Neste capítulo serão listados os resultados da análise quantitativa da experiência brasileira. Em linhas gerais, tais números indicam que na medida em que se aproxima dos dias de hoje vai diminuindo a correspondência entre a taxa de crescimento e a poupança externa, o que afeta decisivamente a aplicabilidade da teoria ao caso da economia brasileira.

Neste capítulo, as especulações sobre as causas desse crescente descolamento na trajetória das variáveis ficaram restritas àquelas que os números puderam suportar. É evidente que o diagnóstico deste descolamento levou a emergência de novos problemas, sobretudo na análise dos anos pós-1995. Contudo, este trabalho não buscará respondê-los em sua totalidade. Pois como as causas que levam a este descolamento se devem a mudanças muito mais abrangentes do que as aqui analisadas, pode-se dizer que seu entendimento é, por si só, um novo objeto de pesquisa. Neste sentido, a análise se deterá sobre aquilo que propõe: verificar a aplicabilidade da teoria ao caso da economia nos anos em questão. O entendimento das razões que explicam tal comportamento se fará quando couber no escopo do trabalho. Parte importante das possíveis explicações para o descolamento ocorrido na segunda metade dos anos noventa não terão aqui uma observação.

Ao fim deste capítulo serão levantadas algumas restrições aos métodos tradicionais de vinculação entre poupança externa e crescimento econômico. O que se pretende com tais críticas é checar com mais cuidado as relações que a teoria econômica propõe. Numa abordagem mais minuciosa, nota-se que as relações propostas se revestem de automatismos e generalizações que não podem ter lugar numa economia como a brasileira. Isso porque as relações estabelecidas entre a taxa de crescimento e a absorção de poupança externa envolvem outras dimensões, como a estrutura e a ligação do sistema financeiro doméstico com a economia internacional, por exemplo. Por fim, o capítulo das conclusões busca amarrar toda a dissertação. Como instrumento de unidade, ele visa, principalmente, recapitular os principais problemas desenvolvidos ao longo do texto, numa tentativa de tornar aparente a lógica que costurou todo o trabalho.

Capítulo I

O Crescimento e a Restrição Externa

1. Introdução

A tentativa de prover uma explicação adequada ao crescimento econômico suscitou a emergência de diversas teorias interpretativas sobre seus determinantes. Neste trabalho, fez-se a opção pela utilização dos modelos matemáticos de explicação para a taxa de crescimento. O que torna estas abordagens interessantes é que elas se utilizam de instrumentos que tentam explicar o ritmo de crescimento econômico a partir do comportamento de variáveis concretas, como a oferta de mão-de-obra, de divisas, etc. Segundo Thirlwall & McCombie (1994), tais abordagens e seus respectivos modelos podem ser divididas em dois corpos teóricos e lógicos principais. De um lado, tem-se a escola neoclássica que aborda o problema do crescimento econômico pelo ponto de vista da oferta dos fatores de produção. E, do outro lado, encontra-se a escola keynesiana que analisa o problema de crescimento sob a perspectiva da demanda.

Segundo o modelo teórico neoclássico, o crescimento de uma dada economia reflete a expansão dos fatores de produção que são: a) a oferta de trabalho; b) o nível de produtividade do sistema econômico; e c) a oferta líquida de capital para a inversão (poupança). Como o crescimento econômico decorre da interação da variação destes três fatores produtivos, as taxas de crescimento divergentes surgem necessariamente das diferenças na taxa de ampliação da oferta destes elementos nos distintos países. Qualquer política doméstica que vise ao estímulo do crescimento, de maneira a acelerá-lo, deverá ser direcionada para a ampliação na oferta destes elementos. Desta forma, a taxa de crescimento de uma economia reflete a taxa natural de crescimento que é dada, em última instância, pela oferta dos fatores produtivos essenciais. Esta taxa é estritamente de origem endógena. O modelo de crescimento de Solow sintetiza bastante bem a estrutura que suporta esta linha de raciocínio. Nas suas versões mais modernas são adicionadas novas variáveis como: d) a formação do capital humano; e) os gastos com pesquisas e desenvolvimento, etc., mas que não alteram em quase nada as conclusões do modelo simplificado.

Já segundo a corrente keynesiana, o crescimento econômico seria resultado das condições para a realização da demanda potencial em cada país. Deste modo, taxas de crescimento divergentes seriam resultado de diferentes condições para a realização da demanda nos países. Mas, ainda que aceita a premissa, restaria responder a seguinte pergunta: o que determinaria diferentes condições para a realização da demanda potencial? Numa economia fechada, os limites

seriam necessariamente de origem endógena. Ou seja, as baixas taxas de crescimento deveriam ter explicação no comportamento das variáveis que compõem a demanda agregada como o consumo, ou os investimentos, etc.; a insuficiência da demanda efetiva seria, portanto, completamente explicada pelo comportamento da dinâmica do gasto na economia nacional, como fora proposto por Keynes na sua Teoria Geral.

Na busca de prover uma explicação mais realista a este problema, Thirlwall (2003) observa que, via de regra, as economias nacionais não possuem condições para ofertar todos os elementos necessários à realização da demanda doméstica. A suposição é aceitável se se tem em vista que os diversos insumos produtivos necessários à atividade econômica não apresentam plena mobilidade espacial. Como resultado, todos os países transferem parte da demanda doméstica para o exterior, sob a forma de importações. Logo, a condição de realizar determinado montante de importações, que é fundamental à realização da atividade econômica doméstica, desempenha a função de variável-chave na tentativa de compreender e explicar a dinâmica do crescimento das economias nacionais. Nos momentos em que as condições para a efetivação destas importações não estiverem disponíveis, a demanda potencial não poderá se realizar adequadamente, dando origem a taxas de crescimento menores e diferentes em relação àquelas dos países que não se encontram constrangidos de forma alguma.

Esta suposição aponta numa direção freqüentemente negligenciada pelas teorias de crescimento econômico. Como alertara Alfred Marshall há mais de um século: "*the causes which determine economic progress of nations belong to the study of the international trade*"[1]. Partindo desta consideração, pode-se dizer que a compreensão da dinâmica de crescimento nas diversas economias exige estudo da inter-relação estabelecida entre a performance da economia doméstica e o comércio internacional.

2. O crescimento e o comércio internacional

A atenção prestada à dinâmica do comércio internacional trouxe novos problemas às teorias que pretendiam incorporá-la como elemento explicativo ao crescimento. É sabido que a suposição adotada por Thirlwall não era em nada revolucionária. Ricardo já havia dedicado bom espaço na sua teoria (*Principles of Political Economy and Taxation*) para analisar o papel do comércio internacional como elemento promotor do crescimento e do desenvolvimento das economias nacionais. Porém, o que ele não incorporou foram elementos teóricos que levassem em conta a possibilidade de ocorrência de constrangimentos na realização das trocas internacionais. Ou seja, na sua abordagem de troca simples não havia nenhum elemento que contemplasse a ocorrência de restrições à

[1] Marshall, A. *Principles of Economics*, *apud* Thirlwall (2003; p. 2).

realização da demanda doméstica potencial[2]. Desta forma, na teoria ricardiana só haviam sido captados os elementos virtuosos do comércio internacional, mas não os problemas que lhes são subjacentes (Cardoso, 1980).

Esta falha teórica decorre do fato de que a realização das importações, essenciais para a efetivação da demanda potencial, só pode ser compreendida quando a análise incorpora os problemas monetários que envolvem as trocas internacionais. De forma mais clara, como as importações só podem ser realizadas mediante a contrapartida de moeda internacional, a realização da demanda potencial depende fundamentalmente da disponibilidade do país em divisas. Desta forma, sua oferta desempenha papel-chave para a promoção das condições necessárias para a realização da demanda potencial. Ao incorporar esta abordagem monetária no estudo das trocas internacionais, torna-se claro que o comércio internacional e a dinâmica doméstica do crescimento estão inter-relacionados e sujeitos a problemas de ordem monetária. Na medida em que surgem, tais problemas constituem-se em empecilhos importantes para a realização plena das possibilidades de crescimento econômico.

No entanto, esta dimensão das trocas internacionais, apesar da importância, não recebeu a devida atenção por parte da escola neoclássica, porque nela o comércio internacional era tratado como uma economia de troca simples, isto é, sem que fossem dadas maiores explicações sobre a dinâmica dos preços dos artigos importados e exportados. Mesmo porque os preços refletem a utilidade marginal de cada fator de produção. Já nas abordagens heterodoxas, os preços dos produtos comercializados internacionalmente ganham bastante destaque, pois são os elementos que permitem o entendimento da dinâmica das trocas entre países e seus efeitos sobre o crescimento econômico em cada um deles (Cardoso, 1980). Em suma, a introdução do comércio internacional e os aspectos monetários que lhes são subjacentes revelam certos problemas que afetam a dinâmica da economia nacional, mas que não recebem atenção na abordagem neoclássica.

3. A abordagem neoclássica

Seguindo a trilha deixada por Ricardo, a síntese neoclássica[3] concebeu uma teoria sobre o comércio internacional em que seus efeitos eram tidos como sendo extremamente virtuosos na promoção do desenvolvimento econômico e social ao redor do mundo. A partir do conceito de vantagens comparativas, os autores creditavam à especialização da estrutura produtiva os méritos

[2] "*Not only did classical growth theory ignore demand, but classical trade theory also ignored the balance of payments. In classical economics, much emphasis is given to the importance of trade for growth, but is all real trade theory, and again supply oriented. The monetary consequences of trade for growth are ignored*" (Thirlwall, 2003; p. 42).

[3] O modelo em questão é o Hecksher-Ohlin-Samuelson.

de permitir às economias menos desenvolvidas obterem produtos mais sofisticados a custos sociais e econômicos menores àqueles que seriam proporcionados por meio da produção doméstica. Seu raciocínio básico supunha – com precisão – que a debilidade da estrutura produtiva das economias menos desenvolvidas impunha severos custos àquelas que tentassem produzir em âmbito doméstico os artigos manufaturados necessários a sua reprodução econômica. Em razão da estreiteza de mercado, da falta de capital adequado às escalas de inversão requeridas e da possibilidade de aquisição de artigos em condições mais vantajosas por intermédio do comércio com os países que estivessem mais adiantados no desenvolvimento de sua estrutura produtiva, o caminho mais inteligente para uma economia menos desenvolvida era evitar a produção doméstica de tais artigos industrializados. A opção pela produção nacional não só produziria custos econômicos e sociais desnecessários, como também exigiria esforços contraproducentes. Por meio do comércio internacional, estas economias poderiam estender o acesso da população a artigos mais sofisticados de consumo, sem com isso comprometer seu bem-estar.

O elo que permitiria tal resultado seria a especialização das suas estruturas produtivas nacionais em torno de alguns produtos para os quais as vantagens domésticas de produção fossem superiores a dos demais países. As economias que dispusessem, por exemplo, de maiores vantagens no uso de terras propícias para o cultivo de determinada cultura agrícola em relação à disponibilidade de capital deveriam especializar-se na produção desta cultura para que pudesse maximizar o bem-estar de sua população. Por meio da exportação desta produção particular seriam constituídas as condições necessárias para sustentar a importação dos artigos capital-intensivos requeridos à reprodução social e econômica do país[4]. A opção pela produção de artigos que demandassem muito capital seria um grave erro de cálculo. E, indo além, os autores afirmavam que por intermédio do comércio especializado a remuneração pertinente a cada fator de produção seria equalizada em todo o mundo[5].

Ocorre que a realização deste círculo virtuoso de crescimento e a dispersão dos benefícios do processo de industrialização por meio do comércio internacional só poderiam se dar se um dos pressupostos subjacentes à teoria fosse cumprido. Era preciso que "(...) *the exchange values of manufactured articles, compared with the products of agriculture and of mines, have, as population and industry advance, a certain tendency to fall*"[6]. E era neste ponto em que residia o ponto-chave

[4] Segundo o exemplo clássico, o custo unitário para a produção de vinhos em Portugal era relativamente mais barato que na Inglaterra. Enquanto que o custo unitário para a produção de têxteis era menor na Inglaterra que em Portugal. Como resultado, Portugal deveria especializar-se na produção de vinhos e a Inglaterra em têxteis. E por meio do comércio Portugal poderia ter acesso a tecidos com economia de mão-de-obra, e a Inglaterra a vinhos.

[5] A equalização se daria na remuneração relativa dos fatores de produção. Somente Samuelson propôs a equalização completa e absoluta da remuneração dos fatores de produção em todo o mundo, hipótese que logo em seguida foi suspensa (Cardoso, 1980).

[6] Mill, J. S. Principles of Political Economy, *apud* Cardoso (1980; p. 24).

desta teoria. Para que o círculo se fechasse, os ganhos de produtividade obtidos com a industrialização dos centros mais dinâmicos deveriam engendrar a baixa dos preços das manufaturas de modo a permitir a queda de seus preços em relação aos artigos primários.

Prebisch[7] observou que o resultado da dinâmica dos preços internacionais não obedecia aos postulados da teoria neoclássica. Um estudo produzido pelas Nações Unidas indicava que a tendência dos preços relativos no comércio internacional comportava-se de forma contrária aos pressupostos teóricos. Com base neste estudo, o autor colocou a teoria das vantagens comparativas em xeque. Se os ganhos propiciados pela alteração dos preços relativos não ocorriam como o previsto, os resultados projetados não poderiam ser alcançados. Além disso, a queda continuada dos preços das *commoditie*s agrícolas e minerais produzia um resultado oposto ao anunciado. Desta forma, sem contar com a hipótese de que os preços relativos dos produtos manufaturados eram cadentes *vis-à-vis* aos preços das *commodities* agrícolas e minerais a teoria não poderia se sustentar. E sem ela, não havia porque creditar ao comércio internacional o papel de difusor de bem-estar e progresso às diversas economias ao redor do globo.

Ainda assim, a teoria neoclássica tentava buscar suporte a seu argumento. E isto, segundo eles, era razoavelmente fácil, pois supunham que as contas externas estariam sempre em equilíbrio. Em caso contrário, as pressões sobre o Balanço de Pagamentos (BP) levariam a modificações na taxa de câmbio de modo a propiciar o dito equilíbrio[8]. Portanto, não poderiam existir constrangimentos ao crescimento cuja origem estivesse numa eventual e improvável dinâmica perversa de preços relativos no comércio internacional. E, aliás, não depositavam crédito à pesquisa a cujos resultados Prebisch se referiu (Cardoso, 1980).

Para validar suas conclusões contrárias, Prebisch (1959) sublinhou outras duas características no que diz respeito à dinâmica do comércio internacional sob a perspectiva dos países menos desenvolvidos. De um lado, as variações de preços não proporcionam incrementos significativos e duradouros na demanda externa. Sua hipótese é a de que a demanda por *commodities* é preço-inelástica, de modo que alterações na taxa de câmbio não são instrumentos capazes de contra-arrestar as perdas originadas pela queda nos preços relativos[9]. Por outro lado, acreditava também

[7] Na sua formulação original, sua teoria apoiava-se em três pontos: (i) de que os termos de intercâmbio deterioravam em desfavor da periferia; (ii) de que isto decorria da não transferência dos ganhos de produtividade aos preços dos artigos manufaturados; e (iii) esta tendência decorria da singular organização político-econômica no centro sistema capitalista. Isto é, os trabalhadores bem organizados defendiam seus salários evitando que os ganhos de produtividade fossem transferidos para a periferia, e de que os oligopólios do centro praticavam políticas de preços que não propiciavam as quedas requeridas (Cardoso, 1980).

[8] A rigor, os ajustes se faziam por meio das variações dos preços. Pois como as taxas de câmbio eram fixas (especialmente no período do padrão-ouro, e no pós-guerra enquanto vigorou o Tratado de Bretton-Woods) as alterações de preços relativos recaía sobre a economia real. Era através das variações dos preços relativos (externos *versus* internos) que se recuperava o equilíbrio.

[9] "*There is little evidence (...) that exchange rates and the balance of payments move in any predictable or systematic way*" (Thirlwall, 2003; p. 117).

que a elasticidade-renda das exportações das economias periféricas era muito baixa frente à elasticidade-renda de suas importações. Desta forma, os possíveis ganhos em divisas obtidos através da expansão das exportações eram muito lentos e insuficientes para atenderem a demanda determinada pelas importações. Somavam-se, portanto, três efeitos que pesavam contra a compatibilização entre o crescimento das economias periféricas e seu engajamento conformado nas práticas correntes do comércio internacional: (i) a queda dos termos de troca, (ii) a inelasticidade-preço e (iii) inelasticidade-renda de suas exportações. Como resultado da interação destes elementos, a capacidade de realizar novos investimentos era menor nas economias menos desenvolvidas que no centro do sistema capitalista (Cardoso, 1980). Além destas críticas, Thirlwall (2003) adverte que a análise estática empreendida pela escola neoclássica não permite compreender os efeitos dinâmicos do ajuste prescrito. Pois, por exemplo, a desvalorização poderia produzir efeitos positivos no BP, no curto prazo, mas na medida em que se abrissem novas oportunidades de investimentos, o crescimento da renda ampliaria a demanda por importações, arruinando o frágil ajuste conseguido[10].

Para finalizar as críticas à teoria neoclássica, convém frisar que seus defensores supunham que a opção pela produção doméstica dos artigos importados estaria sempre aberta às economias que assim o quisessem. Era-lhes evidente que esta não seria uma ótima opção, o que não implica dizer ela que não estivesse disponível. Se as teses de Prebisch estivessem corretas, as alterações na taxa de câmbio – em razão dos constrangimentos no BP – permitiriam reajustes nos preços relativos, reorientando a inserção nacional no comércio internacional de modo a eliminar as eventuais distorções. No entanto, partindo de uma análise histórica do desenvolvimento capitalista, torna-se claro que a premissa neoclássica – de que a alternativa de dar saltos adiante na formação da estrutura produtiva estaria disponível a qualquer economia e a qualquer momento – era uma suposição irreal. Na etapa do capitalismo sob a qual o pensamento de Prebisch se insere, a opção de industrialização ainda que aberta a algumas economias periféricas encontrava-se limitada, principalmente, pela estreita capacidade de realização da demanda potencial. A aceleração na taxa de crescimento econômico implicava a necessidade de importações que, como visto, esbarraria nos problemas enfrentados nas contas externas.

Uma vez rechaçada a hipótese neoclássica de que a adesão voluntária e submissa às forças do comércio internacional poderia proporcionar a diminuição do fosso que separava as economias periféricas das desenvolvidas, tornava-se imprescindível o desenvolvimento de um novo e consistente arcabouço teórico que pudesse dar suporte às mudanças que seriam exigidas para reverter a dinâmica perversa engendrada pela ordem vigente no comércio internacional.

[10] A rigor, as análises empíricas de Jayme (2003) sobre a economia brasileira mostram que o comércio internacional é câmbio-inelástico no longo prazo. Deste modo, alterações na taxa de câmbio – real ou nominal – não são instrumentos capazes de promover o ajuste nas contas externas, como quer fazer crer a abordagem neoclássica. López & Cruz (2000) obtém resultados semelhantes para outros países da América Latina.

4. A abordagem heterodoxa Cepalina

Como dito, Prebisch (1959) observou que nos países periféricos a elasticidade-renda das importações era muito superior à elasticidade-renda das exportações. De forma mais clara, diante de certa taxa de crescimento do produto doméstico, a elevação das importações se concretizaria com mais intensidade e rapidez do que o acréscimo das exportações. Deste modo, o crescimento assimétrico entre a demanda de divisas e sua oferta não permitiria que as importações se realizassem, limitando o crescimento desta economia. Como resultado, era desta assimetria que surgiriam as diferentes taxas de crescimento entre a periferia e o centro do sistema capitalista (Thirlwall & McCombie, 1994; Thirlwall, 2003). Esclarecido este ponto, a questão-chave que se colocava daí em diante era: como produzir maiores taxas de crescimento sem depositar as expectativas no potencial dinâmico do comércio internacional?

Antes convém esclarecer que as economias subdesenvolvidas caracterizaram-se pela precoce especialização da sua estrutura produtiva em poucos artigos para exportação. Isto é, a estrutura produtiva forjada nestas economias era muito débil e com alto grau de especialização e, por isso mesmo, sua reprodução social e econômica dependia das condições oferecidas para a importação de artigos essenciais. Com efeito, o coeficiente que relacionava as importações e a renda era alto, de modo que a possibilidade de crescimento econômico diante da oferta de divisas era restrita.

Como resultado, a performance da economia menos desenvolvida estava vinculada ao comportamento de suas contas externas. A alteração deste quadro dependeria, fundamentalmente, da possibilidade de internalizar o elemento dinâmico da economia, isto é, seria preciso converter a estrutura produtiva desta economia à semelhança das estruturas desenvolvidas[11]. Ou, de outra perspectiva, era preciso romper o círculo vicioso que a especialização produtiva e o comércio internacional engendravam. Prebisch (1959) percebeu muito claramente que o abrandamento dos problemas originados na queda contínua dos termos de troca exigiria a produção doméstica dos manufaturados de preços não cadentes. Se a tendência à diminuição do poder de compra dos artigos produzidos pela periferia era inevitável, o caminho para ampliar o bem-estar da população na periferia era sua industrialização. Somente com a diminuição da importância relativa do comércio internacional na satisfação das necessidades domésticas é que as economias periféricas conseguiriam romper com a trajetória de empobrecimento em que se encontravam. Com o desarranjo da divisão internacional proporcionado pela Grande Depressão de 1929, o

[11] No que respeita às diferenças aqui enunciadas, Furtado (2000; p. 162) observa que: "Se se observa a natureza dos fenômenos cíclicos nas economias dependentes, em contraste com as industrializadas, percebe-se facilmente por que aquelas estiveram sempre condenadas a desequilíbrios de balança de pagamentos e à inflação monetária. O ciclo da economia industrializada está ligado às flutuações no volume das inversões".

constrangimento relativo de divisas daí surgido constitui-se no principal motor desta conversão. A industrialização das economias dependentes, apoiadas na exploração do mercado doméstico pré-existente, consolidou-se a partir de então.

Mas a questão-chave a partir deste ponto era: como internalizar a produção antes importada? A solução apontada pelos teóricos da Cepal prescrevia a produção doméstica destes bens. Porém era sabido que as indústrias já instaladas não seriam suficientes para atender a toda demanda carente de artigos importados, de modo que seria preciso a ampliação da capacidade produtiva doméstica o que requereria novos investimentos. Mas como não havia produção doméstica de bens de capital que pudessem satisfazer a crescente demanda doméstica por estes artigos, nem havia condições para que a produção local pudesse se dar num horizonte de tempo razoável, fazia-se necessária a importação desses insumos (bens de capital e intermediário). Desta forma, o ritmo de crescimento da indústria dependeria da oferta de divisas para que a importação de equipamentos se concretizasse, permitindo que as inversões se efetivassem. Ou seja, o crescimento da produção manufatureira doméstica, tido como a única e derradeira saída para o círculo de pobreza que o comércio internacional engendrava, não era livre de limites.

É preciso esclarecer que a restrição externa atuava de forma contraditória limitando e, simultaneamente, potencializando este processo. Se, por um lado, o constrangimento externo proporcionava o surgimento de demanda por artigos industrializados que ensejava a produção doméstica e amplificava as possibilidades de crescimento; por outro lado, a restrição freava a capacidade de importações de bens de capital que eram essenciais para a realização dos investimentos que proporcionavam o crescimento econômico. A industrialização dos países dependentes era, sem dúvida, um passo decisivo em direção ao aumento da taxa de crescimento econômico. A produção doméstica de artigos antes importados permitia, de um lado, economizar divisas e, de outro, abria oportunidades para a importação de equipamentos de outros ramos de atividade. Como resultado, a economia potencializava a taxa de crescimento diante de determinada oferta de divisas, isto é, ampliava-se o efeito multiplicador do crescimento a partir do comércio exterior. E daí retira-se a tese básica Prebisch-Cepal: a aceleração na acumulação nas economias periféricas deveria apoiar-se no processo de industrialização destas economias, mas sem esquecer que este processo encontraria limites originados nas condições enfrentadas no BP.

O desdobramento desta formulação original, a qual Cardoso (1980) chamou de Prebisch-Cepal, seguiu caminhos diferentes. Todos os intérpretes ligados a esta corrente admitiam que as premissas indicadas por Prebisch estavam corretas e que o problema daí por diante estava em desvendar como se daria a dinâmica do processo de industrialização, e como agiriam os limites e incentivos ao processo.

Uma das abordagens daí surgidas partia das mesmas premissas básicas, e considerava que na medida em que o processo de industrialização avançava e encaminhava-se para os setores mais

intensivos em capital (o departamento de bens de produção), a economia ia tornando-se cada vez menos dependente de importações para atingir determinada taxa de crescimento (Tavares, 1972). Ou seja, a elasticidade-renda das importações era progressivamente diminuída em sincronia com o avanço do processo de industrialização. Tavares (1972) observa que na medida em que a economia tornava-se mais industrializada e sua estrutura produtiva se diversificava, o crescimento econômico passava a ser cada vez mais dependente da dinâmica das inversões domésticas. A restrição externa ao crescimento não era completamente eliminada, porém passadas as fases iniciais da industrialização, seu conteúdo explicativo sobre ele diminuía. Como conseqüência, seu papel não poderia ser mais tomado como elemento-chave e determinante sobre o ritmo de crescimento observado.

Convém esclarecer também que se supõe, nesta abordagem, que a economia periférica necessita não somente industrializar-se em ritmo acelerado como deve também incorporar inúmeros ramos de atividade em curto espaço de tempo. Ou seja, é preciso "construir todo o edifício" ao mesmo tempo, de modo que as escalas das inversões e sua concentração no tempo exigem que a capacidade de importar seja alargada nas fases iniciais do processo de industrialização. E o recurso ao capital estrangeiro é um dos mecanismos pelo qual tal alargamento torna-se possível[12]. Uma vez constituído o núcleo básico da indústria, as necessidades de divisas diminuem e deixam de constituir gargalos decisivos para a realização do crescimento econômico. Com efeito, o papel da restrição externa na explicação do crescimento passaria por diferentes fases[13]. Num primeiro momento, seria crucial, contraditória e comandaria a taxa de crescimento. Mas assim que os investimentos nos pontos críticos fossem realizados e o núcleo-duro de uma economia capitalista madura fosse constituído, as contas externas deixariam de constranger o crescimento econômico. Desta forma, nesta abordagem, a industrialização exigiria a absorção de poupança externa somente nas primeiras fases do processo, mas na medida em que o processo superasse suas etapas críticas este elemento passaria a desempenhar um papel secundário.

Em posição divergente, existem autores que acreditam que as condições oferecidas pelo balanço de pagamentos sempre constituíram e continuam a constituir-se em freios ao processo de industrialização da periferia, mesmo nas etapas mais avançadas do processo. De um lado, Furtado (1969 e 1981) observa que a relação de dependência – entre o centro e a periferia – permanece em

[12] Não se deve concluir que este seja o único, ou mesmo o melhor, dos métodos para acelerar o ritmo de crescimento econômico. O que se quer sublinhar é que este é um dos meios de fazê-lo, e que foi o caminho adotado. Assim, os desdobramentos deste processo levariam à intensificação da aplicabilidade da teoria de crescimento com restrição de divisas para o entendimento do crescimento da economia brasileira.

[13] "Quando o processo atinge, porém, uma fase tão avançada que, por um lado, o que resta para substituir são essencialmente bens de capital, ou matérias-primas e materiais para investimento e, por outro lado, as indústrias de bens de consumo já atingiram a maturidade, esgotando a reserva de mercado que lhes era garantida pelo estrangulamento externo, este último deixa de ser o 'indutor' do processo de investimento e, em conseqüência, para o crescimento, passando a ser apenas um obstáculo, em cuja superação, porém, já não pode ser encontrada a essência da dinâmica da economia" (Tavares, 1972; p. 117).

razão do modelo de industrialização que a periferia adota. Como a opção adotada se pautou pela reprodução do padrão do consumo do centro capitalista, o avanço no processo de industrialização não conseguiu romper com a dependência tecnológica e cultural em relação ao centro do sistema. Explicando melhor, como os padrões culturais do centro capitalista – novos hábitos de consumo – e a tecnologia que se liga a eles são os elementos que definiram a trajetória da industrialização da periferia, avançar no processo implica copiar produtos e, para isso, importar tecnologia estrangeira, de modo que as pressões no BP permanecem atuando nestas economias[14]. Ou seja, o modelo de desenvolvimento das economias latino-americanas não permite superar a dependência externa, pois a elasticidade-renda das importações é sempre mantida. Se alguns produtos mais sofisticados deixam de constar da pauta de importações em decorrência da sua produção doméstica, outros produtos e suas novas tecnologias oferecem uma nova seara de equipamentos e produtos a serem importados antes que possam ser produzidos internamente. Como resultado, a elasticidade-renda das importações não pode ser comprimida de forma significativa ao longo de muitos anos. E se se adiciona a hipótese de que as exportações não podem sofrer modificações significativas de modo a compatibilizar sua elasticidade-renda com a das importações, as proposições originais de Prebisch permanecem válidas mesmo nas economias periféricas de industrialização mais avançada.

Cardoso (1980) afirma que esta dependência a que Furtado se refere é uma conseqüência natural e inexorável do processo de industrialização da periferia. "[S]e é certo que os laços estruturais de dependência entre o centro e a periferia se transformam com a industrialização dependente-associada, mais certo ainda é que repõem, noutro plano, a assimetria estrutural entre economias centrais e periféricas" (Cardoso, 1980; p. 12). E a reprodução desta dependência se dá de duas formas. De um lado, em conseqüência do desequilíbrio crônico entre a geração e a oferta de divisas, em razão da diferença entre a elasticidade-renda das importações e exportações e seus efeitos sobre o BP. De outro, "o funcionamento do sistema industrial da periferia continua a requerer a importação de equipamentos e tecnologia que são fabricados e criados no centro" (idem). Ou seja, suas idéias parecem ir ao encontro das de Furtado.

Ambos os autores convergem com a primeira corrente de interpretação ao observarem que, ao fazerem a opção pela industrialização substitutiva de importações, as economias periféricas transformam a dinâmica do mercado doméstico no principal canal de absorção da oferta doméstica.

[14] "A lógica aparente dessa industrialização é o processo de substituição de importações: toda expansão da renda monetária cria uma demanda de importações proporcionalmente maior; se a capacidade para importar não apresenta o mesmo dinamismo, os preços relativos dos produtos importados terão que elevar-se, o que estimula a produção local de similares. As indústrias que crescem satisfazem uma demanda comprimida pela insuficiência estrutural da capacidade de importar (...) ao se expandirem criam novas demandas de importações (equipamentos e bens intermediários), cuja substituição implica em dar maior complexidade ao sistema industrial e em intensificar o esforço de investimento" (Furtado, 1981; p. 29-30). Ao se admitir que as mudanças tecnológicas reproduzam esta dinâmica inicial ao longo do tempo, de forma a perpetuá-la, o crescimento destas economias estará sempre dependente das condições de importações de tecnologia.

O que parece cristalizar a divergência entre elas é o papel limitador desempenhado pelas contas externas em cada uma das interpretações. Tavares (1972) acredita que a diversificação do parque produtivo doméstico diminui progressivamente a dependência com relações às importações, de modo que, se a demanda doméstica passa a ser o espaço privilegiado de realização da oferta para a indústria, é na sua dinâmica que deve repousar o entendimento sobre a trajetória das economias periféricas mais industrializadas. Furtado (1981) e Cardoso (1980) observam o processo sob outra perspectiva, afirmando que o espaço para a realização da demanda doméstica potencial em âmbito internacional continua a ser um importante limite à realização da demanda doméstica. Ou seja, ainda que o mercado doméstico seja o destino preferencial para os artigos produzidos internamente, a ampliação na oferta nacional de bens depende e dependerá sempre das condições de incorporar novos produtos e tecnologias que só são possíveis por meio de importações[15]. E esta é uma situação incontornável. Desta forma, o entendimento da dinâmica da economia periférica não pode se limitar à compreensão dos elementos que compõem a demanda doméstica, haja vista que apesar de absorver o grosso da oferta ela não permite (na sua dinâmica normal) que as fronteiras da acumulação sejam alargadas[16]. Somente com a incorporação de tecnologia importada é que a economia pode continuar a crescer pela via da industrialização. Como resultado, as contas externas continuam sendo um fator limitante ao crescimento.

Em resumo, as teorias Cepalinas de crescimento com restrição externa parecem divergir a partir do momento em que as economias em desenvolvimento atingem determinado grau de maturidade. Para Tavares (1972), a industrialização nas etapas mais avançadas de diversificação da estrutura produtiva define uma nova dinâmica econômica, cujas principais explicações não repousam sobre as contas externas. Para Cardoso (1980) e Furtado (1981), as alterações dinâmicas na tecnologia e no comércio internacional perpetuam a antiga restrição, de maneira a manterem válidos os postulados sobre a dinâmica do crescimento na periferia, mesmo nas economias em que a diversificação da estrutura produtiva doméstica alcançou maior sucesso.

5. A abordagem de Thirlwall

É com uma arquitetura econômica semelhante a dos Cepalinos em mente que Thirlwall & McCombie (1994) constroem sua teoria. Como nas economias periféricas os fatores de produção convencionais (capital, trabalho e matéria-prima) encontram-se fartamente disponíveis, a taxa de crescimento só pode ser limitada pela incapacidade de realização da demanda cuja origem deve repousar em elementos não-convencionais. Segundo eles, em qualquer economia moderna a

[15] Porcile & Curado (2002) apresentam um modelo esquematizado que incorpora não só a restrição externa como esclarece também como as condições tecnológicas interagem com esta variável.

[16] Esta assertiva não é uma verdade absoluta e irrefutável. Contudo, a lógica contida nela será o fio condutor deste trabalho.

demanda potencial não pode ser totalmente realizada em razão de dois problemas que se conjugam. De um lado, isto ocorre porque a estrutura produtiva doméstica não é capaz de atender a crescente demanda por insumos e equipamentos decorrentes do crescimento do nível da renda doméstica. De outro, porque as importações que sustentariam a oferta destes bens encontram-se constrangidas pela oferta limitada de divisas. No caso das economias periféricas, a situação seria ainda mais grave, já que a oferta doméstica de equipamentos e bens de produção é bastante restrita e a oferta de divisas é pouco elástica, de modo que as perspectivas de crescimento seriam ainda mais limitadas (Thirlwall, 2003). Em suma: a incapacidade de realizar importações constrange a realização da demanda potencial, freando a taxa de crescimento econômico. Ou seja: a limitada capacidade de importar atua como um teto à taxa de crescimento econômico.

Para uma caracterização mais elementar da sua hipótese, Thirlwall & McCombie (1994) chamam atenção para um modelo desenvolvido originalmente por Harrod. Ele permite captar as pressões exercidas pela renda doméstica sobre as contas externas, bem como possibilita a observação do mecanismo de ajuste entre a renda nacional e as contas externas em direção ao equilíbrio. Pelo modelo, tal ajuste deve ser exercido por meio de alterações no nível de renda e não por meio de modificações nos preços relativos, como advogava a teoria neoclássica (Thirlwall, 2003).

Harrod (1933) propôs uma abordagem bastante simples sobre a relação entre a dinâmica das contas externas e o crescimento do produto doméstico. Seu mecanismo de abordagem, chamado de multiplicador do comércio internacional, contribui de forma decisiva para a compreensão do argumento-chave dos autores. O modelo parte das seguintes pressuposições: (i) a inexistência de investimento ou poupança na função que descreve a renda nacional; (ii) a inexistência do governo; (iii) os termos de troca do comércio internacional são constantes; e (iv) não existem meios disponíveis para o financiamento dos déficits externos, de modo que eles não podem ocorrer. Desta forma, a renda nacional pode ser descrita por meio das seguintes equações[17]:

$$Y = C + X \quad (1)$$

$$Y = C + M \quad (2)$$

$$M = X \quad (3)$$

E admitindo que a função de importações seja dada por:

$$M = M_0 + \Phi Y \quad (4)$$

As exportações terão que ser equivalentes a:

[17] Onde: Y representa a renda nacional, X as exportações, M as importações totais, M_0 a parcela das importações que independe do nível de renda corrente, ΦY a parcela das importações que está relacionada diretamente ao nível de renda corrente, onde Φ indica a magnitude marginal desta relação.

$$X = M_0 + \Phi Y \quad (5)$$

Fazendo algumas outras transformações (que serão omitidas), o resultado final é dado pela equação que se segue:

$$(\Delta Y)/Y = [(\Delta X)/X] * [1/ \Phi] \quad (6)$$

Pela análise da equação (6) podemos listar suas conclusões principais. A taxa de crescimento nesta economia está limitada: (i) de um lado, pela taxa de crescimento das exportações, isto é, pelo ritmo da geração de divisas internacionais que esta economia apresenta. E, (ii) de outro, pelo aumento na demanda por divisas que o crescimento do produto acarreta; o que se dá por meio da elevação no volume das importações associadas ao nível de renda em ascensão. Ou seja, como a atividade doméstica amplia a necessidade de importações e esta implica no aumento da demanda por divisas, a taxa de crescimento máxima será dada pelo quociente entre o ritmo da geração e da demanda por divisas.

Tabela 1 - Taxas de crescimento realizadas versus taxas de crecimento consistentes com equilíbrio no BP (1953 - 76)

países	crescimento real (y)	variação nas exportações	elasticidade renda das importações	Crescimento com equilíbrio no BP (y*)	diferença (y - y*)
EUA	3,2	5,9	1,5	3,9	-0,7
França	5,0	8,8	1,6	5,4	-0,5
Itália	5,0	12,1	2,3	5,4	-0,4
Japão	8,6	16,2	1,2	13,2	-4,6
Reino Unido	2,7	4,5	1,5	3,0	-0,2
Brasil[a]	9,5	-	-	4,0	5,5[b]
Tunísia[a]	6,4	-	-	5,0	1,4[c]
México[a]	6,0	-	-	11,0	(-)5[d]

Fonte: Dados obtidos de Thirlwall & McCombie (1994) e Elaboração própria.

Observações:

[a] dados referentes ao período compreendido entre 1951- 69;

[b] o crescimento extra pode ser decomposto em dois efeitos: (i) 0,1% pela melhora dos termos de troca e (ii) 5,4% pela absorção líquida de recursos externos;

[c] cuja decomposição é de (i) 0,4% pela melhora nos termos de troca e (ii) 1% pela absorção líquida de recursos externo;

[d] cuja decomposição é de (i) -4% pela piora dos termos de troca e (ii) -1% pelo remessa líquida de recursos ao exterior.

Neste caso, existe um único nível de investimentos em que o crescimento do produto é maximizado e garante-se, simultaneamente, o equilíbrio nas contas externas. As proposições de Harrod (1933) são tão simples quanto seu modelo, no entanto ajudam a esclarecer o papel-limitador que a restrição externa desempenha sobre o ritmo de crescimento da economia. A taxa de crescimento obtida em (6) é aquela consistente com o equilíbrio intertemporal do BP. Thirlwall & McCombie (1994) chamam-na de taxa de crescimento de longo prazo consistente com o equilíbrio do balanço de pagamentos. Qualquer taxa de crescimento que se distancie desta deverá estar respaldada em pelo menos uma de duas possibilidades: (i) ou ocorreram alterações reais e

definitivas nos termos de troca, ou (ii) o país recorre ao endividamento (ou desendividamento) externo (Thirlwall & Hussain, 1982). Uma vez preenchida uma destas condições, a taxa de crescimento de um país poderá ser elevada para além do nível de equilíbrio de longo prazo. A tabela (1) descreve o comportamento de algumas economias selecionadas e suas respectivas taxas de crescimento potencial, conforme o modelo de Harrod (1933).

Porém, como advertiu Prebisch no final dos anos quarenta, a melhora dos termos de troca não é uma possibilidade a ser considerada, a não ser no curto prazo. Desta forma, a absorção de poupança externa é o único mecanismo que permite a certas economias em desenvolvimento taxas de crescimento superiores à taxa consistente com equilíbrio no BP. Somente com o acesso a recursos externos é que tais economias podem financiar o déficit de divisas surgido do excesso de importações frente às exportações correntes[18].

Em concordância com Furtado (1981) e Cardoso (1980), Thirlwall & McCombie (1994) acreditam que a elasticidade-renda das importações modifica-se ao longo do processo de industrialização. Numa abordagem dinâmica, consideram que a industrialização não consegue anular os efeitos que as inovações técnicas impõem sobre a elasticidade-renda das importações na periferia capitalista. Neste sentido, embora permita a internalização de parte significativa dos setores dinâmicos da economia (DI), a industrialização dos países em desenvolvimento não consegue eliminar a restrição imposta pela oferta limitada de divisas na realização da demanda potencial. As mudanças tecnológicas reproduzem dinamicamente a dependência da periferia em relação aos países centrais. E como as economias em desenvolvimento não conseguem patrocinar a elevação na elasticidade-renda de suas exportações, o problema persiste.

Admitindo que estas postulações estejam corretas, tem-se um modelo no qual a geração de divisas é vista como um parâmetro, que embora possa ser modificado (em teoria), de fato modifica-se muito pouco. Do lado das importações, os avanços na industrialização não conseguem romper com o elo de dependência em relação ao centro do sistema, sobretudo na dimensão tecnológica. Daí que o crescimento nas economias periféricas continua limitado pelas mesmas grandezas que o limitavam nas fases iniciais do processo de industrialização. E mesmo que o mercado doméstico seja o espaço preferencial de realização dos investimentos nacionais, a limitação ao crescimento obedece às restrições do BP, já que a consecução destes investimentos exige a obtenção de recursos produtivos de circulação internacional – cuja efetivação demanda divisas. Deste modo, existe uma única taxa de crescimento de longo prazo, em torno da qual pequenas flutuações podem

[18] O balanço de pagamentos de todos os países em conjunto estará sempre em equilíbrio. Assim, para que um país possa incorrer em déficits comerciais é preciso que outros obtenham superávits. Thirlwall (2003) supõe que em alguns países a taxa de crescimento fica aquém da taxa de crescimento que garante o equilíbrio no BP porque a expansão econômica encontra-se limitada por razões internas. Deste modo, surge o excesso de recursos em divisas internacionais disponíveis ao financiamento das contas externas de outros países. Mas como o movimento de ampliação e enxugamento da liquidez de divisas é cíclico, a aceleração do crescimento no curto prazo irá hipotecá-lo no futuro.

ocorrer. Na possibilidade de existirem condições favoráveis ao financiamento externo "*growth becomes constrained ultimately by the rate of growth of capital inflows*" (Thirlwall & McCombie, 1994; p. 245). Condição que vale para a dimensão líquida desta captação. Ou seja, nos momentos em que a absorção líquida de recursos for positiva a taxa de crescimento poderá suplantar a taxa de equilíbrio. Em caso contrário, quando o resultado líquido for negativo, a taxa deverá ficar aquém da taxa de equilíbrio. É preciso frisar que, no bojo do processo de endividamento, a contínua expansão do passivo externo amplia de forma muito significativa a importância da dimensão financeira na limitação da taxa de crescimento da economia periférica. As variações cíclicas incidentes sobre a taxa de juros produzem constrangimentos decisivos ao crescimento tão ou mais importantes que os problemas de origem comercial.

É preciso enfatizar que esta teoria parte de uma premissa fundamental: os aspectos monetários que afetam a dinâmica do comércio internacional impedindo que os resultados previstos pela teoria ortodoxa se realizem. Ou seja, como a realização das importações demanda divisas internacionais, e que a efetivação das importações é fundamental para a realização da taxa de crescimento da economia, pode-se concluir que indiretamente a oferta de divisas exerce papel decisivo sobre o ritmo de crescimento de uma economia periférica.

Em suma, esta corrente teórica rompeu com as abordagens com foco na oferta dos fatores de produção e abriu oportunidades para novas explicações, especialmente ao admitir que a realização da demanda é o elemento que dita o crescimento nas economias nacionais (abordagem keynesiana). A introdução dos aspectos monetários subjacentes ao comércio internacional levou à conclusão de que as dificuldades de realização da demanda potencial se dão no âmbito das trocas comerciais internacionais, isto é, se explicitam no BP: a incompatibilidade entre a demanda por divisas (importações) e sua oferta (exportações) determina constrangimentos à realização da demanda e, por conseguinte, ao crescimento potencial[19]. Isto tudo faz com que esta teoria seja considerada como arcabouço válido para a análise do desempenho da economia brasileira. Além disso, a suposição de que esta limitação não pode ser rompida de forma alguma amplia a atratividade sua para a investigação do problema proposto neste trabalho.

[19] Esta caracterização elementar não perde de vista a importância exercida pelas pressões de origem financeira no constrangimento do BP; na verdade, o que se busca é estressar o argumento a fim de evidenciar a divergência entre esta teoria de crescimento e a neoclássica. Não obstante, é preciso ter em mente que na medida em que o estoque do passivo externo vai aumentando, amplia-se, por conseguinte, o compromisso de divisas com o pagamento de rendas a estes capitais. Disto resulta a diminuição da disponibilidade de divisas para alimentar a expansão das importações, reforçando o constrangimento ao crescimento econômico. A rigor, na evolução do processo de crescimento com endividamento externo, sabe-se que a variável financeira adquire papel-chave na taxa de crescimento das economias emprestadoras (Furtado, 1980; Cardoso, 1980; e Cruz, 1999).

6. A teoria sob a perspectiva da economia brasileira

Muitos autores levantaram fortes evidências de que, durante os últimos cinqüenta anos, o desempenho da economia brasileira esteve associado aos limites oferecidos pelas contas externas. Nos momentos em que a economia defrontou-se com condições de relativa abundância de divisas pôde experimentar taxas de crescimento bastante robustas. Todavia, nos momentos em que a face perversa da restrição se impôs, por meio da contração na oferta de divisas, a taxa de crescimento foi substancialmente reduzida; e em alguns destes momentos ocorreram severas recessões.

A fim de comprovar a validade desta abordagem para o caso da economia brasileira, Jayme & Souza (2004) submetem a teoria dos três hiatos, proposta por Bacha (1990), à apreciação. Em linhas gerais, esta teoria está assentada na idéia de que a taxa de investimentos e, por extensão, do crescimento econômico pode ser limitada por três hiatos: (i) de divisas; (ii) de poupança; e (iii) fiscal. A função investimento poderia ser descrita da seguinte forma[20]:

$$I^* = \min [IS, IE, IT] \quad (7)$$

Admite-se que o investimento máximo de qualquer economia será limitado pela variável que apresentar menor oferta, isto é, atingir o limite antes que as outras o façam. Ao testar esta teoria ao caso da economia brasileira, os autores constataram que não é possível aceitar a proposição de que sua performance tenha sido limitada seja pela restrição fiscal ou mesmo pela restrição de poupança, a partir das evidências empíricas coletadas. De um lado, porque a associação entre investimento público e privado, condição fundamental para a validação do hiato fiscal, não se verifica[21]. E, por outro, porque a taxa de poupança dos anos oitenta, por exemplo, esteve sempre em níveis equivalentes aos verificados nos anos setenta, enquanto que a taxa de investimento diminuía de forma aguda, o que invalida a possibilidade da existência do hiato de poupança.

A rigor, seus resultados apontam para o fato de que o limite para o ritmo de crescimento doméstico foi dado pelo hiato de divisas. Suas estimativas indicam forte correlação entre o ritmo de crescimento e a disponibilidade de divisas enfrentadas pela economia. Além disso, constatam que a taxa de crescimento observada sofreu sérios desvios com relação à taxa garantidora de equilíbrio de longo prazo do BP, entre 1970 e 2000. E, mais importante, que estas flutuações guardaram estreita relação com as alterações na restrição dada pelas contas externas. Nos momentos em que as

[20] Onde I* é o nível de investimento máximo, IS é limite de investimento definido pela disponibilidade de poupança, IE o limite dado pela restrição de divisas e IT o limite definido pelo lado fiscal.

[21] No fundo, a suposição básica é de que o papel do investimento público é decisivo no comportamento dos investimentos privados. Porém, no intervalo analisado (1970-2000) a correlação não pôde ser constatada, de modo que a suposição não tem aplicabilidade. Fica a ressalva de que a correlação parece bastante forte, ao menos até o final dos anos setenta, e que a ruptura mais aguda no comportamento das variáveis se deu a partir do final dos anos oitenta. Entretanto, os métodos econométricos de co-integração não captam esta alteração.

exportações nacionais apresentaram recuperação (em preço ou quantidades) ou quando a economia encontrou condições favoráveis para financiar as contas externas através do mercado financeiro internacional, a taxa de crescimento superou a de equilíbrio. Nos momentos contrários, a taxa sofreu redução. Por outro lado, constataram também que, a partir da segunda metade da década de noventa, o relaxamento da restrição externa não coincidiu com a aceleração no ritmo de crescimento. Isto se constitui num primeiro indício de que, nestes anos, o limite ao crescimento econômico não tenha sido resultado do hiato de divisas.

Tabela 2 - Taxas de Crescimento Previstas e Realizadas

(em % a.a.)

Décadas	y[1]	y[2]	y[3]
1950	7,15	9,75	6,17
1960	6,12	4,25	3,57
1970	8,62	11,97	12
1980	3,12	2,91	2,38
1990	1,82	3,96	3,89
Média	*5,41*	*6,18*	*5,23*

Fonte: Ferreira (2001; p. 77)

[1] Taxa de crescimento realizada;

[2] Taxa de crescimento estimada com base na regra simples de Thirlwall & McCombie (1994);

[3] Taxa de crescimento estimada com base na regra simples financeira de Thirlwall & McCombie (1994).

Jayme (2003), Lima & Carvalho (2005) e Ferreira (2001) testaram a teoria de crescimento com restrição de divisas para o caso da economia brasileira entre 1950 e 1999, a partir dos modelos de Thirlwall & McCombie (1994). Todos eles constataram que a performance da economia se adequou bastante bem às previsões obtidas com base nos modelos econométricos disponíveis. Ferreira (2001) estimou os valores que se encontram na tabela (2). Com base neles, pode-se verificar que a taxa de crescimento obtida pela economia brasileira nos últimos cinqüenta anos esteve, na média, bastante próxima à taxa prevista pela regra financeira de Thirlwall & McCombie (1994). Na análise década a década, observa-se que a taxa de crescimento só esteve mais distante, em termos relativos, da taxa prevista por meio instrumental adotado durante as décadas de setenta e noventa.

Estas constatações constituem-se em reforços importantes para a tese de que a taxa de crescimento da economia brasileira tenha estado limitada pela restrição enfrentada nas contas externas, nestes anos. Isto, no entanto, não implica ter que admitir que em determinadas circunstâncias a taxa de crescimento não possa ter sido constrangida por outros limites diferentes destes, como a análise década a década indica e os resultados de Jayme & Souza (2004) antecipam. O que parece claro é que, no longo prazo, o ritmo de crescimento parece ter sido constrangido pela limitada oferta de divisas.

Por outro lado, outros estudos reforçam a tese de restrição externa ao crescimento da economia brasileira ao constatarem que o relaxamento da restrição externa produziu impactos positivos sobre o ritmo de crescimento doméstico. Ferreira (2001), Jayme (2003) e López & Cruz

(2000) sustentam a existência de forte correlação entre o ritmo de crescimento econômico e a dinâmica das exportações, cuja relação de causalidade se dá das exportações para o produto. Ou seja, suas análises indicam que a aceleração do crescimento responde a aumentos prévios no volume de recursos estrangeiros gerados pelas exportações, numa clara indicação que a elevação na oferta de divisas via exportações propicia condições adequadas para que o ritmo de crescimento doméstico seja acelerado[22]. No mesmo sentido, Holland & Vieira (2005) constataram a existência de uma correlação positiva entre o aumento no ingresso de recursos financeiros no país e alterações no ritmo de crescimento. Em outras palavras: suas estimativas indicam que quanto maior foi o ingresso líquido de fluxos financeiros externos maior foi o ritmo de crescimento da economia brasileira. Pelo exposto, pode-se admitir que os testes empíricos trazem elementos bastante conclusivos que sustentam a adoção da hipótese de restrição externa ao crescimento da economia brasileira como instrumento analítico adequado.

Por outro lado, convém destacar as possíveis deficiências destas conclusões. Esta ressalva decorre basicamente do fato de que os instrumentos de análise utilizados não são capazes de captar a influência de outras variáveis sobre o ritmo de crescimento econômico observado. As condições institucionais em que as inversões se dão são variáveis invisíveis a estes modelos, apesar de desempenharem papel muito importante na taxa de crescimento de qualquer economia, por exemplo. Assim, possíveis alterações nas condições externas ao modelo (como alteração das barreiras protecionistas, por exemplo) ficam escamoteadas nas relações obtidas por tais modelos. Tal problema surge porque seus métodos estatísticos depositam sua atenção na obtenção das relações de longo prazo, negligenciando variações de curto prazo, assim como aspectos claramente não quantificáveis[23].

No entanto, o que se tem em mente neste trabalho é que a incorporação destes elementos invisíveis ao modelo merece certa atenção para a compreensão da dinâmica econômica porque, por exemplo, enquanto as flutuações dos termos de troca não são variáveis decisivas para a performance de longo prazo da economia – já que apresentam uma tendência histórica definida –, é impossível deixar de observar os impactos que tais distorções produzem no curto prazo sobre a oferta total de divisas. As condições estruturais sob as quais se realizam as decisões de investimentos também não constam nestes modelos, apesar de serem condicionantes importantes para a taxa de crescimento observada.

---

[22] Esta é, na verdade, uma das condições a serem preenchidas para que a Lei de Crescimento de Thirlwall tenha aplicabilidade a uma dada economia.

[23] No fundo, estes métodos estatísticos de análise concentram sua atenção sobre as variáveis que afetam o BP, à semelhança do esquema proposto por Harrod (1933). As variáveis utilizadas nos modelos atuais são: renda doméstica, elasticidade-renda das importações e exportações, elasticidade das importações e exportações a variações termos de troca, e por fim o pagamento líquido de rendas ao exterior (variável incluída somente no cálculo da taxa de crescimento consistente com equilíbrio no BP pela regra financeira) (Thirlwall & McCombie, 1994).

O que se busca sustentar aqui é que a teoria se mostra como um bom esquema analítico para determinar o teto de crescimento da economia, como as análises acima indicam. Contudo, a dinâmica econômica que, em última instância, influencia de forma decisiva a taxa de investimento e, por extensão, a taxa de crescimento da economia tem determinantes que vão além da restrição externa. Portanto, o que se busca sustentar é que quando a dinâmica econômica contou com dada taxa de investimento além de determinado ponto-crítico[24], foi bastante razoável supor que a restrição externa desempenhou o papel de limitador ao crescimento. Assim, nestas condições a taxa de crescimento e a restrição externa deverão ser facilmente correlacionadas. Contudo, nos momentos em que a taxa de inversão reduziu-se para aquém deste ponto-crítico (cujas razões não importam por ora) é bastante provável que a restrição externa tenha deixado a condição de bom guia de explicação.

7. Considerações Finais

Na tentativa de entender a performance da economia brasileira nos últimos cinqüenta anos, deve-se partir de uma questão central: o que determina a dinâmica de crescimento econômico de uma economia periférica que opta pelo caminho da industrialização? A resposta a esta questão deve conduzir a investigação posterior. Daí o problema seguinte será verificar sua aderência à realidade observada.

Em face da resposta obtida pode-se afirmar que a hipótese inicial desta dissertação é a de que a teoria de restrição externa ao crescimento apresenta-se como um marco teórico adequado para a compreensão da dinâmica da economia brasileira ao longo do período[25]. Para validá-la, o problema-chave deste trabalho estará em estabelecer uma relação direta entre crescimento doméstico e a restrição externa. Ou seja, a tarefa que se coloca consistirá em relacionar a existência (ou não) de poupança externa com a aceleração (ou freio) na taxa de crescimento da economia brasileira.

Para ilustrar é interessante a utilização dos números propostos por Thirlwall & McCombie (1994). Se se admite que suas projeções são *proxys* adequadas para a taxa de crescimento consistente com o equilíbrio do BP para o período entre 1951-69 (conforme tabela 1), deve-se esperar que taxas de crescimento superiores a 4% deverão ter correspondência em poupança externa. Para corroborar esta hipótese basta apurar existência de correlação positiva entre as

[24] O ponto-crítico em questão é taxa de investimento que garante o equilíbrio no balanço de pagamentos.

[25] A hipótese a ser sustentada apóia-se em duas considerações básicas. De um lado, está embasada na premissa de que exista uma única taxa de crescimento que seja consistente com o equilíbrio no BP. Qualquer aceleração ou redução do crescimento em torno dela trará a absorção (ou remessa) de recursos reais do país em relação ao exterior. E, de outro lado, apóia-se na tese de Cardoso (1980) de que a dependência entre o centro e a periferia reproduz-se dinamicamente, a partir das mudanças tecnológicas que os novos produtos implicam.

variáveis. Assim, crescimento superior à taxa de equilíbrio terá como determinante recurso à poupança externa; e, em contrário, taxas menores deverão apresentar “despoupança” externa.

Em suma, o problema que se coloca daqui por diante é verificar a aderência (ou não) da teoria à experiência brasileira. Os números levantados acima constituem forte indício de que a relação tenha validade. Contudo, as ressalvas feitas à teoria colocam problemas que só poderão ser observados por meio de uma análise mais detalhada das relações estabelecidas entre a absorção de poupança externa e os impactos produzidos sobre a taxa de crescimento econômico. Este é o exercício do próximo capítulo.

Capítulo II

A Experiência Brasileira entre 1955 e 2004

1. Visão Geral

A segunda metade da década de cinqüenta representou um ponto de inflexão na trajetória de industrialização das economias periféricas. Até então, a trajetória de crescimento da economia brasileira, mais especificamente, tinha sido ao mesmo tempo difícil e exitosa. Difícil em função dos limites impostos pelas contas externas ao avanço e aceleração do processo. E exitosa em razão da constante e crescente diversificação da estrutura produtiva, mesmo diante de condições bastante adversas. Entretanto, tais limites eram sabidamente intransponíveis por meios próprios. O passo decisivo em direção a consolidação de uma economia crescentemente diversificada e autônoma implicava a ampliação da estrutura produtiva doméstica de forma acelerada: era preciso "construir o edifício a um só tempo". Era de conhecimento comum àquela altura que tal passo levaria não só à abrupta elevação na massa de investimentos, como também que tais acréscimos deveriam ocorrer com extrema concentração no tempo; um verdadeiro salto a frente na formação da estrutura produtiva nacional. Boa parte desta estrutura deveria ser constituída numa única empreitada. E, como conseqüência, aumentariam as pressões sobre as contas externas de forma igualmente abrupta e sem que as exportações pudessem oferecer o devido e correspondente aporte de divisas.

Durante as primeiras fases do processo de industrialização, a possibilidade do grande salto não esteve disponível ao país, justamente porque as contas externas não permitiam. A baixa elasticidade-renda das exportações limitava drasticamente o horizonte do crescimento econômico. Mas, a partir da segunda metade da década de cinqüenta, as mudanças assistidas na lógica de competição no núcleo do sistema capitalista e o conseqüente transbordamento do núcleo industrial central em direção aos países da periferia mais desenvolvidos criaram as condições para sua aceleração. Isto se deveu, em parte, à emergência de uma nova lógica de competição entre os grandes conglomerados industrial-financeiros. Segundo ela, a disputa por mercados deveria contar com o estabelecimento de unidades produtivas nas regiões em que o mercado doméstico se mostrasse atraente, mesmo que a estrutura produtiva local fosse limitada. Como conseqüência deste movimento, o processo de industrialização da periferia pôde contar, a partir de então, com a colaboração do capital estrangeiro na consecução de seu projeto de consolidação de um parque produtivo nacional crescentemente diversificado.

A conjugação entre o crescente desejo de acelerar o processo de industrialização – e os custos em divisas que esta opção acarretava – e as facilidades abertas pela expansão da estrutura

produtiva das economias desenvolvidas produzia uma oportunidade histórica singular para o desenvolvimento das economias periféricas, decretando um novo cenário ao antigo padrão de industrialização. Além disso, a ampliação do poder material do Estado, representado pela melhoria e elevação da estrutura fiscal, conferiu-lhe condições para que pudesse a partir deste momento capitanear o processo de crescimento[26].

No Brasil, a gestação de um ambicioso plano de desenvolvimento econômico na segunda metade da década de cinqüenta reconhecia, ao mesmo tempo, a necessidade de elevação no nível de inversão para a consolidação do processo de industrialização e a oportunidade histórica que o movimento do capital internacional proporcionava[27]. Era, na verdade, a grande oportunidade de financiamento externo às economias periféricas desde o início do processo de industrialização, na década de trinta[28]. Em vista desta conjugação de fatores, optou-se por adotar o ano de 1955 como ponto de partida para o estudo que se segue.

De imediato, as economias que abraçaram esta oportunidade experimentaram um vigoroso processo de crescimento econômico. Os dados da tabela (3) ilustram o desempenho da economia brasileira após 1955. É evidente que a escolha deste caminho não ficou livre de custos. A partir do momento em que o país acelerou sua taxa de crescimento por meio do recurso à poupança externa, submeteu-o também às condições impostas pelo crescente passivo externo contratado. A sucessão de ondas de liquidez e escassez de divisas seria daí em diante um elemento-chave de aceleração e limitação ao crescimento destas economias. A experiência brasileira, nos anos em questão, ilustra muito claramente as tendências deste mecanismo de alimentação e contenção do crescimento.

A partir do momento em que o Plano de Metas foi implementado – em 1957 – e o recurso à poupança externa foi sacramentado como mecanismo preferencial para acelerar o ritmo do crescimento, a economia brasileira apresentou o desempenho que pode ser traduzido pelos números da tabela (3). Na média, o crescimento entre 1956 e 2004 foi de 5% ao ano. Convém observar que a obtenção de tal cifra praticamente prescindiu do ingresso de poupança externa real (PER), cuja trajetória indica uma absorção levemente positiva, em proporção do PIB[29]. Na média,

[26] Como Tavares (1972) sustenta, o processo de industrialização numa economia periférica exigia a construção de boa parte do edifício produtivo a um só tempo. A descentralização dos capitais nacionais e o débil sistema financeiro local fizeram com que o Estado chamasse para si a responsabilidade de tocar os projetos mais intensivos em capital e escala. Tal passo só foi possível porque no correr dos anos anteriores a estrutura fiscal foi sendo consolidada de modo que, no abrir desta oportunidade singular, o Estado já dispunha de condições econômicas e fiscais para aproveitá-la.

[27] "[A] possibilidade de importar equipamentos e (...) lograr alta taxa de investimento estava vinculada às entradas líquidas de poupança do exterior, seja através de inversões diretas, seja via concessões de financiamento pelo resto do mundo" (Lessa, 1983, p. 57).

[28] Até então, as condições de financiamento externo tinham sido bastante escassas e de pequena monta. A partir de 1955, e com mais vigor após 1968, o relaxamento na restrição externa esteve associado a um amplo e facilitado acesso ao financiamento externo que relaxou de forma significativa a restrição externa.

[29] Para os esclarecimentos sobre os indicadores sobre o desempenho das contas externas, consultar o apêndice ao final deste capítulo.

neste longo período a taxa de crescimento realizada deveu seu desempenho quase que exclusivamente aos recursos gerados internamente, uma vez que a absorção de poupança externa alcançou 0,2% do PIB. Porém, dividindo-o ao meio, vê-se claramente o comportamento assimétrico da economia nestes dois períodos, tanto do ponto de vista de crescimento quanto do desempenho das contas externas. De forma mais clara, embora entre 1956 e 2004 o papel da PER na explicação do crescimento da economia seja praticamente dispensável, nos vinte e cinco anos iniciais este recurso forneceu contribuições ao aumento do gasto nacional de aproximadamente 1,3% do PIB. Já nos vinte e quatro anos seguintes a PER foi negativa em 1,1% do PIB. Resta observar que entre os dois períodos as taxas de crescimento foram bastante diferentes, como aponta a tabela (3).

Tabela 3 - Média das Principais Variáveis Econômicas entre 1956 e 2004

(em % do PIB)

Discriminação	1956-2004	1956-1980	1981-2004
Crescimento do PIB (em % a.a.)[1]	5,0	7,5	2,1
Crescimento da Renda per capita (em % a.a)[1]	2,5	4,5	0,8
Oferta Total de Divisas[2]	2,8	3,2	2,4
Divisas Utilizadas[2]	2,4	2,8	2,0
Poupança Externa Real[2]	0,2	1,3	(1,1)
Pagamento de Rendas ao Exterior[2]	2,2	1,4	3,1
FBKF[1]	19,3	18,3	20,4
FBKF a preços de 1980[1]	18,2	20,3	15,9

Fontes dos Dados:
[1] IBGE/SCN *apud* Ipeadata;
[2] Banco Central do Brasil;
Observações:
a) com exceção da média taxa de crescimento do PIB e da renda per capita, todas as demais foram obtidas pelo cálculo de médias simples;
b) Entre 1956-1961 e 2003-2004, o PIB foi apurado pela taxa de câmbio média do ano, com base na IBGE/SCN *apud* Ipeadata. Entre 1962 e 2002, foi apurado pelo critério da paridade do poder de compra (PPC), a partir do Relatório de Atividade Econômica do Banco Central do Brasil *apud* Ipeadata.

Por outro lado, o pagamento de rendas e dividendos ao capital estrangeiro exigiu remessas de recursos ao exterior da ordem de 2,2% do PIB, na média. Tal resultado parece indicar que, nos últimos cinqüenta anos, a taxa de crescimento de longo prazo consistente com o equilíbrio do BP da economia brasileira esteve ligeiramente acima dos 5% ao ano. Isto porque, como na média a PER foi praticamente nula, pode-se admitir que a taxa média de crescimento não tenha dependido decisivamente da contribuição de recursos externos para sua realização. Entretanto, o recurso ao capital estrangeiro e as remessas de rendas ao exterior que lhe são subjacentes comprimiram a taxa de crescimento média frente àquela que garantiria o equilíbrio intertemporal do balanço de pagamentos. Ou seja, uma vez absorvida poupança externa nas fases iniciais do período e obtidos os impactos positivos deste recurso, as pressões negativas – originadas do pagamento de rendas – deterioraram as taxas de crescimento de longo prazo para os períodos seguintes.

Saltam aos olhos as diferenças observadas através da comparação dos resultados em ambos os períodos. Eles sinalizam a existência de condições distintas tanto do ponto de vista do acesso ao financiamento externo, como de seu aproveitamento. Do ponto de vista do crescimento econômico, a fase de bonança – entre 1956 e 1979 – contou com duas fases de liquidez internacional favoráveis. A primeira teve início com o processo de transbordamento do núcleo industrial central, por volta de 1955, cuja distinção básica foi seu caráter produtivo: o ingresso destes capitais se fazia tendo em vista a mobilização de recursos financeiros para novos projetos industriais a serem construídos em âmbito doméstico. Tal característica decorria do perfil dos capitais contratados, em sua grande parte composto de investimentos diretos de multinacionais, ou recursos avalizados por instituições financeiras domésticas. Esgotado o impulso de expansão do núcleo industrial central para além das fronteiras de seus estados originais, por volta de 1958-59, as contas externas foram submetidas a um novo período de penúria que conduziu as taxas de crescimento domésticas à desaceleração. A superação desta fase de iliquidez se deu com a emergência dos euromercados, cujos recursos tinham como distinção-chave sua natureza eminentemente financeira. Este novo ciclo permitiu que a absorção de poupança externa fosse novamente positiva por mais alguns anos. Sua duração se estendeu de 1968 a 1979, aproximadamente. Nestes dois períodos de favorável liquidez externa, tanto a captação líquida de recursos estrangeiros como seu aproveitamento foram positivos. Por outras palavras, a economia contou com a absorção de recursos produtivos que possibilitaram a aceleração na taxa de crescimento econômico doméstico.

A partir de 1982, com o fechamento da opção do financiamento das contas externas precipitado pela moratória da dívida externa mexicana, deu-se início a um período de absoluta falta de liquidez em âmbito internacional, fase que se estendeu por aproximadamente dez anos. Ao longo de sua vigência, o país não contou com o ingresso de recursos estrangeiros produtivos e, pelo contrário, remeteu recursos reais ao exterior. Não à toa, a taxa de crescimento tenha sido substancialmente contraída. Em termos de captação total de recursos, esta tendência foi revertida em 1992 quando o ingresso de recursos externos se acelerou fortemente. Entretanto, a absorção de recursos reais só se reverteu em 1995, sem que isto tenha implicado uma mudança substancial na performance da economia. Por ora, não é possível saber a razão, mas cabe simplesmente apontar o fato. A característica a ser sublinhada, neste momento, é que neste longo meio século sucederam-se momentos de alto e baixo crescimento, assim como de alta e baixa liquidez internacional. Diante disto, a tarefa que se põe é tentar estabelecer uma relação entre a restrição externa – e a absorção de poupança externa – e o crescimento verificado.

2. Restrição e Poupança Externa.

Antes de analisar a relação estabelecida entre a absorção de recursos externos e seus impactos sobre a dinâmica do crescimento da economia brasileira, é preciso compreender as

diferentes formas sob as quais estes recursos podem ser classificados e alocados. Não basta concentrar a análise sobre o volume total de recursos captados. Antes é necessário compreender o emprego que lhe é dado, de forma a, só então, tentar avaliar os impactos que tais captações produzem sobre o nível de investimentos corrente.

Ocorre que o total das divisas absorvidas se destina, grosso modo, a três fins: (i) à composição das reservas cambiais internacionais; (ii) ao pagamento de rendas ao capital anteriormente contratado; e (iii) à absorção de recursos produtivos (bens e serviços) que podem potencializar o nível de inversões corrente. Dos empregos possíveis, somente o terceiro pode ter impacto efetivo na aceleração do crescimento. Contudo, os três destinos competem entre si. O aumento no pagamento de rendas ao exterior, por exemplo, resulta na queda da parcela de divisas destinada à ampliação do gasto doméstico e, portanto, não é convertida em poupança externa, pelo menos nos termos em que é definida neste trabalho. Diante disso, é preciso compreender como as divisas contratadas são aplicadas a cada momento de modo que se possa tentar estabelecer determinada relação entre as variáveis. Com este propósito, as tabelas (3), (5) e (6) e o gráfico (1) traduzem a evolução da oferta de divisas, seu emprego e composição.

Antes de prosseguir, convém esclarecer como ocorre a obtenção de poupança externa. Como primeira condição, é preciso que haja a possibilidade de que a absorção de recursos estrangeiros (financeiros e produtivos) seja positiva. Isto é, devem existir condições para que o potencial da absorção doméstica – o gasto doméstico – seja superior à capacidade de oferta local. De forma mais precisa, quando o montante de divisas disponíveis no BP é superior ao volume obtido por meio das relações comerciais ordinárias entre o país e a comunidade internacional, abre-se a possibilidade para que o país consuma recursos reais (bens ou serviços) além das suas condições correntes de produção, o que caracteriza a absorção poupança externa. É claro que não há a obrigação de que tal potencial de absorção seja utilizado na aquisição de bens ou serviços estrangeiros, seja parcial ou totalmente. Em suma, a poupança externa é uma variável de resultado cuja efetivação depende da oferta de divisas – ou restrição externa – observada a cada momento.

Desta maneira, a absorção de poupança externa depende de outra variável-chave para sua realização: a oferta de divisas. A contratação de divisas estrangeiras se processa quando decisões de aplicação de recursos financeiros proporcionam o acúmulo de poder de compra internacional (divisas) que pode ser convertido em importações de recursos produtivos – bens ou serviços. Em geral, tal captação se faz por meio da contratação de linhas de crédito internacional ou pela entrada de investimentos estrangeiros que geram o aporte de divisas internacionais e que, a principio, não precisam ter emprego definido. Pois não há necessidade de que o agente que proporciona o aporte de recursos seja seu usuário posterior. Assim, cumpre-se a primeira etapa do processo: a contratação de divisas que permitem que a absorção doméstica possa ser superior ao produto

nacional. O estoque de divisas acumulado define a restrição externa total enfrentada pelo país a cada ano e, por extensão, os limites virtuais para a absorção de poupança externa.

Como não existe razão para que qualquer fração do total de divisas disponíveis tenha necessariamente que ser utilizada para a aquisição de recursos estrangeiros, reais ou financeiros, a análise das divisas disponíveis obriga a dividi-las em duas categorias. De um lado, tem-se a (i) Oferta Total de Divisas (OTD) que traduz os limites dentro dos quais a absorção de poupança externa será sancionada pela comunidade internacional naquele período. Isto é, tal índice aponta os limites para além dos quais a absorção doméstica não poderia superar a produção local, pois além de tal cifra não haveria divisas suficientes para realizar as importações requeridas. Por outras palavras, a OTD indica o teto para excesso de gasto doméstico – sobre a produção local – que será sancionado pela comunidade internacional. A rigor, a OTD representa o fluxo de recursos que a comunidade econômica internacional disponibiliza ao país a cada ano. Além desse fluxo, o estoque de poder de compra internacional acumulado previamente (as reservas internacionais) também pode sancionar o excesso de dispêndio local. A conjugação destas duas grandezas: o fluxo e o estoque de divisas, define o limite real para absorção de poupança externa.

Como dito, não há razão para que este poder de compra seja necessária e completamente sancionado. Desta maneira surge a necessidade de um segundo índice: as (ii) Divisas Utilizadas que traduz o volume de recursos, de fato, utilizados para a aquisição de bens e/ou serviços estrangeiros. Tal indicador aponta o montante de divisas realmente demandado para a manutenção do ritmo de crescimento corrente da economia. Em determinadas circunstâncias seu valor pode superar a OTD, indicando a queima de reservas para o fechamento das contas externas. Por outras palavras, o limite final para DU é dado pela conjugação de duas grandezas: o fluxo de recursos (representado pela OTD) e o estoque de poder de compra internacional (as reservas). Uma vez esclarecido o processo de obtenção das divisas é preciso compreender como se dá a absorção de poupança externa.

Admitindo *a priori* que o potencial de expansão da demanda doméstica seja superior às condições oferecidas pelas contas externas, de maneira que o crescimento potencial[30] não possa ser realizado por conta da escassez de divisas, o processo de contratação destas fará com que a restrição ao crescimento seja afrouxada, ao menos num primeiro momento[31]. Como conseqüência deste relaxamento, novas decisões de gasto terão espaço para se efetivarem e na medida em que

[30] Para maiores informações sobre o conceito de produto potencial consultar o Apêndice ao final deste Capítulo.

[31] Esta suposição está assentada na premissa de Thirlwall & McCombie (1994) e Thirlwall (2003) de que a taxa de crescimento nas economias periféricas é limitada pelas dificuldades enfrentadas nas contas externas. Como a oferta dos fatores de produção fundamentais está distante do ponto de escassez, o relaxamento da restrição externa conduziria, inevitavelmente, a economia à obtenção de maiores taxas de crescimento, sem grandes transtornos.

forem sendo realizadas produzirão correspondente expansão da renda doméstica, proporcionando novas oportunidades de investimentos. Da conjugação destas forças resultará a elevação da renda doméstica que impulsionará o aumento das importações, dando uso produtivo às divisas previamente contratadas. Ou seja, as decisões de contratação de passivo externo proporcionam, num primeiro momento, o acúmulo das divisas em nível macroeconômico. De posse deste poder de compra torna-se possível a realização de gastos necessários para atender a expansão da demanda, puxada pelos novos investimentos e seus efeitos sobre a renda doméstica. Mas é a expansão na oferta de divisas que possibilita a realização *ex post* das importações necessárias para a manutenção do novo nível de gasto. E é por meio da realização das importações que é dado destino produtivo às divisas previamente contratadas, isto é, ocorre a absorção de poupança externa real. Em suma, a ampliação da demanda doméstica conduz à absorção de poupança externa, mas sua sanção depende do poder de compra internacional acumulado previamente.

Por outras palavras, o processo de absorção de poupança externa se desdobra (em teoria) em duas etapas distintas e não necessariamente vinculadas. Em princípio, a absorção de recursos estrangeiros nasce de um conjunto de decisões anárquicas que, ao se realizarem, proporcionam o acúmulo de divisas de caráter financeiro e que definem os limites virtuais para absorção de recursos reais – a oferta total de divisas. Nesta etapa, o processo de contratação de passivo ainda não implica a absorção de bens ou serviços estrangeiros[32]. Mas em decorrência do aumento na oferta de divisas, a expansão do gasto doméstico ampliará a demanda por recursos reais estrangeiros que conduzirão a economia à utilização das divisas previamente contratadas e acumuladas.

Um outro aspecto a ser considerado é o fim que se dá aos recursos contabilizados sob a rubrica divisas utilizadas. Basicamente, elas podem ser canalizadas tanto para a aquisição de bens ou serviços estrangeiros como para o pagamento de rendas ao exterior. No primeiro caso, o gasto das divisas visa à satisfação de duas necessidades econômicas básicas: (i) consumo e (ii) investimentos. No caso em que a taxa de inversão amplia sua participação na divisão funcional da renda, a trajetória dos gastos em divisas flutua basicamente ao sabor das alterações na dinâmica dos investimentos. Já no caso em que tais divisas se destinem à alimentação do consumo, haveria também absorção de poupança externa, tal como ocorreria caso houvesse aumento nos investimentos. Pois, a rigor, a absorção de poupança externa é definida com aquisição de bens e serviços no exterior num volume superior ao volume de divisas geradas pelas exportações. Desta forma, não interessa distinguir qual o fato gerador desse excesso de dispêndio doméstico. A diferença que importa destacar se vincula aos efeitos sobre o ritmo de crescimento que cada um dos

[32] É preciso destacar o fato de que este raciocínio não vale para os recursos contratados sob a forma de *suppliers credits*. Neste caso, tais recursos se vinculam necessariamente à aquisição de bens ou serviços estrangeiros, de modo que o poder de compra internacional acumulado irá inevitavelmente gerar absorção de recursos produtivos estrangeiros.

fatos geradores proporciona. Ou seja, a absorção de poupança externa para consumo terá pouco (ou nenhum) impacto sobre o ritmo de crescimento, enquanto que àquela vinculada ao investimento deverá acelerá-lo.

Antes de prosseguir, é preciso esclarecer que o processo de captação de recursos externos que engendra o acúmulo de divisas decorre especialmente de decisões predominantemente domésticas, sejam elas de endividamento ou de inversão, que respondem a sinais produzidos pelos movimentos do sistema econômico doméstico e internacional. Desta forma, ambientes econômicos francamente expansivos, nos quais as expectativas de rentabilidade são promissoras, favorecem o processo de acúmulo de poder de compra internacional, produzindo o afrouxamento da restrição externa, desde que as condições externas propiciem as condições de endividamento. Diante disso, parece correto supor que a PER e a OTD tenham boa parte de sua dinâmica vinculada ao ritmo de inversão da economia, já que a expansão no ritmo de inversão e seus efeitos sobre a economia proporcionam o incentivo necessário para ampliar a contratação de recursos estrangeiros. Porém, não é seguro estabelecer a perfeita vinculação entre os dois movimentos expansivos. A experiência brasileira mostra que esta suposição mostrou-se verdadeira, mas ressalvas surgem quando se observa os últimos cinqüenta anos. Podem ocorrer casos em que absorção de poupança externa não produza (nem responda a) correspondente expansão no ritmo de crescimento econômico. Isto pode se dar nos casos em que os estímulos à contratação de recursos externos e ao investimento não respondam aos mesmos sinais, de maneira que as variáveis podem apresentar trajetória divergente. No que toca ao pagamento de rendas ao exterior, a demanda por divisas não tem nenhum impacto sobre o ritmo de acumulação corrente, de modo que as divisas gastas para o pagamento destas despesas não podem ser classificadas como poupança externa. Contudo, como suas exigências em divisas podem colocar sérias dificuldades ao manejo das contas externas, especialmente nos momentos de refluxo das condições de liquidez internacional, sua análise não pode ser negligenciada. Na verdade, é preciso frisar que apesar de não constituírem fonte de absorção de poupança externa, o pagamento de rendas amplifica a restrição na medida em que compete com o lado real da economia pelas divisas disponíveis[33].

Analisando todo o processo de forma mais clara, é de se esperar que na fase ascendente do ciclo econômico, o otimismo dos capitalistas gere decisões microeconômicas de inversão que engendrem o aporte de divisas e, ao mesmo tempo, estimulem a realização de importações que serão sancionadas pelas divisas acumuladas. Isto é, as decisões de inversão produzem tanto a absorção de PER como as condições para sua realização[34]. Porém, na fase descendente, quando o otimismo declina, deverão contrair tanto a captação voluntária de recursos externos, o que tornará

[33] Cf. Cruz (1999).

[34] Desde que parte dos recursos financeiros mobilizados para a realização doméstica dos investimentos tenha lastro na contratação de passivo externo, sejam investimentos estrangeiros ou nacionais.

mais rígida a restrição externa e diminuirá a OTD, como também a PER, em decorrência da queda das inversões e seus efeitos sobre as importações. Por outro lado, as pressões para o pagamento de rendas aos capitais contratados na fase ascendente do ciclo econômico continuarão a cobrar seus honorários, de maneira que manterão sua demanda por divisas. Desta forma, embora a PER se reduza com a queda no ritmo de inversão, o dispêndio de divisas não responderá no mesmo sentido e intensidade em razão das pressões exercidas pelo pagamento de rendas sobre o BP. Em conseqüência, ampliar-se-á a proporção dos recursos utilizados para o pagamento de rendas a este capital[35]. A necessidade de obter recursos estrangeiros obriga a manutenção da captação externa. Mas como na fase descendente do ciclo econômico as decisões voluntárias de captação de recursos externos não são capazes de manter a oferta de divisas requerida, pois estão constrangidas pela falta dos sinais favoráveis que as estimulem, torna-se necessário a intervenção de uma entidade que possa fazê-lo. Em geral, cabe ao setor público manejar o BP nas fases de retração das inversões e aumento relativo das demandas por divisas para o pagamento de rendas ao exterior.

Em suma, nas fases ascendentes do ciclo econômico o ambiente econômico promissor estimula não só a captação voluntária de recursos externos, ampliando desta forma as fronteiras para a expansão da demanda, como também proporciona aumentos na renda doméstica que permitem transformar parte destas divisas em poupança externa. Já nas fases descendentes, a inversão dos sinais econômicos altera por completo estas tendências. Em conseqüência, reduzem simultaneamente as captações externas voluntárias como também os investimentos e, com ele, o ritmo de crescimento da demanda doméstica, o que conduz à queda na absorção de poupança externa. Por outro lado, o pagamento de rendas ao exterior continuará a exigir divisas, de maneira que é preciso manter a oferta de divisas total, ao menos em parte. Mas como a captação voluntária não se mostra capaz de suprir as necessidades geradas sobre as contas externas, torna-se preciso a intervenção compensatória comandada por um agente regulador (o setor público) para que o BP possa ser fechado. No caso limite em que as captações contra-cíclicas não sejam suficientes para prover o montante de divisas necessário para os pagamentos de renda ao exterior, é preciso induzir a economia a processos recessivos de modo que a retração na demanda propicie a liberação de recursos necessários para que o pagamento de rendas possa se dar. As reservas internacionais acumuladas ao longo da fase ascendente do ciclo econômico podem prover financiamento momentâneo às contas externas. Concluídos estes esclarecimentos, segue-se a análise dos dados sobre a dinâmica da economia brasileira.

[35] Ao analisar o processo de endividamento do Brasil ao longo das décadas de sessenta e setenta, Furtado observou a seguinte característica: “Posto que o serviço da dívida externa compete com os investimentos na absorção de poupança [externa], se esse serviço cresce mais do que o Produto a taxa de investimento deverá declinar. Essa situação se vem evitando mediante o refinanciamento permanente da dívida. Ora, esse refinanciamento engendra uma carga financeira que hipoteca o futuro” (Furtado, 1981; p. 55).

Tabela 4 - Balanço de pagamentos (média para o período entre parênteses)

(em % do PIB)[1]

Discriminação	56-60	61-65	66-70	71-75	76-80	81-85	86-90	91-95	96-00	2001-04	56-04
1.Transações Correntes	(1,9)	(0,6)	(1,1)	(4,8)	(5,1)	(3,0)	(0,3)	(0,5)	(4,3)	(0,7)	(2,3)
1.1 Balança comercial (FOB)	1,4	1,0	0,8	(2,0)	(1,1)	2,5	3,4	1,9	(0,6)	3,4	1,0
a) Exportação de bens	11,0	6,6	6,0	7,6	8,8	9,3	7,7	7,4	8,0	13,0	8,2
b) Importação de bens	(9,6)	(5,6)	(5,2)	(9,6)	(9,9)	(6,8)	(4,3)	(5,5)	(8,7)	(9,7)	(7,2)
1.2 Serviços e Rendas	(3,2)	(1,8)	(2,0)	(2,9)	(4,1)	(5,5)	(3,8)	(2,8)	(3,9)	(4,5)	(3,4)
a) Serviços	(2,1)	(0,9)	(1,0)	(1,4)	(1,3)	(1,0)	(0,7)	(0,9)	(1,4)	(1,0)	(1,1)
b) Rendas	(1,1)	(0,9)	(1,0)	(1,5)	(2,8)	(4,6)	(3,1)	(1,8)	(2,6)	(3,5)	(2,2)
1.3 Transferências unilaterais correntes	(0,1)	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0	0,1	0,4	0,3	0,5	0,2
2. Conta Capital e Financeira	2,3	1,2	1,5	5,9	5,7	3,3	0,4	2,1	3,9	1,5	2,8
3. Erros e Omissões	(0,4)	(0,4)	(0,0)	0,1	(0,1)	(0,1)	(0,1)	0,0	(0,2)	(0,2)	(0,1)
4. Resultado do Balanço	0,0	0,2	0,4	1,2	0,4	0,2	(0,0)	1,6	(0,5)	0,7	0,4
5. Oferta Total de Divisas	1,8	1,0	1,7	6,1	5,6	3,2	0,3	2,5	4,0	1,8	2,8
6. Divisas Utilizadas	1,8	0,8	1,3	4,8	5,2	3,0	0,4	0,9	4,6	1,1	2,4
7. Poupança Externa Real	0,7	(0,1)	0,2	3,3	2,4	(1,5)	(2,7)	(0,9)	2,0	(2,4)	0,2

Fonte dos Dados: Banco Central do Brasil. Elaboração Própria.

[1] Entre 1956-1961 e 2003-2004, o PIB em US$ foi apurado com base na taxa de câmbio média do ano, com base no IBGE/SCN *apud* Ipeadata. Entre 1962 e 2002, foi apurado taxa de câmbio calculada pelo critério da paridade do poder de compra (PPC), a partir do Relatório de Atividade Econômica do Banco Central do Brasil *apud* Ipeadata.

Tabela 5 - Balanço de pagamentos (média para o período entre parênteses)

(em %)

Discriminação	56-60	61-65	66-70	71-75	76-80	*56-80*	81-85	86-90	91-95	96-00	01-04	*81-04*	56-04
1. Oferta Total de Divisas[1]	1,8	1,0	1,7	6,1	5,6	*3,2*	3,2	0,3	2,5	4,0	1,8	*2,4*	2,8
2. Divisas Utilizadas[1]	1,8	0,8	1,3	4,8	5,2	*2,8*	3,0	0,4	0,9	4,6	1,1	*2,0*	2,4
3. Poupança Externa Real[1]	0,7	(0,1)	0,2	3,3	2,4	*1,3*	(1,5)	(2,7)	(0,9)	2,0	(2,4)	*(1,1)*	0,2
4. Pagamento de Rendas[1]	1,1	0,9	1,0	1,5	2,8	*1,4*	2,8	4,6	3,1	1,8	2,6	*3,1*	2,2
5. Proporção das Divisas Utilizadas (2) / (1) (em%)	99	77	77	80	92	86	95	113	36	113	63	85	86
5.1 Poupança Externa Real - (3) / (1)	38	(12)	15	55	42	42	(48)	(839)	(36)	49	(130)	(44)	6
5.2 Pagamento de Rendas - (4) / (1)	61	88	62	25	50	43	88	1.425	121	45	143	129	78
6. Composição das Divisas Utililizadas (em %)													
6.1 Gastos em recursos reais (5.1) / (5)	38	(15)	19	69	46	48	(51)	(744)	(100)	43	(206)	(52)	7
6.2 Gastos com pagto de Rendas (5.1) / (5)	62	115	81	31	54	51	93	1.263	333	40	226	152	91

Fonte dos Dados: Banco Central do Brasil. Elaboração Própria.

[1] Em % do Produto Interno Bruto. Entre 1956-1961 e 2003-2004, o PIB foi apurado pela taxa de câmbio média do ano, com base no SCN/IBGE apud Ipeadata. Entre 1962 e 2002, foi apurado pelo critério da paridade do poder de compra (PPC), a partir do Relatório de Atividade Econômica do Banco Central do Brasil apud Ipeadata.

Tabela 6 - Balanço de pagamentos (média para o período entre parênteses)

(em %)

Discriminação	P. Metas (57/61)	Crise (62/67)	Milagre (68/73)	II PND (74/79)	*Média (1956-80)*	Oitenta (80/94)	Noventa (95/01)	*Média (1981-04)*	Média 1956-2004
1. Oferta Total de Divisas[1]	2,0	0,5	4,1	6,1	*3,2*	1,9	4,4	*2,4*	2,8
2. Divisas Utilizadas[1]	2,1	0,7	2,2	5,9	*2,8*	1,6	4,4	*2,0*	2,4
3. Poupança Externa Real[1]	1,1	(0,3)	1,1	3,5	*1,3*	(1,6)	1,8	*(1,1)*	0,2
4. Pagamento de Rendas[1]	0,9	0,9	1,2	2,4	*1,4*	3,3	2,6	*3,1*	2,2
5. Proporção das Divisas Utilizadas (2) / (1) (em%)	102	124	55	96	86	83	100	85	86
5.1 Poupança Externa Real - (3) / (1)	56	(49)	26	57	42	(86)	41	(44)	6
5.2 Pagamento de Rendas - (4) / (1)	46	173	29	38	43	171	59	129	78
6. Composição das Divisas Utililizadas (em %)									
6.1 Gastos em recursos reais (5.1) / (5)	55	(39)	47	60	48	(103)	41	(52)	7
6.2 Gastos com pagto de Rendas (5.1) / (5)	45	139	53	40	51	206	59	152	91

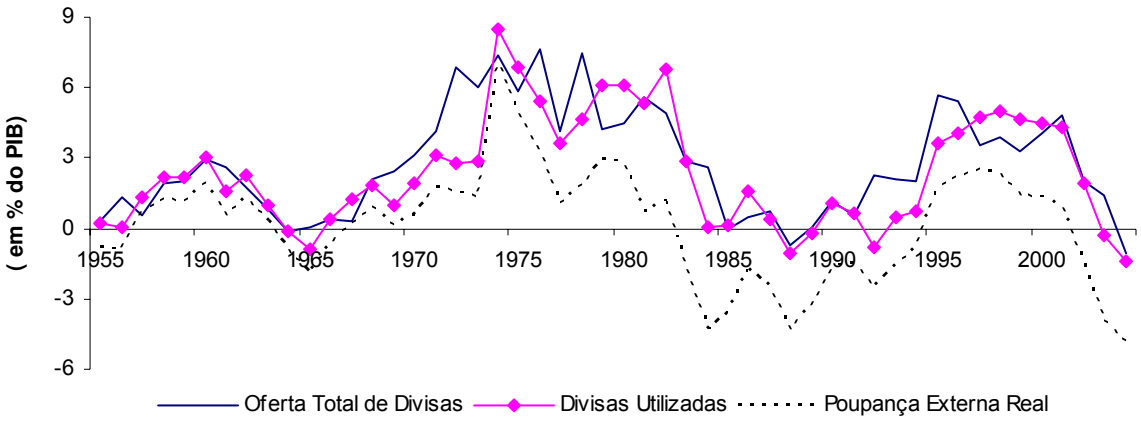
Fonte dos Dados: Banco Central do Brasil. Elaboração Própria.

[1] Em % do Produto Interno Bruto. Entre 1956-1961 e 2003-2004, o PIB foi apurado pela taxa de câmbio média do ano, com base no SCN/IBGE *apud* Ipeadata. Entre 1962 e 2002, foi apurado pelo critério da paridade do poder de compra (PPC), a partir do Relatório de Atividade Econômica do Banco Central do Brasil *apud* Ipeadata.

À primeira vista, nota-se que entre 1956 e 2004 a economia brasileira utilizou efetivamente cerca de 86% dos recursos captados externamente, na média. Embora a captação total de divisas tenha alcançado a cifra de aproximadamente 2,8% do PIB, ao longo deste meio século, o montante utilizado foi de cerca de 2,4% do PIB. Por outro lado, a absorção de recursos reais – poupança externa real – foi positiva na ordem de 0,2% do PIB. Isto é, a aquisição de bens e serviços estrangeiros consumiu cerca de 7% do total de divisas disponíveis neste intervalo. Tais resultados preliminares indicam que o desempenho da economia brasileira poderia prescindir dos recursos reais absorvidos ao longo destes anos para alcançar os mesmos resultados.

Entretanto, esta análise primária e conjunta deste longo período escamoteia uma série de considerações importantes. Em primeiro lugar, deve-se ter em mente que nas fases iniciais deste período, o baixo grau de diversificação da estrutura produtiva doméstica exigia a importação de uma série de insumos fundamentais para que o crescimento se fizesse de forma acelerada e que as exportações não poderiam sustentar este ritmo de expansão, como visto. Além disso, nestes primeiros anos, o recurso à poupança externa proporcionou a entrada de recursos qualitativamente importantes que foram fundamentais para a realização do salto a frente na formação da estrutura doméstica, ainda durante a década de cinqüenta. A chegada das multinacionais, ainda que mais tarde viessem a pressionar o BP por conta das remessas de dividendos, àquela altura foi fundamental e só pode ocorrer pela criação de canais adequados à atração deste tipo particular de poupança externa. Porém, em direção oposta, o crescente recurso ao capital estrangeiro ampliou o estoque de passivo externo sob valorização e, por extensão, elevou as pressões exercidas pela conta pagamento de rendas ao exterior sobre o BP.

Gráfico 1 - Evolução da Poupança Externa



Fonte dos Dados: Banco Central do Brasil e IBGE/SCN *apud* Ipeadata.

Como se vê na tabela (5), o pagamento de rendas ao exterior consumiu muito mais recursos que o montante canalizado à aquisição de bens e serviços reais ao longo destes anos, na média.

Pode-se observar que a contratação de recursos externos ao longo destes anos pode até ter aberto espaço para que a taxa de crescimento pudesse se acelerar em certos períodos (hipótese sob investigação), mas ao fazê-lo constituiu um estoque de passivo externo sempre crescente, cujos pagamentos impuseram demandas em divisas que constrangeram a realização do crescimento econômico em períodos posteriores.

A tabela (5) traduz bastante bem como se comportou a janela de liquidez aberta pela comunidade internacional à economia brasileira. É interessante observar que a captação total de divisas sofreu poucas alterações durante quase todo o período; vê-se que a Oferta Total de Divisas (OTD) jamais foi negativa, exceto em quatro ocasiões, conforme aponta o gráfico (1)[36]. Na fase em que a expansão da economia brasileira foi mais robusta, entre 1956 e 1980, a oferta total de divisas estrangeiras alcançou a cifra de 3,2% do PIB; ao passo que na fase recessiva, a restrição externa total sofreu pequeno aperto, caindo para 2,4% do PIB. Tais resultados indicam que ao longo deste último meio século a oferta total de divisas se apresentou muito superior às exigências em poupança externa impostas pelo lado real da economia brasileira. Diante disso, pode-se concluir que o processo de endividamento externo excedeu as necessidades advindas do processo de ampliação das inversões.

Explorando melhor o problema, verifica-se que o indicador de utilização das divisas contratadas – a relação entre (DU)/(OTD) – gravitou, na média, em torno dos 86%, e mesmo que o período em análise seja dividido ao meio o resultado médio pode ser tomado como bom indicador do comportamento desta relação. Tal característica indica certa regularidade no grau de utilização dos recursos contratados. Na média, somente 14% dos recursos contratados foram destinados à composição das reservas internacionais, enquanto o restante foi canalizado ao custeio do excedente na absorção doméstica, fosse de origem financeira ou real. O contraste mais flagrante ante a esta tendência foi observado durante o Milagre (1968-73). Nestes anos, somente 54% do volume total das divisas contratadas foi utilizado para o fechamento das contas externas, conforme indica a tabela (6). No auge deste ciclo, entre 1971 e 1973, a utilização foi de meros 50%. Interessa observar que a absorção de poupança externa real consumiu recursos que somaram cerca de 1,1% do PIB, nível equivalente ao assistido durante o Plano de Metas.

Disto decorre que nestes anos a contratação de divisas foi elevada a patamares muito superiores às necessidades reais da economia, de maneira que seu aproveitamento foi reduzido, apesar da demanda por recursos reais ter voltado a patamares equivalentes aos verificados durante os anos de acelerado crescimento do Plano de Metas. Isto é, o crescimento na oferta total de divisas

[36] A rigor, nos últimos cinqüenta anos, a captação total de recursos do exterior só foi negativa em quatro deles: (i) em 1964, quando foi de -0,12% do PIB; (ii) em 1985, quando foi de -0,02% do PIB; (iii) em 1988, quando foi de -0,76% do PIB; e (iv), em 2004, quando foi de -1% do PIB.

não encontrou crescimento correspondente na sua utilização[37]. Por outro lado, nas fases mais difíceis, como a segunda metade da década de oitenta, tal índice atingiu 125%, indicando a queima de parte das reservas internacionais para fazer frente às necessidades determinadas pelo pagamento de rendas ao passivo externo.

Para entender melhor a questão, vale deter maior atenção sobre a característica já referida anteriormente sobre a forma em que se articulavam duas dimensões da absorção de poupança externa: a contratação das divisas e sua posterior utilização. Durante o Plano de Metas (1956-61), por exemplo, as principais formas de captação de recursos externos (entrada de IDE, empréstimos intra-empresas transnacionais e empréstimos avalizados pelo BNDE, principalmente) conferiam alto índice de utilização aos recursos contratados, de acordo com a tabela (6). Pois estava subjacente ao aporte de divisas a ampliação dos investimentos e seus conseqüentes efeitos sobre as importações e a absorção de PER. A estrutura financeira existente e as formas de endividamento praticadas canalizavam parte importante dos recursos contratados à esfera produtiva da economia nacional. Pois "[d]esde o imediato pós-guerra até 1968, os influxos de capital compunham-se de financiamento de importações, investimentos diretos e capitais compensatórios"[38], ou seja, guardavam estreita relação com a expansão da inversão e as necessidades de importação dela decorrentes. Desta forma, o aumento na oferta de divisas trazia implícito em si um grau de utilização muito maior que o que se veria nos anos seguintes.

Sochaczewski (1991) alerta para o papel crucial desempenhado pela política cambial para a obtenção destes resultados[39]. A prática de taxas de câmbio múltiplas e os instrumentos de favorecimento à entrada de capitais estrangeiros de risco – sobretudo, por meio da instrução 113 da SUMOC[40] – alimentavam com divisas as contas externas, ao mesmo tempo em que orientavam seu uso em direção à aplicação produtiva, o que engendrava a ampliação das importações e da PER na esteira destas inversões. Dada esta estreita relação entre inversão doméstica e captação externa,

[37] Importa observar que boa parte desta trajetória se deveu à onda de liquidez corrente. Pois ao mesmo tempo em que ela produzia grande aporte de divisas no BP, alargando sua oferta total, engendrava também a competição dos ofertantes de crédito nos euromercados que derrubava as taxas de juros praticadas. A queda da taxa de remuneração incidente sobre boa parte do estoque de passivo externo diminuía sensivelmente as pressões exercidas pela conta pagamento de rendas ao exterior na demanda por divisas, apesar do aumento do estoque do passivo externo. Desta forma, o ciclo de liquidez reforçava duplamente a queda no coeficiente de aproveitamento das divisas: de um lado, pelo aumento da oferta; e, de outro, reduzindo as pressões de demanda.

[38] Pereira (1974; p. 183).

[39] "[A] política cambial foi o instrumento mais importante à disposição do setor público neste período" (Sochaczewski, 1991; p. 112).

[40] "O saldo de divisas (...) diminuiu progressivamente [entre 1952 e 1955]. A única solução viável seria uma entrada líquida de capital autônomo, de modo a compensar o declínio das exportações. Esse influxo garantiria, por um lado, um desafogo no balanço de pagamentos, de modo a não interromper a importação de bens essenciais e, por outro, manteria a taxa de investimento requerida pela continuação do processo de substituição de importações (...) A instrução 113 [da SUMOC] foi o instrumento desta alteração" (Sochaczewski, 1991; pp. 88 -90. Adições minhas).

os movimentos observados na OTD, DU e PER eram fortemente correlacionados – conforme aponta o gráfico (1). A desaceleração do início dos anos sessenta reforça esta assertiva. O declínio das inversões, a partir de meados de 1962-3, diminuiu tanto a contratação de divisas estrangeiras como também a absorção de poupança externa, processo que só foi revertido com a retomada das inversões pós-1968.

O crescente esgarçamento desta "virtuosa" articulação teve início em 1967, quando o estabelecimento da Resolução nº 63[41] permitiu a desvinculação entre a absorção externa de recursos e seu uso posterior. Por meio dela, os recursos externos podiam ser contratados por instituições financeiras domésticas sem que tivesse nenhum destino a elas definido *a priori*, ou mesmo *a posteriori*. A interposição de entidades financeiras locais entre o "emprestador" estrangeiro original e o "captador" doméstico final dos recursos ampliava de forma significativa a oferta total de divisas. Entretanto, a enxurrada de divisas estrangeiras assistida não encontraria na demanda doméstica condições para sua "adequada" conversão em PER[42]. Não por acaso, na fase expansiva posterior (1968-73), o perfil altamente financeiro do endividamento diminuiu a utilização dos recursos contratados, de forma que a ociosidade dos recursos externos ampliou-se sistematicamente até meados da década de setenta, conforme se vê no gráfico (1).

Tal trajetória respondeu a um processo de reformulação na articulação entre a taxa de investimentos, a mobilização de recursos pelo sistema financeiro doméstico e a disponibilidade em divisas. De forma mais clara, a retomada do crescimento econômico a partir de 1968 criou pressões sobre o mercado financeiro doméstico, especialmente para que a oferta de crédito crescesse em compasso com o incremento das decisões de inversão. Entretanto, o sistema financeiro doméstico encontrava dificuldades para a mobilização de poupança financeira para que pudesse abastecer a contento as demandas exercidas sobre ele. As reformas postas em ação entre 1964-5 não foram capazes de levar o sistema financeiro a ofertar crédito de médio e longo prazo. Ao mesmo tempo em que os formuladores de política econômica buscavam retomar a trajetória de crescimento acelerado interrompida no início dos anos sessenta.

---

[41] Ainda que as captações via Lei nº 4.131 abrangessem a maior parte das entradas de recursos estrangeiros (Cruz, 1999), a data e a resolução escolhidas servem como ponto de referência para determinar o início de uma nova forma de articulação entre o sistema financeiro local e o internacional, seguida pela retomada do crescimento doméstico, e que seria decisiva para o processo de endividamento e crescimento da economia brasileira nos anos seguintes. De outro ponto de vista, pode-se analisar que a "[s]istemática da Resolução 63 ... representa a extensão às empresas nacionais da oportunidade de mobilização de recursos externos" (Pereira, 1974; p. 24).

[42] "Como resultado dessas transformações [no marco regulatório dos fluxos financeiros no final dos anos sessenta], os setores público e privado passaram a satisfazer parte de suas necessidades de crédito em cruzeiros através de operações que envolviam o ingresso de divisas internacionais. Desde então, os movimentos de expansão ou retração na demanda por crédito em cruzeiros trouxeram, implícitos em si, movimentos de ampliação ou retração na demanda por crédito em moeda estrangeira" (Cruz, 1999: p. 128. Adição minha).

Em simultâneo, as mudanças na economia internacional haviam produzido um centro global de oferta de fundos emprestáveis pronto para abastecer as demandas de crédito do mercado internacional. Ocorre que no momento em que a nova onda de crescimento doméstico emergiu, conjugada à onda de liquidez internacional, foi possível contornar esta deficiência do sistema financeiro doméstico por meio da criação de canais adequados para que a pressão por crédito exercida sobre o setor bancário doméstico fosse abastecida pelos fundos emprestáveis disponíveis no exterior. Bastava, para isso, que fossem criados expedientes para que tais fundos fossem canalizados aos bancos nacionais. A armação desta engenharia fazia com que a demanda por crédito doméstico trouxesse implícita em si o afrouxamento da restrição externa, pois era mediante empréstimos em moeda no exterior que os bancos alimentavam tais demandas. Contudo, como o processo de contratação de divisas não trazia implícito em si o uso posterior destes recursos, tal mecanismo propiciava a contratação desnecessária de divisas, acumuladas sob a forma de reservas internacionais. A manutenção da divergência entre as taxas de juros domésticas e internacionais funcionava como estímulo adicional para o processo de contratação de empréstimos externos para abastecer a demanda por crédito doméstica. Contudo, os efeitos mais imediatos desta forma de possibilitar o acelerado crescimento foram a geração de acúmulos de divisas ociosas no balanço de pagamentos (Pereira, 1974).

O esgarçamento dos laços orgânicos entre as decisões de endividamento e de investimento dificultou sobremaneira a harmonização do processo de contratação das divisas e sua posterior conversão em poupança externa, de maneira a reduzir seu coeficiente de aproveitamento. Além disso, o sempre crescente estoque de passivo externo ampliou de forma significativa as necessidades em divisas para o pagamento de rendas ao exterior. E na medida em que tais exigências foram aumentando, menor foi sendo o resíduo disponível para alimentar as demandas em divisas provenientes do lado real da economia.

De resto, convém observar que as modificações nos canais de ingresso de recursos externos e seus laços com a inversão produtiva não dependiam somente dos marcos legais nacionais. Tais expedientes se inscreviam num ambiente externo mais abrangente que modificava o elenco de opções disponíveis. A instrução 113 da SUMOC e o regime de taxas múltiplas de câmbio foram instrumentos criados para aproveitaram a oportunidade singular oferecida por determinada forma de movimento do capital internacional. A Resolução nº 63 e a Lei nº 4.131 buscavam aproveitar-se de outra. Desta forma, a discrepância no aproveitamento produtivo dos recursos contratados se vinculava a modificações no sistema econômico internacional que não podiam ser controladas, ou mesmo contornadas. Indo além, o manejo dos instrumentos de política econômica pouco podia fazer para tentar refrear o processo em curso uma vez que a economia estivesse devidamente ligada às novas formas de movimento do capital internacional.

A rigor, deve-se ter presente que os gestores da política econômica identificavam o recurso ao capital estrangeiro como um mecanismo essencial para o crescimento, já que observavam a restrição externa como o principal gargalo da economia. Em face disso, o estímulo ao processo de captação de empréstimos estrangeiros vinha ao encontro da expectativa de crescimento acelerado. No entanto, é certo que as mudanças observadas na lógica de captação dos recursos externos tornavam a calibragem entre a contratação e a utilização das divisas uma tarefa cada vez mais difícil de ser operada. Em suma: a identificação desta exigência ao crescimento casada à necessidade de suprir o sistema financeiro doméstico com fundos emprestáveis tornavam o recurso ao capital estrangeiro extremamente desejável nestes anos[43]. E isto implicou no considerável acúmulo de recursos ociosos.

Durante o II PND, o aproveitamento das divisas foi novamente elevado a patamares semelhantes aos observados durante o Plano de Metas. Tal tendência decorreu, em parte, do crescente papel desempenhado pelo setor público no processo de captação de recursos externos e do seu compromisso em converter estas captações em investimentos domésticos. Por este mecanismo, a antiga vinculação vigente durante o Plano de Metas fora parcialmente restabelecida. Em termos relativos, o coeficiente de aproveitamento das divisas saltou para 97% nestes anos, em flagrante contraste com a trajetória deste indicador nos anos anteriores. Embora o papel desempenhado pelo setor público na vinculação da contratação de divisas e a concessão de incentivos à sua utilização – por meio de investimentos e seus conseqüentes efeitos sobre a renda doméstica – tenha algum peso na explicação do fenômeno, a colaboração decisiva para a disparada deste indicador se deveu à abrupta e profunda deterioração dos termos de troca do comércio internacional, logo após a primeira crise de petróleo em 1973.

A disparada dos preços do petróleo produziu uma grave distorção nos preços relativos dos produtos importados frente aos exportados que alterou imediatamente o resultado das contas externas brasileiras. O choque no preço deste insumo-chave gerou (por si só) um correspondente aumento na demanda por divisas para sustentar o ritmo de acumulação corrente, sem que isso implicasse maior absorção física de recursos estrangeiros. Ou seja, boa parte da melhora no aproveitamento das divisas reagiu à piora dos preços relativos e não ao aumento no *quantum*[44].

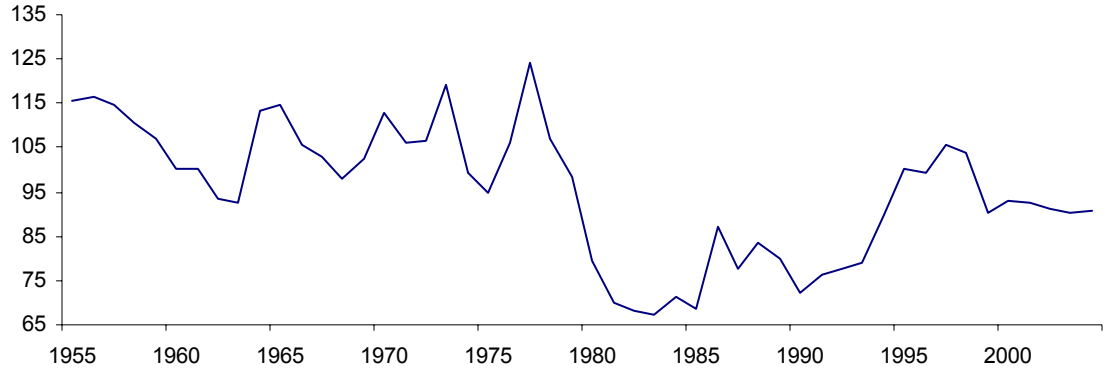
Uma breve análise da trajetória das contas externas nos anos anteriores permite perceber com mais clareza o impacto produzido pelo choque nos termos de troca sobre o indicador de utilização das divisas contratadas. Observa-se que, desde 1962, a balança comercial apresentou resultados relativamente equilibrados, exceto em duas ocasiões, cujo déficit atingira cifras bastante modestas,

[43] Pereira (1974, p. 56) observa: "[s]e considerarmos a situação de extrema liquidez e a conseqüente facilidade de obtenção de empréstimos no mercado financeiro internacional, ao menos até fins de 1973, compreende-se a opção pela via de menor resistência, então adotada".

[44] A rigor, o *quantum* das importações elevou-se em 35%, em 1974, frente ao nível de 1973. Daí em diante sofreu sucessivas quedas só retornando ao mesmo patamar em 1979.

sempre inferiores a 0,6% do PIB[45]. Até que, em 1974, a deterioração dos termos de troca reverteu dramaticamente esta trajetória. Enquanto as exportações apresentaram evolução de 8,76% frente ao resultado do ano anterior, medido em proporção do PIB, as importações se elevaram em 73% no mesmo período. Disto resultou um déficit comercial sem precedentes, de aproximadamente 5,3% do PIB. Tal distorção contaminou os resultados da conta comercial nos períodos seguintes, processo que persistiu até 1977, em resposta à manutenção da deterioração dos termos de troca, conforme se vê no gráfico (2). Neste ano, a recomposição dos termos de troca para além dos patamares pré-choque do petróleo possibilitou a eliminação de tais déficits. No entanto, em 1979, uma nova disparada dos preços das *commodities*, desta vez, seguida pelo aumento da taxa de juros incidentes sobre o passivo externo acumulado arruinaria definitivamente a trajetória das contas externas.

Gráfico 2 - Evolução dos Termos de Troca (índice 1995 = 100)



Fonte dos Dados: Séries Históricas/IPEA, entre 1955 e 1975, e TTR/Funcex *apud* Ipeadata, após 1975.

Mesmo diante do reconhecimento da natureza do problema, é difícil avaliar como a poupança externa real teria se comportado nos anos pós-choque, caso a distorção dos preços relativos não tivesse ocorrido. A tentativa de correção do desvio dos preços está nos números apresentados pela tabela (7). Ainda assim, os efeitos do choque continuam presentes especialmente pela contaminação produzida sobre os preços de transporte, cuja correlação com os preços do petróleo e seus derivados é bastante alta, que se traduziram em distorções sobre os resultados apresentados na conta comercial e de serviços. Isto afetou sensivelmente o indicador de absorção de poupança externa. Todavia, com base nos resultados obtidos após a amenização dos efeitos do choque, em 1977, seria mais seguro supor que a absorção de poupança teria que ser mantida entre 1,5% e 2% do PIB nos anos de mais aguda distorção para que o ritmo de crescimento pudesse ter sido sustentado, desde que o nível de preços do comércio internacional vigente em 1971 fosse mantido.

[45] Em 1971, o déficit comercial foi de 0,6% do PIB, e em 1973 de 0,4%.

Por outro lado, não se pode esquecer que houve um sensível incremento nos gastos com o pagamento de rendas ao exterior nestes anos. O dispêndio em divisas com esta conta duplicou neste intervalo de tempo, saltando de 1,2% do PIB durante o Milagre (1968-73) para 2,4% no II PND (1974-79), na média, conforme aponta a tabela (6). Tal resultado ajudou a pressionar positivamente o coeficiente que mede o nível de aproveitamento das divisas, sem que isso tivesse implicado a ampliação do nível de gasto real da economia brasileira. Vale observar que, por essa época, o choque dos juros, iniciado em 1979, não atuou como elemento decisivo para que tal trajetória se concretizasse. Em verdade, o passivo externo acumulado nos anos anteriores crescera de forma acelerada, ampliando de forma significativa a demanda em divisas para sua manutenção.

Tabela 7 - Evolução das Contas Externas a preços corrigidos entre 1972 e 79

(a preços de 1971)

Discriminação	Exportações	Importações	Saldo Comercial	Balança de Serviços¹	Saldo das transações correntes (A)	PER	PER¹	Pagto de Rendas (B)¹	Saldo (A +B)	DU	DU¹
1972	3.730	(3.989)	(259)	(743)	(1.002)	1,6	1,6	(709)	(1.711)	2,8	2,8
1973	4.288	(4.796)	(507)	(1.027)	(1.534)	2,1	1,4	(1.093)	(2.627)	3,5	2,8
1974	4.390	(6.505)	(2.115)	(1.541)	(3.656)	4,2	7,1	(1.274)	(4.930)	5,6	8,5
1975	4.845	(6.203)	(1.358)	(1.451)	(2.809)	2,8	4,9	(2.010)	(4.819)	4,8	6,9
1976	4.883	(6.083)	(1.200)	(1.589)	(2.789)	2,3	3,2	(2.583)	(5.372)	4,5	5,4
1977	4.911	(5.610)	(699)	(1.500)	(2.199)	1,6	1,0	(3.423)	(5.622)	4,2	3,6
1978	5.539	(5.889)	(350)	(1.770)	(2.120)	1,4	1,8	(4.261)	(6.381)	4,2	4,7
1979	5.987	(6.491)	(504)	(2.320)	(2.825)	1,6	2,9	(5.560)	(8.384)	4,8	6,1

Fontes dos Dados: Banco Cenral do Brasil e IBGE/SCN *apud* Ipeadata.

¹ Apurado a preços correntes

a) A PER e as DU são expressam em proporção do PIB. Entre 1956-1961 e 2003-2004, o PIB foi apurado pela taxa de câmbio média do ano, com base no IBGE/SCN *apud* Ipeadata. Entre 1962 e 2002, foi apurado pelo critério da paridade do poder de compra (PPC), a partir do Relatório de Atividade Econômica do Banco Central do Brasil *apud* Ipeadata.

b) os preços foram corrigidos com base nas variações preços dos produtos importados e exportados divulgados pelo IPEA *apud* Ipeadata.

Em suma, a recomposição no grau de aproveitamento das divisas contratadas durante o II PND deve ser vista como a conjugação de dois efeitos exercidos sobre sua demanda: de um lado, a piora dos termos de troca no comércio internacional passou a exigir mais divisas para sustentar o mesmo nível de importações necessárias para a manutenção do ritmo de crescimento; e, de outro, o aumento dos pagamentos de renda ao exterior decorreu da própria expansão de passivo externo ao longo dos anos anteriores.

Neste sentido, o aumento do recurso à poupança externa nestes anos não pode ser vinculado diretamente à expansão da demanda doméstica, especialmente por conta do aumento dos investimentos, como poderia se supor à primeira vista. De outro ponto de vista, pode-se entender o fenômeno como se os choques de preços, estranhos ao funcionamento da economia nacional, tivessem estipulado novos parâmetros para o ritmo de absorção de recursos externos, uma espécie de drástica e instantânea alteração na elasticidade-renda das importações e exportações que definiram uma nova taxa de crescimento garantidora do equilíbrio no BP. Com base neste argumento, pode-se admitir que, diante da piora dos termos de troca, a taxa de crescimento só poderia ser mantida (como foi) por meio da exportação dos custos deste ajuste, isto é, recorrendo à

absorção de poupança externa como forma de evitar que o processo de acomodação doméstica do choque tivesse lugar. Por outras palavras, como a brutal alteração dos termos de troca modificou os parâmetros que definiam a taxa de crescimento consistente com o equilíbrio no BP, a única maneira de sustentar o ritmo de crescimento era por meio do recurso à poupança externa.

Numa perspectiva mais geral, cumpre lembrar que ambos os períodos (Milagre e II PND) estiveram inscritos num determinado movimento do capital internacional, de maneira que os canais de captação produzidos no início da janela de liquidez puderam aproveitar as oportunidades oferecidas até seu fechamento, sem que sensíveis mudanças fossem necessárias. As transformações institucionais só seriam processadas quando as forças que orientavam o movimento do capital internacional assim o exigissem. Neste intervalo, o manejo dos instrumentos de política econômica disponíveis revelava-se um mecanismo bastante adequado para manter o ingresso de poupança externa, ao menos até 1979. E como o marco regulatório vigente conferia relativo divórcio entre as decisões de captação externa e de inversão doméstica, o grau de utilização não poderia alterar muito, salvo no caso de profundas alterações estranhas aos sinais que orientavam a captação de recursos externos e seu uso – como a deterioração dos termos de troca, por exemplo.

De 1983 em diante, os cortes na atração e absorção de recursos externos foram drásticos. No entanto, seria impossível tecer qualquer consideração sobre o grau de utilização dos parcos recursos contratados, pois eles estavam integralmente comprometidos com o pagamento de rendas sobre a dívida externa. Os canais de captação pouco contribuíram para a reversão da trajetória observada e uma eventual mudança no marco regulatório que os disciplinava possivelmente teria produzido resultado pouco diferente. Nestes anos, a oferta internacional de crédito sofreu cortes drásticos. Além disso, a piora dos termos de troca patrocinada pela segunda alta no preço do petróleo e pelo choque dos juros americanos, ambos ocorridos em 1979, alterou definitivamente a dinâmica das contas externas brasileiras. Pois, se durante o II PND o ajuste pudera ser adiado, foi porque as fontes de financiamento externo estavam prontas a abastecer as demandas por crédito existentes. Quando tal opção se fechou, no fim da década de setenta, o ajuste foi finalmente implementado, produzindo severos custos econômicos.

Neste sentido, as modificações mais importantes para a retomada do ingresso de recursos estrangeiros ficaram para a década seguinte, acompanhando o florescimento de uma nova onda de liquidez internacional. No decorrer dos anos oitenta, as transformações nas finanças internacionais definiram novas formas para a valorização do capital. Grosso modo, a característica principal desta nova lógica de atuação foi a difusão do sistema de securitização das atividades financeiras, por meio da emissão de títulos, em especial pelas instituições financeiras, que abriram novas oportunidades de aplicação de capital em escala global. Como desdobramento desta tendência,

emergiu a chamada finança direta, isto é, a relação, não intermediada por entidades financeiras[46], entre os agentes superavitários e deficitários de recursos financeiros. Segundo esta lógica de valorização de capital, a característica que mais chama atenção é a busca desenfreada dos capitalistas financistas por novas formas (e cada vez mais rentáveis) de aplicação direta de seus recursos. Na medida em que as oportunidades de aplicação nos países centrais foram diminuindo, a periferia apresentou-se como novo destino a tais investidores. Esta tendência reforçou-se a partir do início dos anos noventa. Em âmbito doméstico, as transformações no marco regulatório tomaram impulso decisivo por volta de 1991 e se estenderam até 1995. Neste intervalo, foi constituído o novo arcabouço que estabeleceu a ligação entre o sistema econômico doméstico e o capital internacional, notadamente financeiro.

Para os propósitos deste trabalho, a característica do novo aparato institucional que merece maior destaque foi o crescente esgarçamento das relações estabelecidas entre a atração de recursos externos e sua posterior utilização. Durante as duas ondas de liquidez anteriores, a captação de recursos externos decorria de um ato voluntário. Isto é, eram os agentes nacionais que contratavam as linhas de crédito externo, com base em suas próprias necessidades. Mesmo quando os recursos não se destinavam a uso produtivo, ou não o tinham como fator determinante de sua contratação, eram decisões econômicas domésticas que patrocinavam tais aportes – seja porque enxergavam oportunidades de lucros internos, seja porque buscavam ao manejo do balanço de pagamentos. Em suma: o que se busca é chamar a atenção para o fato de que as decisões que patrocinavam o aporte de divisas, quaisquer que fossem suas origens, decorriam de demandas domésticas e, na maior parte das vezes, voluntárias. E foi justamente esta a característica que sofreu maior impacto nesta nova arquitetura financeira.

Sob este novo marco regulatório, as decisões microeconômicas externas de valorização econômica é que definiam a restrição externa do país. Pois boa parte do ingresso de recursos deixara de provir da contratação doméstica de empréstimos estrangeiros com base em expectativas de realização de lucros em território nacional por meio da efetivação de investimentos. Em substituição a este arranjo, a oferta de divisas passou a ser determinada, principalmente, pelo ingresso voluntário de recursos externos guiados pelas expectativas de maximização de lucros dos agentes estrangeiros, as quais pouco ou nada têm a ver com a trajetória das decisões de inversão domésticas. Disto decorria uma nova característica-chave à nova dinâmica das contas externas: a oferta total de divisas era determinada por razões completamente estranhas às decisões de inversão domésticas – e este é o ponto a reter.

[46] Exceto na fase de lançamentos de títulos e ações. O argumento-chave é que os bancos não estariam atuando como prestamistas, seriam meros intermediários de negociações pelas quais não assumiam nenhum risco.

Se, como visto, o grau de aproveitamento das divisas já vinha declinando mesmo quando os determinantes de sua contratação eram na sua maior parte endógenos, sob este novo aparato institucional, o aumento de sua ociosidade era esperado. E pior: como não eram as decisões de inversão domésticas que ampliavam a oferta de divisas, não existia nenhuma garantia de que o relaxamento da restrição externa engendrasse a elevação na taxa de inversão da economia. Para ilustração, basta observar que entre 1990 e 1999, embora a OTD tenha sido de aproximadamente 3% do PIB, a PER foi de somente 0,2%. Isto é, a relação (PER)/(OTD) foi de 7%.

Em suma, no último meio século houve três grandes períodos em que a disposição da comunidade econômica internacional em permitir que a absorção de recursos externos pela economia brasileira fosse superior à produção local – as janelas de liquidez. A primeira vigorou em ao redor do Plano de Metas (1956-1961) e esteve vinculada no plano internacional às transformações observadas na lógica da competição intracapital das empresas do centro do sistema capitalista. Os recursos absorvidos foram qualitativamente importantes e permitiram o salto a frente na constituição da estrutura produtiva nacional. A segunda onda (1967-1979) permitiu a sustentação do maior intervalo de crescimento da economia brasileira no pós-guerra. No âmbito externo, aproveitou-se da abundância de recursos oferecidos pelos euromercados, em especial depois da crise do petróleo e da conseqüente inundação deste mercado com o dinheiro petrolífero. E a terceira (1991-2003?) teve como característica singular a mediocridade em termos de crescimento econômico. No plano externo, contou com a retomada dos fluxos financeiros estrangeiros, ainda que sob novos marcos, conforme já descrito.

Cada um destes períodos se valeu de condições de liquidez extremamente positivas e que foram, na medida do possível, devidamente aproveitadas pela criação de canais específicos para a contratação das divisas disponíveis. As alterações nestes canais obedeciam às transformações nas leis que orientavam a circulação internacional do capital, de modo que se pode dizer que a economia nacional criava os dispositivos necessários para conectar-se às tendências globais. As crises econômicas se fizeram presentes entre o fim de uma e o início de outra onda de liquidez – como atesta a década de oitenta. Mas, embora importante, a análise do grau de ociosidade e utilização dos recursos se revela um recurso pouco útil para os propósitos desta dissertação. Importa compreender o destino dado aos recursos absorvidos e utilizados e, em especial, sua porção produtiva. Pois, se é verdade que a poupança externa pode acelerar o ritmo da acumulação doméstica, somente sua porção real pode fazê-lo.

Por meio da tabela (5) observa-se que, entre 1956 e 1980, cerca de 46% das divisas utilizadas (DU) foram convertidas efetivamente na aquisição de bens e serviços estrangeiros – isto é, foram convertidas em poupança externa real. Por outro lado, entre 1981 e 2004, este mesmo coeficiente obteve resultado diametralmente oposto, apresentando valor negativo em 72%; isto é, a transferência de recursos reais ao exterior foi superior ao volume de divisas utilizadas, dando lugar à

"despoupança" externa. A evolução deste indicador traduz como se comportou a absorção de PER ao longo do último meio século, tanto em termos absolutos quanto relativos. Analisando-a mais atentamente, nota-se uma profunda modificação na sua trajetória, cujo ponto de inflexão se deu entre os primeiros anos da década de oitenta. De forma mais clara, entre 1956 e 1980, a absorção de PER demandou recursos externos que somaram 1,1% do PIB. Apesar de ter sido um período de consideráveis captações externas e de substancial taxa de crescimento econômico, a aplicação produtiva consumiu pouco menos de 40% do total de recursos estrangeiros contratados. Ao passo que, entre 1981 e 2004, a PER foi negativa na ordem de 1,4% do PIB. Isto é, houve transferência de recursos reais do país para o exterior em proporção maior do que a absorção produtiva de recursos observada nas duas décadas e meia anteriores. A contração na PER foi de aproximadamente 228% entre estes dois períodos.

Em uma periodização mais específica, pode-se dizer que, a rigor, houve somente três períodos em que a PER foi estritamente positiva. O primeiro estendeu-se de 1957 a 1963; o segundo teve vigência entre 1967 e 1982; e o terceiro, deu-se entre 1995 e 2001. Analisando a evolução da absorção de recursos externos nota-se claramente uma tendência de queda no índice de aproveitamento produtivo da OTD[47]. O indicador (PER)/(OTD) alcançou 61% no primeiro período, passou para 41% no segundo e, por fim, atingiu meros 35%, nos anos noventa. Esta tendência vai ao encontro da afirmativa anterior, segundo a qual os novos marcos regulatórios criaram canais para o ingresso de recursos externos que produziram a diminuição paulatina de seu aproveitamento produtivo. Tais indicadores traduzem também o crescente divórcio entre as decisões microeconômicas de inversão e as razões que determinavam o aporte de divisas no balanço de pagamentos.

Por outro lado, os gastos em divisas para o pagamento de rendas ao capital estrangeiro previamente contratado consumiram 1,3% do PIB, entre 1956-80, conforme se observa na tabela (6). Ao longo destes anos, o consumo de divisas para os pagamentos de rendas incidentes sobre este capital foi, em média, 18% superior ao montante destinado à obtenção de recursos produtivos. Muitos autores que analisaram o processo de endividamento da economia brasileira ao longo da década de sessenta e setenta já tinham obtido conclusão semelhante. Entre 1981 e 2004, as

[47] Os dados estão na tabela que se segue.

(em % do PIB)

Discriminação	57-63	67-82	95-01
1. OTD	1,8	5,1	5,1
2. DU	1,9	4,5	4,4
3. PER	1,1	2,1	1,8
4. Pagamento de Rendas	0,9	2,3	2,6

Fonte dos Dados: Banco Central do Brasil. Entre 1956-1961 e 2003-2004, o PIB foi apurado pela taxa de câmbio média do ano, com base no IBGE/SCN *apud* Ipeadata. Entre 1962 e 2002, foi apurado pelo critério da paridade do poder de compra (PPC), a partir do Relatório de Atividade Econômica do Banco Central do Brasil *apud* Ipeadata.

despesas com juros foram elevadas em aproximadamente 168%, medidas em proporção do PIB. Os indicadores também atestam que nestes anos os gastos com o pagamento de rendas ao exterior foram 29% superiores à oferta total de divisas[48]. Ou seja, houve a necessidade de gerar divisas por meio da "despoupança" externa para que se pudesse cobrir os custos decorrentes do pagamento das rendas ao exterior. Não à toa, a taxa de crescimento verificada entre estes períodos tenha diferido tanto.

A tendência de queda no aproveitamento produtivo – (PER)/(OTD) – dos recursos externos contratados liga-se também ao fato de que o passivo externo apresentou franca evolução. À medida que o passivo externo aumentou, tanto em termos absolutos como relativos, aumentaram também as exigências para o pagamento de rendas incidentes sobre ele. Desta forma, ainda que o divórcio entre as decisões de aporte e uso produtivo dos recursos externos tenha sua parcela de contribuição na explicação desta tendência, não a esgota. Além disso, a conta pagamento de rendas apresentou elevação maior em termos relativos que os outros indicadores adotados, passando a exigir o compromisso de uma proporção crescente das divisas disponíveis[49]. Para ilustração, vale observar que na segunda metade dos anos noventa (1995-01) o pagamento de rendas exigiu 39% mais divisas que o montante convertido em recursos reais; e que, entre o primeiro período (1957-63) e o terceiro (1995-01) de captações de poupança estritamente positiva, a relação (Pagamento de rendas) / (PER) cresceu mais de 60%. Desta maneira, a tendência de queda no aproveitamento das divisas utilizadas se vincula a uma outra tendência de crescimento constante da participação do pagamento de rendas no consumo das divisas utilizadas, como os números levantados atestam.

Pelo exposto, pode-se tirar algumas conclusões sobre as tendências na captação de recursos externos e a absorção de poupança externa nestes anos. Em primeiro lugar, a contratação de divisas e o recurso à poupança externa são variáveis distintas e que, por isso mesmo, não precisam nem devem apresentar trajetória idêntica. No entanto, as transformações no modo de operação e circulação do capital internacional engendraram o crescente divórcio na relação estabelecida entre o aporte de divisas no balanço de pagamentos e a realização de inversão doméstica no último meio século. Em função disso, o aproveitamento produtivo do potencial de absorção de recursos externos pela economia foi sendo gradativamente diminuído, e não há porque esperar que a tendência seja

[48] Enquanto a OTD foi de 2,4% do PIB, o pagamento de rendas consumiu 3,1% do PIB nestes anos.

[49] Os dados estão na tabela que se segue.

(em %)

Discriminação	57-63	67-82	95-01
1. Pagamento de Rendas / (OTD)	49	46	51
2. Pagamento de Rendas / (PER)	85	109	144

Fonte dos Dados: Banco Central do Brasil. Entre 1956-1961 e 2003-2004, o PIB foi apurado pela taxa de câmbio média do ano, com base no IBGE/SCN *apud* Ipeadata. Entre 1962 e 2002, foi apurado pelo critério da paridade do poder de compra (PPC), a partir do Relatório de Atividade Econômica do Banco Central do Brasil *apud* Ipeadata.

revertida. Em segundo lugar, o aumento expressivo do passivo externo tem consumido proporções crescentes dos recursos estrangeiros contratados a cada ano. De um lado, esta tendência se vincula à elevação no custo do passivo externo, que demanda maiores remessas a cada unidade de divisas aportada; e, de outro, pela própria expansão continuada da captação externa que gera maiores necessidades de remessas futuras. Ademais, a queda na absorção produtiva das divisas tem aberto espaço para que elas venham a alimentar o pagamento de rendas, em especial nas fases de reversão nas condições de liquidez internacional. Finalmente, a trajetória da economia ao longo dos últimos cinqüenta anos indica crescente dificuldade em absorver bens e serviços estrangeiros, mesmo nas fases de abundante liquidez internacional. Disto resulta uma clara diminuição da possível contribuição da poupança externa à aceleração do crescimento.

3. A Absorção de Poupança Externa e a Formação Bruta de Capital Fixo

Como já dito, para corroborar a hipótese central deste trabalho é preciso averiguar se ao longo destes anos a absorção de poupança externa contribuiu, de fato, para a aceleração da taxa de crescimento da economia brasileira. Vale relembrar que, se o propósito é medir os eventuais efeitos exercidos pela poupança externa sobre a dinâmica das inversões, importa analisar a evolução da absorção de recursos produtivos pelo país, isto é, a PER. Isto porque são somente os recursos contabilizados sob esta rubrica que permitem que a absorção doméstica seja superior à produção local e, desta forma, alargam os horizontes de crescimento econômico. Ou seja, a apuração dos eventuais efeitos que variações na absorção de recursos externos produzem sobre o ritmo de crescimento da economia brasileira deve repousar sobre a evolução da PER. Já do ponto do vista do crescimento doméstico, interessa observar o comportamento da formação bruta do capital fixo (FBKF)[50]. Grosso modo, a adoção de tal medida se deve ao fato de que ela representa uma *Proxy* mais adequada para a medição das inversões domésticas. Isso posto, a questão-chave deste tópico consiste em verificar a existência de correlações positivas entre as variáveis apontadas.

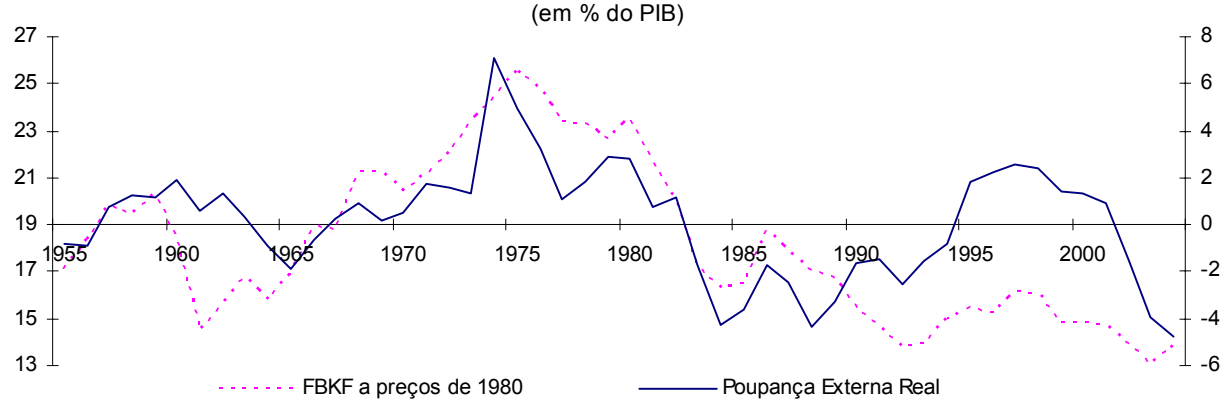
O gráfico (3) e a tabela (8) permitem observar o comportamento da taxa de Formação Bruta do Capital Fixo (FBKF) nestes anos e compará-la com a absorção de PER[51]. Entre 1956 e 1980, a economia apresentou trajetória expansiva, exceto pela pequena diminuição no ritmo de crescimento nos três anos compreendidos entre 1963-65 – período em que a taxa de crescimento ficou aquém dos 4% ao ano. Nos demais, vê-se uma clara trajetória de expansão na taxa de FBKF que indica o

[50] Os motivos que fundamentam a escolha desta variável como indicador mais consistente para captar a dinâmica das inversões na economia constam do apêndice ao final deste capítulo.

[51] As razões para a adoção da FBKF a preços constantes como *Proxy* para a apuração da performance da economia decorrem das distorções que variações de preços produzem sobre o índice a preços correntes. Neste capítulo as referências à FBKF serão feitas sempre a taxa apurada a preços constantes, exceto nos casos em que forem devidamente apontados. Maiores informações no apêndice.

crescente esforço de ampliação e diversificação da estrutura produtiva doméstica, o que, por sua vez, se traduziu na manutenção da elevada taxa de crescimento econômico, por vários anos.

Gráfico 3 - FBKF a preços de 1980 e Absorção de Poupança Externa Real
(em % do PIB)



Fonte dos Dados: Banco Central do Brasil e IBGE/SCN *apud* Ipeadata.

De forma mais precisa, entre 1956-60 durante o Plano de Metas, a FBKF apresentou rápido crescimento: partiu de um patamar mínimo de 17% do PIB, obtido em 1955, se expandindo ano a ano até atingir o pico próximo aos 20,5%, verificado em 1959. Nestes anos, a trajetória da FBFK alcançou uma taxa média de aproximadamente 19,3% do PIB; o crescimento médio do PIB ficou em torno dos 8% ao ano; e a absorção de poupança externa real foi de aproximadamente 0,85% do PIB, na média. Embora o ritmo de crescimento do PIB tenha se mantido acima dos 6% ao ano até 1962, o ano de 1960 marcou um ponto de inflexão na trajetória de expansão da FBKF: no ano seguinte sua participação em relação ao produto nacional sofreu sensível redução para cerca de 14,5% do PIB, tendência que só seria revertida de fato em 1968. Por outro lado, durante os sete anos que seguiram a esta reversão (1961-67), a FBKF gravitou, na média, em torno dos 16,7% do PIB; o crescimento médio da renda doméstica foi de 3,4% ao ano, ao passo que a absorção de PER foi negativa em 0,16% do PIB.

Do contraste entre ambos os períodos, percebe-se que a aceleração na taxa de crescimento da economia nacional coincidiu com a absorção de poupança externa real, conforme aponta o gráfico (3). E, em sentido oposto, a absorção de poupança externa se inverteu logo após a desaceleração no ritmo de inversões, em 1961. Chama a atenção a quase-perfeita coincidência temporal entre as alterações na taxa de inversão da economia – e seus conseqüentes efeitos sobre a taxa de crescimento da renda doméstica – e a absorção de poupança externa.

Tais resultados reforçam a hipótese aventada por Thirlwall & McCombie (1994), cujas estimativas indicavam que a taxa de crescimento da economia brasileira consistente com equilíbrio intertemporal do BP entre 1951 e 1969 esteve na casa dos 4% ao ano. Qualquer taxa de

crescimento superior a esta induziria a economia a um nível de atividade em que as exportações não seriam suficientes para produzirem as divisas necessárias para a manutenção do ritmo de expansão, de modo que seria requerido o apoio de poupança externa para que tais taxas pudessem se efetivar. Entre 1956 e 67, a performance da economia coube bastante bem nestas estimativas. Na fase de crescimento acelerado, período em que a taxa média de crescimento superou por larga margem esta taxa de equilíbrio do BP, o ingresso de poupança externa atingiu cifras pouco inferiores a 1% do PIB ao ano. Nos anos de piora no ritmo de expansão, a folga em relação à taxa de equilíbrio permitiu inclusive a remessa de recursos reais ao exterior, ainda que tenha sido de pequena monta. Além disso, a comparação entre o desempenho da economia nacional e a taxa de crescimento da renda internacional serve de instrumento adicional para sustentação da hipótese dos autores. Chama atenção o fato de que, durante estes doze anos, a expansão da renda doméstica só foi sistematicamente superior à taxa internacional nos anos em que a PER foi estritamente positiva; nos demais, ficou aquém[52]. Tais indicativos parecem corroborar tanto as premissas como as estimativas destes autores durante estes anos.

Tabela 8 - Evolução da Formação Bruta do Capital Fixo a preços correntes e constantes e o crescimento observado
(média para os períodos entre parênteses)

(em % do PIB)

Discriminação	56-60	61-65	66-70	71-75	76-80	81-85	86-90	91-95	96-00	2001-04
1. FBKF a preços correntes¹	16,0	15,1	17,7	21,2	22,6	20,8	23,0	19,4	19,4	18,8
2. FBKF a preços de 1980¹	19,3	15,9	20,1	23,3	23,5	18,3	17,2	14,5	15,4	13,9
3. Variação anual média do PIB (em %)	8,1	4,3	8,1	10,1	7,2	1,4	2,0	3,1	2,2	2,2
4. Poupança Externa Real²	0,7	(0,1)	0,2	3,3	2,4	(1,5)	(2,7)	(0,9)	2,0	(2,4)
5. Pagamento de Rendas²	1,1	0,9	1,0	1,5	2,8	4,6	3,1	1,8	2,6	3,5

Fontes dos Dados: Banco Cenral do Brasil e IBGE/SCN *apud* Ipeadata.

¹ De acordo com IBGE/SCN *apud* Ipeadata.

² Entre 1956-1961 e 2003-2004, o PIB foi apurado pela taxa de câmbio média do ano, com base no IBGE/SCN *apud* Ipeadata. Entre 1962 e 2002, foi apurado pelo critério da paridade do poder de compra (PPC), a partir do Relatório de Atividade Econômica do Banco Central do Brasil *apud* Ipeadata.

Diante disso, a hipótese de crescimento com restrição de divisas parece se aplicar à economia brasileira, neste seu primeiro ciclo de expansão e crise na nova fase de industrialização. Pois, ainda que as razões que determinaram a aceleração do ritmo de crescimento e seu posterior arrefecimento não possam ser esclarecidas por meio deles[53], tais indicadores conduzem à conclusão de que o aumento na taxa de expansão da economia brasileira contou com condições favoráveis para absorção de recursos estrangeiros em volumes superiores aos disponibilizados pela

[52] A rigor, o ano de 1966 foi uma exceção na fase de crise; o crescimento da renda foi de 6,6% enquanto o crescimento da renda internacional foi de 5,3% ao ano, segundo FMI *apud* Ipeadata. Além disso, a PER foi negativa em 0,6% do PIB.

[53] Cumpre observar que a OTD diminuiu substancialmente nestes anos de crise. A dificuldade na sustentação de uma das várias teorias disponíveis reside em determinar as causas desta inflexão. Isto é, é difícil determinar se tal retração decorreu da queda na atratividade aos recursos estrangeiros, em função da queda no ritmo de inversões domésticas, ou se a retração nas inversões foi resultado da diminuição das captações, o que implicaria sustentar a tese de que a recessão decorreu da piora das condições internacionais de liquidez.

estrutura produtiva doméstica. Esta convicção é reforçada por duas considerações importantes. Em primeiro lugar, a quase-perfeita correlação estabelecida entre a elevação da taxa de crescimento para além da taxa garantidora do equilíbrio e o aumento na absorção de poupança externa, nos primeiros doze anos deste período sob análise, atua como indicativo da existência de uma relação entre as variáveis e que não pode ser entendida como mera coincidência. O argumento se robustece ao se observar os períodos em que houve queda no ritmo de crescimento e correspondente eliminação da contribuição da poupança externa. E, em segundo lugar, o fato de que a retomada do crescimento na taxa de inversão na economia tenha se dado após 1968, justamente no momento em que as condições externas ao financiamento do BP encontravam-se novamente favoráveis, constitui outro forte indicativo de que a aceleração da taxa de crescimento tenha dependido da possibilidade de recurso à poupança externa para que pudesse se dar. Embora ainda não seja possível corroborar qualquer relação de causalidade, a correlação das variáveis indica certa correspondência entre as duas trajetórias que não pode ser vista como simples acaso.

Retornando à análise dos fatos, nota-se que em 1966 começaram a surgir os primeiros sinais de recuperação econômica. A taxa de inversão já tinha apresentado ligeira recuperação, dando início à trajetória expansiva que seria verificada nos anos seguintes. Em 1967, além da expansão na formação de capital, a PER também já apresentava resultados igualmente positivos. Apesar desses sinais, a taxa de crescimento da renda naquele ano foi de apenas 4,2%, ligeiramente superior não só à taxa de crescimento da renda internacional daquele mesmo ano (4,1%), assim como à taxa de equilíbrio do BP, estimada por Thirlwall & McCombie (1994). Foi a partir de 1968 que a trilha do crescimento acelerado foi de fato delineada, pois neste momento a parcela da renda doméstica destinada a alimentar a FBKF saltou para além da casa dos 20% do PIB, pico observado pela última vez em 1959. Na esteira deste movimento, o ritmo de crescimento doméstico tomou novo impulso de aceleração, de modo que a brecha existente entre ele e o ritmo internacional – que fora muito estreita (quando não negativa) desde 1962 – apresentou sensível crescimento a partir de então.

Os doze anos seguintes, compreendidos entre 1968 e 1979, constituíram um período singular na história econômica nacional. A FBKF consumiu aproximadamente 22,8% do PIB, cujos picos demandaram recursos equivalentes a 25% do PIB, conforme aponta a tabela (9). A taxa média de crescimento da renda ficou em torno de 8,1% ao ano, ao passo que a taxa de expansão da renda internacional atingiu meros 3,85% ao ano no mesmo período. Em associação a este movimento, a absorção de poupança externa real demandou recursos estrangeiros equivalentes a 2,25 % do PIB. Contrastando com a fase imediatamente anterior é possível assinalar duas diferenças principais: (i) a expansão da FBKF medida em proporção do PIB; e (ii) a retomada da absorção de poupança externa real. Não restam dúvidas de que a conjugação destes dois fatores determinou a aceleração da taxa de crescimento econômico.

Por meio das tabelas (7) e (9) é possível observar a ocorrência de forte correlação entre a absorção de poupança externa real e a taxa de FBKF, ao longo destes anos. Nas fases em que a FBKF demandou maiores porções da renda doméstica, maiores foram também as exigências em poupança externa para sancionar tal expansão na formação de capacidade produtiva. É esclarecedor, neste sentido, que até 1975 tenham coincidido a expansão continuada tanto da FBKF como da absorção externa de recursos produtivos e que, a partir de 1976, tenham diminuído ambas. Para Lessa (1998) tal inflexão foi resultado do abandono de parte dos investimentos projetados pelo II PND, de modo que a parcela da renda doméstica destinada a FBKF teve que ser necessariamente desviada do destino original. Ou seja, a queda no ritmo de expansão da taxa de FBKF coincidiu com a retração na absorção de poupança externa real.

Tabela 9 - Evolução da Poupança Externa a preços correntes e contantes

Discriminação	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979
1. FBKF a preços de 1980	21,2	21,2	20,4	21,1	22	23,4	24,5	25,5	24,8	23,4	23,3	22,7
2. PER (em % do PIB¹)	0,9	0,2	0,5	1,7	1,6	1,4	7,1	4,9	3,2	1,0	1,8	2,9
3. PER (em % do PIB¹) ²	0,2	-0,3	0,9	1,7	1,6	2,1	4,2	2,8	2,3	1,6	1,4	1,6
4. Termos de Troca (1971 = 100)³	92	97	106	100	100	112	94	89	100	117	101	93

Fonte dos Dados: Banco Central do Brasil e IBGE/SCN *apud* Ipeadata.

¹ Entre 1956-1961 e 2003-2004, o PIB foi apurado pela taxa de câmbio média do ano, com base no IBGE/SCN *apud* Ipeadata. Entre 1962 e 2002, foi apurado pelo critério da paridade do poder de compra (PPC), a partir do Relatório de Atividade Econômica do Banco Central do Brasil *apud* Ipeadata.

² a preços de 1971. Os preços foram corrigidos com base nas variações preços dos produtos importados e exportados divulgados pelo IPEA *apud* Ipeadata.

³ Fonte: Séries Históricas/IPEA, de 1968 a 1975, e TTR/ Funcex *apud* Ipeadata após 1975.

Outro aspecto que merece atenção são as variações de preços dos artigos importados em relação aos exportados – os termos de troca – que afetaram os índices de absorção de PER nestes anos. Frise-se que, mesmo a preços corrigidos, nota-se a existência de correlação entre a absorção de poupança externa e a aceleração na taxa de inversão da economia, embora ela não seja tão perfeita quanto à observada a preços correntes. Constata-se também que, a preços constantes[54], a PER entre 1971 e 1979 ficou em torno de 1,5% a 2% do PIB, com exceção do período entre 1974 e 1976, logo após o choque do petróleo. Diante disso, parece correto admitir que boa parte das distorções na relação entre a PER e a FBKF nestes anos devam ser creditadas às alterações nos termos de troca do comércio internacional. De posse dos números corrigidos e com o objetivo de avaliar a demanda de poupança externa com base nos preços vigentes em 1971, seria mais consistente supor que, na ausência dos choques, a poupança externa requerida para sustentar o ritmo de crescimento entre 1974 e 1976 tivesse ficado na casa dos 2% do PIB ao ano, tendo em vista o resultado dos anos anteriores e posteriores. Tais números indicam que apesar das distorções observadas, é fato que a demanda por poupança externa foi estritamente positiva nestes anos e superou por boa margem a taxa verificada nas fases de crescimento anteriores. Deste modo, parece

[54] A tentativa de isolar as variações de preços das de quantidades se deve ao fato de que, ao longo dos anos setenta, os termos de troca sofreram profunda alteração, de modo que variações agudas nos valores nominais da PER não indicam, absolutamente, maior absorção física de recursos estrangeiros.

novamente correto concluir que a aceleração na taxa de crescimento nestes anos esteve amparada na absorção de recursos estrangeiros além da oferta local.

Embora esta correlação pareça sustentável à primeira vista, a tentativa de estabelecer uma relação de causalidade entre a expansão da formação da capacidade produtiva e suas demandas em poupança externa pode suscitar dúvidas. Em primeiro lugar, é preciso esclarecer que uma dada taxa de expansão na absorção de poupança externa não responde exclusivamente a alterações na taxa de inversão da economia. Podem existir ocasiões em que a expansão na absorção de poupança externa não tenha correspondência em movimentos da taxa de FBKF, como no caso em que condições favoráveis às exportações, por exemplo, incrementam o ritmo de crescimento da renda doméstica e gerem conseqüentemente aumento das importações, sem que isto produza ou seja produto do aumento das inversões. Em segundo lugar, mesmo quando a expansão da capacidade produtiva seja o elemento principal de aceleração do ritmo de crescimento, isto não significa que haja correspondente aumento no volume de importações para sua efetivação, pois os insumos ligados aos investimentos podem ter boa parte de sua oferta produzida domesticamente. Entretanto, estes novos investimentos produzem necessariamente efeitos expansivos sobre a demanda doméstica que são logo multiplicados. Desta forma, quando uma economia apresenta expansão na sua taxa de crescimento econômico, a necessidade em divisas aumenta porque, em conseqüência, a demanda doméstica aumentará e tais efeitos irão, inexoravelmente, atingir as contas externas. E este processo independe da fonte ou do tipo da expansão inicial, já que são os seus efeitos que desempenham papel decisivo.

Uma possível exceção poderia surgir no caso em que a expansão dos investimentos produza a paulatina diminuição na elasticidade-renda das importações para toda a economia, de modo a retrair os efeitos da expansão da renda sobre as importações. Tal possibilidade merece duas ressalvas: (i) o processo de redução da elasticidade-renda das importações é lento; e (ii) como as constantes inovações tecnológicas abrem sempre novos universos de produtos a serem explorados, é possível assumir que a elasticidade-renda não possa ser sistematicamente comprimida (Capítulo I, item 4)[55].

[55] Dib (1985) analisa o comportamento do coeficiente de importação da economia brasileira ao longo das décadas de 40, 50, 60 e 70 e constata que, apesar do grande avanço na diversificação do aparelho produtivo doméstico, este indicador não sofreu a esperada redução. O que se observou, no entanto, foi uma mudança qualitativa na composição da pauta de importação brasileira. Ao longo destes anos, houve sensível redução da participação de bens de consumo duráveis acompanhada pela expansão da participação relativa dos bens intermediários e de capital. Isto levou à intensificação da correlação entre o ritmo de inversões e o comportamento das importações, em função do aumento da participação dos itens associados ao investimento na composição da pauta de importação. Ou seja: "quando o investimento se acelera ou desacelera, as importações de bens de capital e de insumos para a indústria pesada tendem a acompanhar, ou mesmo superar, a taxa de acumulação de capital" (idem, p. 77). "O caminho para etapas mais avançadas da indústria induziram alterações na própria natureza dos bens de capital e intermediários importados, daqueles menos complexos para os tecnologicamente mais avançados... [E]xiste, dessa forma, uma tendência à incompressibilidade da pauta de importações que confere maior importância aos efeitos dos níveis de atividade

Esquecendo esta possibilidade por ora, pode-se admitir que a expansão inicial dos investimentos irá, cedo ou tarde, afetar a demanda por importações. Isto porque a demanda doméstica crescerá em resposta à expansão primária da renda detonada pelos investimentos, e por este caminho será aumentada a necessidade de poupança externa. E será assim mesmo no caso em que a elasticidade-importação dos investimentos apresente trajetória cadente – suposição bastante realista para uma economia em processo de industrialização por substituição de importações – porque seus efeitos multiplicadores sobre a renda não poderão ser completamente anulados.

De posse de tais considerações, pode-se avaliar com mais clareza a suposição de que a aceleração do ritmo de crescimento econômico, a despeito da crescente diversificação da estrutura produtiva doméstica, produzia correspondentes aumentos na demanda doméstica que acabavam pressionando à absorção de recursos estrangeiros. Embora, em teoria, seja possível considerar que tal relação não fosse uma condição necessária à potencialização do ritmo de crescimento, os dados sugerem que o modelo de crescimento adotado e as facilidades encontradas nas contas externas produziram uma forma muito particular de sancionar o acelerado ritmo de crescimento brasileiro: o aumento da taxa de investimentos produzia efeitos expansivos multiplicados sobre a demanda doméstica que, por sua vez, exigia a absorção de poupança externa para se realizar. Isto não implica considerar que a realização física dos investimentos estivesse umbilicalmente dependente do ingresso de equipamentos ou tecnologias estrangeiras que só podiam ser importados por meio da poupança externa. Ao invés disso, o que se busca argumentar é que, com base em determinado modelo de crescimento e nos padrões de consumo correntes, a aceleração na taxa de crescimento só poderia ir além de determinado nível se a conseqüente expansão da demanda (decorrente deste processo) pudesse ser sustentada[56]. Caso contrário, o ajuste nas contas externas deveria se dar pela contenção do ritmo de inversão.

Levando o argumento ao extremo, o que se busca fazer aqui é analisar a dinâmica da economia brasileira nestes anos com base no modelo de Harrod (Capítulo I, item 5). Ou seja, dada determinada elasticidade-renda das importações e exportações que são rígidas no curto prazo, a taxa de crescimento da economia estará limitada a um teto, salvo no caso da existência de folga nas contas externas que decorram de fontes estranhas ao modelo, o que neste caso é dado pela possibilidade de recorrer à poupança externa. Como visto acima, a alteração nos termos de troca

---

econômica sobre a demanda de importações totais" (idem, p. 79-80). Desta forma, apesar dos avanços conseguidos pelo processo de industrialização, as dificuldades impostas pelas contas externas não puderam ser eliminadas, o que mantém válida a hipótese inicial deste trabalho.

[56] Malan & Bonelli (1976) exploram o assunto em detalhes. Seu argumento básico é de que a taxa de crescimento da economia brasileira só pode se manter em patamares bastante elevados em função do recurso à poupança externa. Sem isso, o nível de dispêndio doméstico não poderia ultrapassar o produto interno o que implicaria na redução das taxas de inversão.

pode alterar dramática e instantaneamente os parâmetros e redefinir a taxa de crescimento de equilíbrio.

Em suma, o que se pretende sustentar é que o excelente desempenho da economia brasileira nestes anos (1968-79) não poderia ser entendido sem levar em consideração as facilidades encontradas nas contas externas. O relaxamento das condições de financiamento externo produziu o ambiente favorável para que a economia pudesse elevar suas inversões e aumentar o ritmo de crescimento da demanda doméstica. Ao encontrar espaço para que a absorção doméstica pudesse se elevar no ritmo necessário, ante a qual a geração de divisas por meio das exportações era insuficiente, a economia pôde concretizar seu potencial de crescimento sem que encontrasse limites além dos inerentes à lógica de rentabilidade dos investimentos.

Vale também observar os efeitos negativos deste processo de endividamento. Os críticos à política econômica empreendida neste período costumam afirmar que sua condução produziu um inconseqüente sobre-endividamento externo, cuja rolagem demandou parcelas crescentes do passivo externo contratado a cada ano. O manejo dos instrumentos de política econômica levou a economia brasileira à contratação de recursos estrangeiros num volume muito superior às necessidades de absorção de recursos produtivos para alimentar seu ritmo de crescimento. E na medida em que tal processo prosseguia menor era a parcela das divisas canalizadas para sustentar o ritmo de crescimento corrente, caracterizando o perfil eminentemente financeiro deste processo. Contudo, é preciso sublinhar que embora a PER tenha consumido parcelas cadentes da OTD no correr dos anos, ela demandou recursos estrangeiros que somaram 2,25% do PIB, índice jamais repetido pela economia brasileira. Ao mesmo tempo em que a taxa de FBKF atingiu níveis também jamais repetidos. Tais resultados não podem, contudo, servir de pretexto para deixar de lado o problema. As captações externas foram muito superiores às necessidades, de modo que ampliaram o passivo externo para muito além do que seria preciso para satisfazer as necessidades em poupança externa. E isto viria a constituir-se num sério problema a dificultar a condução da política econômica nos anos seguintes. Mas, mesmo no curto prazo, este aumento do passivo dobrou o comprometimento das divisas disponíveis com o pagamento de rendas ao exterior.

Por outro lado, o manejo da política econômica parece não ter se constituído num entrave ao crescimento econômico nestes anos. Pelo contrário, a condução dos instrumentos potencializou-o, justamente por não limitar a realização das decisões de inversão. Apesar de ter operacionalizado de forma inadequada alguns de seus instrumentos, como a taxa de juros, por exemplo, ela não constrangeu a realização da demanda em expansão. A crescente oferta total de divisas e seu baixo coeficiente de utilização reforçam esta interpretação. Entretanto, se esta política de endividamento externo não conteve o crescimento neste período, era evidente que seus custos não poderiam ser contornados para sempre. O crescente passivo externo e as demandas em divisas que ela impunha se tornavam uma variável cada vez mais decisiva para o desempenho da economia brasileira.

Sobre este período (1956-1979) resta observar que sua aparente aderência à teoria de crescimento com restrição de divisas se deveu ao papel decisivo desempenhado pela contribuição da poupança externa na aceleração da taxa de crescimento. Vale sublinhar que ele foi marcado pela face positiva desse processo, ou seja, constitui-se da fase de expansão do passivo externo. Apesar da ocorrência de uma crise de aproximadamente seis anos, entre 1962 e 67, não se pode creditar suas causas, direta e exclusivamente, ao aperto da restrição, como sustenta Sochaczewski (1991). O que se percebe é que a contínua expansão do passivo externo ao longo destes anos sancionou o ritmo de crescimento observado. Mas, em simultâneo, criou uma fonte de pressão adicional à restrição externa, representada pela necessidade de pagamento de rendas a estes capitais.

Para ser verdadeira a hipótese de que a performance da economia brasileira se enquadrou à teoria de crescimento com restrição de divisas, sua sustentação exige o cumprimento de duas condições. Por um lado, a aceleração do crescimento terá que ser relacionada à absorção de poupança externa. E, por outro, a "despoupança" externa deverá frear o ritmo de crescimento econômico. Ou seja, se é correto admitir que o desempenho econômico é potencializado pela contribuição de poupança externa, sua comprovação exigirá que a taxa de crescimento doméstica seja constrangida em algum momento pela incapacidade de realizar as importações necessárias para que as inversões potenciais e seus efeitos expansivos sobre a demanda se concretizem. Neste sentido, a performance da economia brasileira nos anos oitenta constitui o corolário para a sustentação da hipótese.

Os seis anos, compreendidos entre 1979 e 84, resumem o ajuste imposto à economia brasileira logo após a reversão do cenário internacional favorável, em fins da década de setenta. E os números da tabela (10) traduzem a evolução deste ajuste. Por meio dela, percebe-se que a absorção de PER caiu paulatinamente, a partir de 1980, em compasso com a retração do nível das inversões domésticas, ambas medidas em relação ao nível de renda corrente. Como resultado, a taxa de crescimento do PIB sofreu significativa retração até a economia entrar em recessão no ano de 1981.

Analisando-a mais atentamente, pode-se observar também que o ano de 1980 marcou o ponto zero do processo de retração do nível de inversão na economia. A partir daí, a taxa de FBKF declinou constantemente, até que sua trajetória fosse levemente revertida em 1985. Ao lado disso, a absorção de PER seguiu a mesma trajetória de queda acentuada. Em 1981, o primeiro ano de verdadeira recessão, a queda na PER tinha sido de aproximadamente 75% ante ao resultado do ano anterior. A absorção de PER continuou a declinar nos anos seguintes, até determinar a transferência de recursos reais ao exterior, processo iniciado em meados de 1983. Verifica-se também a existência de forte correlação (e sincronia) entre o processo de desaceleração no ritmo de crescimento da economia, de queda na taxa de formação de capital e retração na taxa de absorção de PER. Isto parece constituir-se numa clara indicação de que, na escassez de divisas, a economia

brasileira precisou se ajustar ao novo cenário e o fez por meio da contração do nível de inversões. Desta maneira, procedendo à comparação da performance da economia brasileira durante as fases de crescimento e de crise, a resposta para a alteração no ritmo de crescimento parece repousar no comportamento de uma variável-chave: a possibilidade de recorrer à poupança externa.

Tabela 10 - Evolução do Crescimento e Absorção de Poupança Externa na fase de ajuste

(em % do PIB)

Discriminação	1979	1980	1981	1982	1983	1984
FBKF a preços correntes[1]	23,4	23,6	24,3	23,0	19,9	18,9
Variação na FBKF a preços correntes (em % a.a.)[2]	4,9	0,8	3,2	-5,4	-13,3	-5,2
FBKF a preços de 1980[1]	22,7	23,6	21,6	20,0	17,2	16,3
Variação na FBKF a preços constantes (em % a.a.)[2]	-2,7	3,9	-8,3	-7,6	-13,8	-5,3
Variação do PIB (em % a.a.)[2]	6,8	9,2	-4,3	0,8	-2,9	5,4
Variação do PIB internacional (em % a.a.)[2]	4,1	3	1,6	0,4	2,6	4,9
PER[3]	2,9	2,8	0,7	1,1	-1,7	-4,3
Pagamento de Rendas[3]	3,2	3,3	4,6	5,7	4,5	4,3

Fonte dos Dados: Banco Central do Brasil; SCN/IBGE *apud* Ipeadata e Fundo Monetário Intenacional (*Yearbook*).

[1] De acordo com IBGE/SCN *apud* Ipeadata.

[2] Variação medida entre o ano corrente e o anterior.

[3] Entre 1956-1961 e 2003-2004, o PIB foi apurado pela taxa de câmbio média do ano, com base no IBGE/SCN *apud* Ipeadata. Entre 1962 e 2002, foi apurado pelo critério da paridade do poder de compra (PPC), a partir do Relatório de Atividade Econômica do Banco Central do Brasil *apud* Ipeadata.

Outro aspecto que merece atenção, nestes anos, é a evolução do pagamento de rendas ao exterior. No curso deste processo de ajuste nos investimentos, estas remessas passaram a demandar porções crescentes das divisas disponíveis, de modo que o montante de recursos externos canalizados ao esforço de inversão contraiu-se de forma aguda. Tal tendência parece reforçar a posição dos críticos ao processo de sobre-endividamento das décadas anteriores, já que o mau manejo dos instrumentos de política econômica e o acúmulo de um considerável passivo externo frustraram as perspectivas de crescimento projetadas com base no excelente desempenho da economia brasileira desde o imediato pós-guerra.

A crise que se abateu sobre a economia nacional após a elevação dos juros americanos, em 1979, e sobretudo a partir dos seus desdobramentos por volta de 1981, contribui de forma decisiva para a sustentação da hipótese-chave deste trabalho. Até então, o vigoroso desempenho da economia coincidira com a constante absorção de poupança externa. A brutal alteração na disposição da comunidade internacional em financiar o excesso de dispêndio nacional obrigou o país a racionar as novas inversões ao limite determinado pela geração de divisas via exportações. É difícil avaliar até que ponto o desaparecimento da contribuição da poupança externa afetou a trajetória de crescimento da economia brasileira. Porque aliada à queda no ingresso de recursos líquidos elevou-se dramaticamente a necessidade de pagamento de rendas ao exterior, retraindo de forma significativa o volume de divisas destinadas a alimentar as importações de bens e serviços. É certo que a conjugação destes dois choques produziu o colapso do padrão de acumulação vigente, como os números da tabela (10) indicam. Pode-se especular sobre a possibilidade de que a

trajetória de crescimento assistida durante a década de setenta não seria repetida na década que se abria, mesmo que o pagamento de rendas não tivesse comprometido boa parte das divisas, desde que o acesso à poupança externa permanecesse vedado. O que é certo, no entanto, é o fato de que a conjugação de ambos os efeitos foi brutal para a manutenção da trajetória de crescimento brasileira delineada até então. Para ilustrar, basta sublinhar que diante da reversão na PER de quase 250% (de 2,9% do PIB para 4,3% negativos), a taxa de FBKF, entre 1979 e 1984, sofreu uma queda de aproximadamente 29%, medida em proporção do PIB.

Isso posto, há fortes indícios de que o fraco desempenho da economia brasileira nos anos seguintes se deveu aos limites impostos ao crescimento, cuja origem repousava nas dificuldades enfrentadas nas contas externas. A profunda contração de crédito internacional foi o golpe de misericórdia às projeções extremamente otimistas. Os números levantados indicam que o "milagre" do crescimento brasileiro estivera apoiado na constante contribuição de poupança externa, recurso insustentável no longo prazo. E que a crise dos anos oitenta representou o desdobramento natural do sucesso obtido anteriormente, porque foram nestes anos que os custos do modelo de crescimento adotado se manifestaram.

Após este processo de ajuste, o ritmo de crescimento da economia foi drasticamente diminuído. Entre 1983 e 1994, a PER foi negativa em aproximadamente 3% do PIB, na média; a taxa de FBKF ficou por volta dos 16% do PIB, e o crescimento médio do produto alcançou 2,8% ao ano. Enquanto isso, a taxa de crescimento médio do PIB internacional ficou na casa dos 3,15% ao ano. Nestes anos, o aspecto da política econômica que merece maior destaque foi o comportamento das contas externas[57]. Da eclosão da dupla crise, em 1979, até o início da década de noventa, as dificuldades enfrentadas no balanço de pagamentos decorriam de duas fontes. De um lado, a pequena OTD, em face das elevadas necessidades em divisas, apresentou trajetória cadente ao longo da década. Por outro lado, enquanto a OTD gravitava entre 1% e -1% do PIB, a demanda em divisas para o pagamento de rendas jamais ficou aquém dos 3% do PIB. O crescimento das necessidades em divisas para fazer frente aos pagamentos de rendas, em meio a crescente dificuldade de obtê-las pelos meios usuais, obrigou que sua geração se fizesse pelo lado real da economia. Ou seja, tais dispêndios tiveram que ser financiados por meio da "despoupança" externa, isto é, por meio da obtenção de superávit nas relações reais entre o país e a comunidade

[57] Os dados estão na tabela que se segue.

(em % do PIB)[1]

Discriminação	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
1. OTD	2,8	2,6	0,0	0,5	0,7	-0,8	0,0	1,2	0,6	2,2	2,1	2,0
2. DU	2,8	0,0	0,1	1,6	0,4	-1,1	-0,2	1,1	0,6	-0,8	0,4	0,7
3. PER	-1,7	-4,3	-3,6	-1,7	-2,5	-4,3	-3,3	-1,6	-1,5	-2,5	-1,5	-0,8
4. Pgto. Rendas	4,5	4,3	3,7	3,3	2,9	3,2	3,1	2,7	2,1	1,7	2,0	1,6

Fonte dos Dados: Banco Central do Brasil.

[1] Entre 1956-1961 e 2003-2004, o PIB foi apurado pela taxa de câmbio média do ano, com base no IBGE/SCN *apud* Ipeadata. Entre 1962 e 2002, foi apurado pelo critério da paridade do poder de compra (PPC), a partir do Relatório de Atividade Econômica do Banco Central do Brasil *apud* Ipeadata.

econômica internacional, o que implicava consumir recursos produtivos num volume inferior à oferta doméstica, de modo que o excedente destes recursos pudesse ser remetida ao exterior para custear os pagamentos de rendas. Em poucas palavras, pode-se dizer que as crescentes pressões para o pagamento de rendas ao exterior limitaram drasticamente o horizonte de crescimento nestes anos. Em conseqüência, a conversão produtiva das divisas disponíveis tornou-se bastante difícil, sobretudo, porque grande parte delas fora empenhada para o pagamento de rendas.

Diante disso, torna-se possível observar os anos transcorridos entre 1955 e 1985 conjuntamente e, com isso, apreender algumas de suas características principais. Parece claro que enquanto a disponibilidade de poupança externa foi positiva, a economia apresentou trajetória de crescimento sempre superior não só à taxa de crescimento de equilíbrio como também à taxa de crescimento da renda internacional, como os anos entre 1956-61 e 1968-79 atestam. Em contrário, nas fases em que a restrição externa impôs limites à expansão da demanda doméstica, o desempenho da economia ficou aquém destes parâmetros, como verificado entre 1962-67 e 1980-90. Portanto, parece lógico concluir que, até a década de oitenta, o ritmo de crescimento da economia brasileira dependia de uma variável-crucial: a disposição da comunidade internacional em sancionar a absorção de poupança externa requerida para realizar o volume de inversões potenciais da economia nacional e seus efeitos multiplicadores sobre a renda. E tal disposição mudou profundamente na virada dos anos setenta para os oitenta.

Retornando à análise da trajetória da economia brasileira, nota-se que as dificuldades que marcaram as contas externas durante os anos oitenta começaram a se modificar logo no início da nova década. A primeira manifestação desta melhora foi a diminuição das exigências em divisas para o pagamento de rendas a partir de 1990. Para ilustrar esta melhora basta verificar que enquanto esta conta exigira recursos de aproximadamente 3,5% ao longo da década de oitenta, nos anos seguintes esta demanda retraiu-se para níveis similares aos verificados durante a segunda metade da década de setenta – cerca de 2,1% do PIB. No entanto, o passo mais significativo para a reversão definitiva das dificuldades anteriores se deu a partir de 1992, quando as transformações financeiras internacionais produziram uma nova onda de liquidez que ensejaram o re-ingresso de recursos estrangeiros no país. Isto se traduziu na retomada da contratação total de divisas para níveis nunca inferiores a 2% do PIB nos anos seguintes.

Chama a atenção o fato de que a emergência desta nova onda de liquidez não induziu, de imediato, à absorção de PER. No que diz respeito ao triênio 1990-92, tal resultado é explicado, em grande parte, pelos planos econômicos contracionistas que tiveram vigência durante este intervalo e que impuseram perdas à economia. Já durante o biênio 1993-4 a política econômica doméstica apresentou sensível alteração. É preciso observar que, embora as contas externas tenham apresentado crescente relaxamento e, em conseqüência, tenham ampliado as facilidades para a realização de importações de bens e serviços, a absorção de PER não diferiu de forma significativa

em relação àquela verificada no triênio anterior. As razões para esta diferença permanecem obscuras. Pois ao lado da relativa folga obtida nas contas externas, no plano doméstico, a política econômica foi bem menos apertada que a empreendida nos anos anteriores. É certo que o problema da inflação crônica e as medidas para seu controle continuaram sendo elementos importantes, cujos impactos se faziam sentir não só sobre a condução política econômica como também sobre os cálculos dos empresários. A rigor, a taxa média da FBKF no biênio foi de 14,5% do PIB, ao passo que a "despoupança" externa ficou na casa dos 1,15% do PIB. Com certeza, tal resultado foi afetado pelos planos econômicos postos em prática no período e, especialmente, pelo Plano Real, posto em ação a partir de 1994.

É difícil estabelecer uma única causa para esta trajetória. É certo, no entanto, que a inflação sempre em aceleração se tornara um obstáculo decisivo ao crescimento, especialmente depois que os planos heterodoxos de combate foram postos em ação no ano de 1986. Daí em diante, a sucessão de medidas como congelamento de preços, troca de padrão monetário, ou seqüestro de ativos financeiros aumentaram a incerteza na economia, reduzindo o ímpeto à inversão e ao consumo, cujos efeitos recaíram sobre o ritmo de atividade e crescimento econômico e, por extensão, sobre as contas externas. Em face disso, embora o relaxamento das contas externas preceda ao Plano Real, as mudanças econômicas domésticas implementadas por ele produziram um novo ambiente econômico em que as decisões privadas abandonaram suas antigas posições defensivas. Desta forma, parece mais adequado tomá-lo como ponto de referência que delimita o início de uma nova dinâmica econômica que marcaria a década de noventa, pelo menos no intervalo apontado na tabela (11).

Tabela 11 - Absorção de Poupança Externa e Inversão (médias apuradas para os intervalos indicados nos parênteses)

(em % do PIB)

Discriminação	Plano de Metas (1957-61)	Milagre (1968-73)	II PND (1974-79)	Anos noventa (1995-2001)
FBKF a preços correntes[1]	15,8	19,5	22,4	19,6
FBKF a preços de 1980[1]	18,5	21,6	24,0	15,3
Crescimento médio do PIB (em % a.a.)	7,7	9,5	5,3	1,8
OTD[2]	2,0	4,1	6,1	4,4
DU[2]	2,1	2,2	5,9	4,4
PER[2]	1,1	1,1	3,5	1,8
Pagamento de Rendas[2]	0,9	1,2	2,4	2,6

Fonte dos Dados: Banco Central do Brasil e SCN/IBGE *apud* Ipeadata.

[1] De acordo com IBGE/SCN *apud* Ipeadata.

[2] Entre 1956-1961 e 2003-2004, o PIB foi apurado pela taxa de câmbio média do ano, com base no IBGE/SCN *apud* Ipeadata. Entre 1962 e 2002, foi apurado pelo critério da paridade do poder de compra (PPC), a partir do Relatório de Atividade Econômica do Banco Central do Brasil *apud* Ipeadata.

A busca por explicação para o ocorrido daí em diante exige uma análise mais atenta do gráfico (3). Nele verifica-se que a relação estabelecida entre a taxa de FBKF e a absorção de poupança externa sofreu drástica mudança no início dos anos noventa. A contínua ampliação na absorção de poupança externa, sobretudo da PER, não engendrou (ou não coincidiu com) a elevação na taxa de

investimento da economia, como era esperado tendo em vista a experiência anterior. Em comparação com as duas décadas e meia anteriores, a recomposição das condições de financiamento externo possibilitou que a absorção de poupança externa, principalmente entre 1995 e 2001, se aproximasse àquela obtida nos anos mais favoráveis ao endividamento internacional, conforme aponta a tabela (11). Mas, paradoxalmente, a FBKF apresentou desempenho semelhante aos piores momentos vividos durante a década de oitenta. À primeira vista, os dados sugerem a ocorrência de uma ruptura na antiga relação estabelecida entre a absorção de poupança externa e crescimento na economia brasileira, cuja origem remonta ao início dos anos noventa.

Por meio da tabela (11) verifica-se que a oferta total de divisas foi praticamente a mesma que a encontrada nas fases de crescimento acelerado, sendo menor que a assistida durante o II PND. Por outro lado, importa ressaltar que as exigências em divisas para os pagamentos de rendas foram bastante altas e demandaram quase 60% do total das divisas disponíveis no mesmo período, ante a menos de 45% em todas as fases anteriores[58]. O crucial, no entanto, é o fato de que apesar da absorção de PER ter sido significativa e ter sucedido a um longo período de penúria cambial não ensejou a elevação na parcela da renda doméstica canalizada para acelerar o ritmo de acumulação, como indica a taxa de FBKF a preços constantes.

Ocorre que numa economia sob rápida industrialização, como a brasileira, o avanço no processo implica a ampliação do coeficiente que relaciona a taxa de inversão com o ritmo de crescimento. Ou seja, quanto mais diversificada for uma economia, maiores parcelas da renda corrente serão exigidas para que os novos investimentos produzam o mesmo nível de crescimento. Tal tendência pode decorrer do aumento do coeficiente tecnológico dos investimentos, ou mesmo da criação de novos ramos de atividade cujas plantas detêm potencial produtivo muito superior às condições de demanda, de modo que parte dos novos investimentos fica subutilizada[59].

O ponto a reter é que, numa economia cada vez mais complexa, a taxa de FBKF deverá se elevar persistentemente para que a taxa de crescimento se mantenha constante. Disto resulta que já era esperado que a economia brasileira, ao retomar o recurso à poupança externa em níveis

[58] A rigor, durante o Plano de Metas o pagamento de rendas demandou 45% da OTD; no "milagre" pouco menos de 29%; e no II PND em torno de 39%.

[59] Esta posição não é, no entanto, compartilhada por todos. Tavares (1972) sustenta que o incremento na relação capital produto – isto é, o aumento na demanda em capital para geração de determinado nível de produto – não é uma premissa correta. Segundo ela, o incremento na produtividade associado aos novos investimentos faz com que o esperado aumento nessa relação seja diluído. Ou seja, o aumento do produtividade faz com que o acréscimo no produto seja mais que proporcional ao incremento no capital, frustrando a realização desta tendência. Assim, o processo não levaria a maiores demandas relativas de capital para que a taxa de crescimento fosse sustentada. Em que pese suas considerações, parece correto sustentar que mesmo que a relação capital produto se mantenha estável, a recomposição das condições de inversão nos anos noventa deveria levar a economia a apresentar maiores taxas de FBKF. O que se pode discutir é se a realização destes investimentos poderia ou não produzir uma taxa de crescimento econômico maior do que o assistido nas décadas anteriores. É certo, entretanto, que a taxa de crescimento deveria ter respondido aos sinais apresentados pelas contas externas.

equivalentes aos dos anos sessenta, experimentaria taxas de crescimento menores que as observadas naquele período. Portanto, o enigma a ser resolvido não repousa sobre o baixo ritmo de crescimento; antes disso, consiste em que: mesmo diante de condições externas extremamente favoráveis, a trajetória da taxa de inversão parece não ter sido afetada por tais modificações. A questão-chave está em compreender o porquê da taxa de FBKF não responder às alterações na absorção de poupança externa real.

4. O Enigma dos anos noventa

Analisando a composição do gasto agregado da economia é possível obter algumas pistas sobre o fenômeno assistido na economia brasileira durante os anos noventa. Antes, deve-se ter presente que a divisão funcional do gasto doméstico entre consumo, investimentos e gastos da administração pública e as modificações operadas nela podem ajudar a compreender o problema proposto. Admitindo que o gasto de uma economia possa ser, grosso modo, representado pela seguinte equação:

$$(M - X) – J + Y = C + I + G \quad [60] \qquad (8)$$

A absorção doméstica (C + I + G) só será contabilmente idêntica ao nível de renda corrente (Y) quando as relações entre o país e a comunidade internacional não produzirem saldo algum. No caso de saldo positivo, isto é, quando as importações superarem as exportações e o pagamento de rendas ao exterior, haverá absorção de poupança externa, ou melhor, o nível da absorção doméstica será superior às condições de oferta local. Do outro lado da igualdade, estão representadas as três formas sob as quais o gasto doméstico será alocado: consumo, investimentos ou gasto do governo.

Retomando o argumento, espera-se que uma economia em rápido processo de industrialização demande maiores parcelas da renda corrente para sustentar o nível de investimentos requerido para a manutenção do crescimento. Por meio da equação (8) vê-se claramente que este processo pode ser facilitado pela absorção de poupança externa, já que desobriga que parte da renda doméstica seja desviada da satisfação das necessidades de consumo da população, por exemplo.

A tabela (12) e o gráfico (4) mostram a evolução de alguns indicadores que descrevem a experiência da economia brasileira. Verifica-se que, no correr dos anos, a fração da renda destinada ao consumo foi sempre cadente, ainda que levemente. Em sentido contrário, a taxa de FBKF foi

[60] Onde: Y é nível de renda (ou produto) corrente; C representa o Consumo e I o nível de Investimento, cuja *Proxy* adotada é a taxa de FBKF, ambos apurados em relação ao produto corrente; e X representa as exportações e M as importações. A *Proxy* utilizada para medir o resultado líquido destas transações – (M – X) – será a PER, também medida em relação ao PIB. J representa o pagamento de rendas ao exterior. G representa os gastos da administração pública.

sempre crescente. Ambas as variáveis mantiveram a trajetória descrita até o início da década de oitenta, quando a eclosão de severa crise provocou sua inversão. Observa-se também que, nos anos de acelerado crescimento, o aumento do volume de investimentos, em relação ao nível do produto corrente, não coincidiu com a contração da participação do consumo na divisão funcional da renda. Esta tendência indica que o crescimento relativo dos investimentos não esteve amparado em mudanças na repartição da renda nacional que pudesse sustentar, por meios próprios, a trajetória apresentada pela economia. Ou seja, como a repartição da renda entre consumo e investimentos não sofreu alteração significativa em desfavor do consumo, o processo de diversificação produtiva e a aceleração no nível de acumulação subjacente a ele exigiram que a absorção doméstica fosse superior ao produto nacional. E isto só foi possível mediante a absorção de poupança externa[61].

Tabela 12 - Composição do Gasto doméstico (médias apuradas para os intervalos indicados nos parênteses)

(em % do PIB)

Disriminação	Plano de Metas (1957-61)	Milagre (1968-73)	II PND (1974-79)	Anos oitenta (1984-89)	Anos Noventa (1995-2001)
1. FBKF a preços correntes¹	15,8	19,5	22,4	21,8	19,6
2. FBKF a preços de 1980¹	18,5	21,6	24	17,2	15,3
3. Consumo¹	83	80	79	73,5	80,6
4. Gastos da Adm. Pública	7,0	9,2	7,8	8,5	16,1
5. Pgto de Rendas ao exterior	0,9	1,2	2,8	4,4	2,5
6. Soma (1+3+4-5)	104,9	107,5	106,4	99,4	113,8
7. Soma (2+3+4-5)	107,6	109,6	108,0	94,8	109,5

Fonte dos Dados: Banco Central do Brasil e SCN/IBGE *apud* Ipeadata.

¹ De acordo com a IBGE/SCN *apud* Ipeadata.

Esta forma peculiar de promoção do crescimento se arrastou desde o Plano de Metas até o II PND sem que encontrasse sérios problemas para sua efetivação. Contudo, a crise dos anos oitenta fez com que este modelo de crescimento encontrasse seus limites. A necessidade de transferir recursos produtivos ao exterior (a "despoupança" externa) determinou forte retração à absorção doméstica, o que refletiu na diminuição relativa de ambas as formas de alocação do gasto, conforme aponta a tabela (12). A brutal alteração nas condições macroeconômicas frente ao observado nas décadas anteriores determinou a inflexão da trajetória de crescimento que vinha sendo delineada pela economia brasileira desde o final dos anos sessenta.

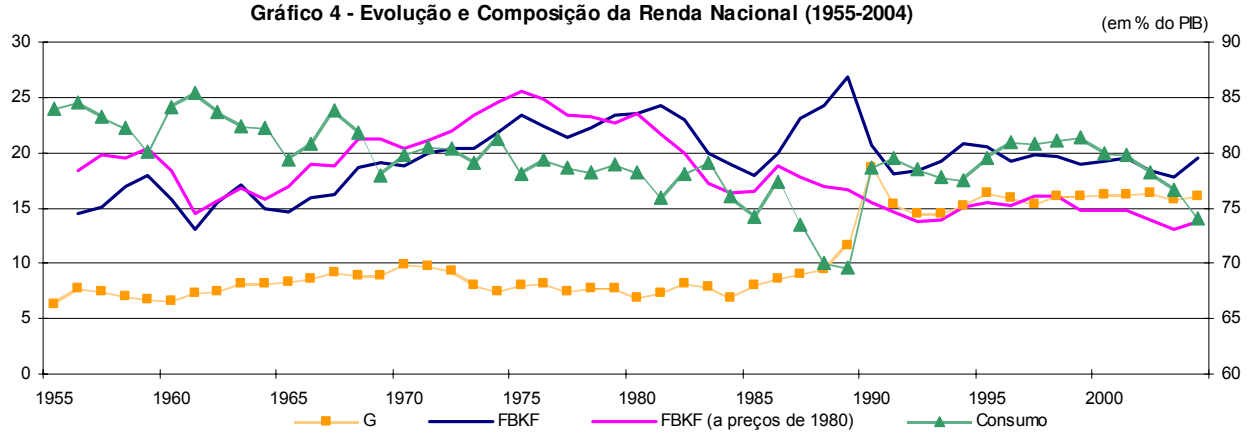
Na busca de outras pistas para entender melhor a natureza do problema assistido, convém tecer alguns esclarecimentos sobre a relação existente entre poupança externa e interna. Tais instrumentos analíticos não são variáveis complementares, como sustentam algumas teorias ao proporem que a absorção de poupança externa eleva a taxa de poupança interna[62]. Segundo estas

[61] Ou seja, "buscava-se manter a expansão acelerada tanto do consumo quanto do investimento, sem grande realocação dos fluxos financeiros e ainda sob condições de se obter a redução do ritmo inflacionário e se evitar maiores desequilíbrios no balanço de pagamentos" (Pereira, 1974; p. 58).

[62] Bresser-Pereira (2003) e Bresser-Pereira & Nakano (2003) discutem rapidamente estas teorias.

teorias, o recurso à poupança externa proporciona, necessariamente, a aceleração na taxa de inversão e, por extensão, o crescimento econômico. Ocorre que a poupança externa é o resíduo obtido pela contabilização das relações econômicas reais estabelecidas entre agentes nacionais e a comunidade internacional. Enquanto que a poupança interna é definida como o resíduo obtido pela subtração da parcela da renda destinada ao consumo doméstico do total da renda gerada na economia; grosso modo, a parcela da renda não convertida em consumo é definida como investimentos, de modo que poupança interna e investimento são identidades contábeis – desde que o saldo das relações com o exterior seja nulo. A crítica reside no fato de que estas grandezas não constituem instrumentos analíticos suficientes para que seja possível estabelecer a relação de causalidade que tais teorias propõem. Ou melhor, o erro de tais abordagens consiste em que tomam possibilidades como certeza.

Gráfico 4 - Evolução e Composição da Renda Nacional (1955-2004)



Fonte dos Dados: Banco Central do Brasil e IBGE/SCN *apud* Ipeadata.

De forma mais clara, é possível que um país qualquer amplie seu déficit em transações correntes – o conceito convencional de poupança externa – sem que isso implique a aceleração na taxa de inversão da economia. Pois não existe garantia de que este déficit tenha origem na elevação nas taxas de inversão que ao aumentarem levariam à elevação no volume de importações, em especial de bens de produção. Acontece que o "consumo" destas divisas pode se destinar, por exemplo, à aquisição de artigos estrangeiros que não têm relação e nem engendram a aceleração na taxa de inversão da economia, como daqueles vinculados ao consumo. Ou ainda, tal aumento na demanda em divisas pode decorrer da inclusão de novas necessidades à pauta de importação que eram inexistentes até então. Isto é, a incorporação de novos padrões de consumo, por exemplo, pode gerar o aumento de importações sem que isto seja reflexo de aumentos no ritmo de crescimento da renda. Ou seja, a ampliação na absorção de poupança externa não implica, necessariamente, ampliação dos gastos com investimentos, de modo que a elevação da poupança

externa pode não produzir aumentos da participação da taxa de FBKF na divisão funcional da renda – ou o aumento na poupança interna – como querem fazer crer tais teorias.

A rigor, inúmeros fatores podem produzir alterações na taxa de absorção de poupança externa, sem que produzam correspondente aceleração na taxa de crescimento. Na verdade, quaisquer mudanças drásticas no padrão de funcionamento de uma economia podem alterar a elasticidade-renda das importações, de modo a redefinir a taxa de crescimento garantidora do equilíbrio no BP – é o que poderia acontecer caso houvesse um sensível e repentino relaxamento nas medidas de proteção tarifaria, por exemplo. Ou ainda, o surgimento de uma nova onda tecnológica poderia produzir alterações na elasticidade-renda das importações, redefinindo o ritmo de crescimento econômico máximo compatível com o equilíbrio no BP. Por outro lado, não se pode negar que a aceleração na taxa de crescimento – desde que não sejam operadas mudanças nos parâmetros que definem a taxa garantidora de equilíbrio – deva produzir certamente alterações na absorção de poupança externa. Disto resulta que, em geral, a aceleração da taxa de inversão – e o conseqüente crescimento da demanda – ampliará a demanda por poupança externa; entretanto, aumentos no nível de poupança externa não decorrem necessariamente da aceleração na taxa de crescimento.

A equação (8) permite fazer outras considerações importantes sobre a relação entre crescimento e poupança externa. Por meio dela verifica-se que é correta a afirmação de que, na existência de poupança externa, a renda disponível é superior ao produto gerado localmente. Sua existência indica que o nível de gasto doméstico superou o fluxo de renda gerado pela produção local, de modo que se pode considerar que os horizontes de crescimento econômico foram alargados. Contudo, a existência desta contribuição externa não implica ter que admitir que ela tenha sido, total ou parcialmente, canalizada para a realização de novos investimentos. Em certas condições históricas e institucionais, tal afirmação poderia ser verdadeira, o que não quer dizer que valha sempre. A rigor, absorção de poupança externa não é sinônimo de maiores investimentos.

Observando os fatos com mais clareza, verifica-se que, nos anos de maior crescimento, a estrutura financeira existente no Brasil colava a demanda externa por divisas à aceleração na taxa de crescimento. Pois a intensificação das atividades econômicas e seus efeitos positivos sobre as decisões de inversão geravam demandas por empréstimos que, a reboque, engendravam o aumento no aporte de divisas, conduzindo a economia à absorção de poupança externa. Isto ocorria porque, inicialmente, a frágil estrutura do sistema financeiro doméstico encontrava dificuldades para a mobilização de recursos emprestáveis necessários para sancionar a crescente demanda por empréstimos que as decisões de investimento em curso ensejavam. Com vistas a solucionar este problema, foram institucionalizados canais que permitiram que recursos estrangeiros fizessem o papel de fonte original de fundos financeiros e, portanto, fossem responsáveis por alimentar o sistema financeiro local com os recursos necessários para sancionar as demandas de crédito

existentes. Mas esta arquitetura financeira fazia com que as demandas por crédito exercidas sobre o sistema financeiro doméstico implicassem a contrapartida da contratação de divisas. Ou seja, as demandas por recursos financeiros exercidas sobre o sistema financeiro local engendravam, ao mesmo tempo, a contratação de divisas estrangeiras (Cruz, 1999 e Pereira, 1974). A realização destes investimentos ampliava a demanda doméstica que se encarregava de converter parte das divisas contratadas em poupança externa. Deste modo, a contratação de divisas e o posterior recurso à poupança externa coincidiam e, em geral, respondiam aos mesmos sinais.

Não restam dúvidas, portanto, de que se é correta a suposição de que o recurso à poupança externa pode acelerar a taxa de crescimento de uma economia, isto só pode se dar se o crédito externo vier acompanhado da elevação na taxa de inversão na economia. E, naqueles anos, as condições econômicas vigentes possibilitavam a coincidência destes dois movimentos expansivos, validando a teoria em questão. Os fatos pareciam sustentar as relações propostas pelas teorias míopes, como visto. Seu erro consistia em que buscavam tornar as relações estabelecidas entre poupança externa e crescimento, válidas em determinadas condições históricas e institucionais, como verdades imutáveis. Isto se deveu a sua incapacidade de compreender (ou explicar) elementos mais concretos da articulação investimentos–poupança externa que aqueles que as identidades contábeis apontavam.

Uma série de estudos indicou haver pequena, senão nenhuma, relação entre o ritmo de crescimento de uma economia e a contribuição de poupanças externas. O mais célebre dos estudos foi conduzido por Feldstein & Horioka (1980) e indicou que "*the industrialized countries were behaving as if, in the long run, their domestic investment was largely (if not entirely) financed by their own national saving, implying that they were not significant net lenders (or net borrowers) of funds on international capital markets*" (Blecker, 2002; p.129). Tais considerações levaram à conclusão de que a taxa de crescimento de uma economia não poderia ser acelerada pela contribuição de poupanças externas porque, no longo prazo, a poupança doméstica é que determinaria a taxa de crescimento econômico. Contudo, Blecker aponta para o fato de que tais conclusões foram válidas em determinadas circunstâncias históricas e para os países em questão. Quando a análise foi estendida aos países menos desenvolvidos, tal conclusão não se mostrou tão adequada como se supunha. Isto se deveu a dois fatores principais. De um lado, porque a correlação entre poupança interna e crescimento se perdia. Isso era efeito direto das diferentes políticas conduzidas em cada um dos países. De forma mais clara, políticas intervencionistas possibilitaram a alguns países a aceleração na sua taxa de crescimento, enquanto diminuiu-a em outros. Por outro lado, o efeito da poupança externa sobre o ritmo de crescimento observou sensível dispersão. Alguns países, como o Brasil por exemplo, experimentaram vigoroso aumento na taxa de crescimento sem o acompanhamento da taxa de poupança interna. Para outros países, como a Coréia do Sul por exemplo, a aceleração do crescimento econômico esteve calcada no aumento da taxa de poupança

interna. Como desfecho, Blecker aponta para o fato de que as conclusões sobre a taxa de crescimento econômico, a poupança interna e a poupança externa não comportam generalizações seja no espaço, seja no tempo.

Isso posto, deve-se entender que o alto índice de aproveitamento produtivo dos recursos estrangeiros contratados nas fases de crescimento, verificadas até 1980, esteve amparado na relativa vinculação entre os canais de atração de recursos estrangeiros e a mobilização financeira de fundos emprestáveis para alimentar novas decisões de investimento. Disto decorria que a contratação de divisas trazia implícita em si seu uso produtivo posterior, ainda que parcialmente. Nos anos noventa, o elevado divórcio desta relação implicou crescente entrada de divisas, mas sem que o conseqüente aumento nas importações se vinculasse à realização de novos investimentos.

Repisando o já dito, esclareça-se que a poupança externa só pode atuar como elemento indutor e acelerador do crescimento econômico se puder ser canalizada à ampliação da FBKF. A rigor, não existem mecanismos que vinculem o aporte de divisas a seu uso posterior. Os instrumentos de controle cambial, como taxas múltiplas de câmbio, controles qualitativos de gastos etc. podem ser instrumentos eficientes, todavia, raramente estão disponíveis já que seu uso não é legitimado pelas práticas internacionais. Disto resulta que as facilidades oferecidas à ampliação na taxa de inversão da economia, pela melhora nas condições de liquidez internacional, estão umbilicalmente dependente de como a crescente oferta de divisas afetam as decisões de inversão.

Importa observar que a partir de meados da década de noventa, momento em que a economia brasileira retomou acesso às linhas de financiamento internacional, o abrandamento nas remessas de recursos ao exterior ampliou as possibilidades de absorção doméstica para além dos limites definidos pelo produto doméstico. Era esperado que tal reversão no quadro anterior conduzisse a economia a um novo ciclo de investimentos, cujo resultado seria a ampliação na taxa de FBKF e das taxas de crescimento. Entretanto, o que se assistiu foi uma sensível expansão na fração da renda destinada à satisfação do consumo[63].

Analisando a evolução do consumo com mais atenção, nota-se que, entre 1989 e 1990, a fração da renda destinada ao consumo sofreu uma brusca elevação de pouco mais de 12%, deixando de comprometer algo em torno de 70% para exigir cerca de 79% do PIB. Tal trajetória se sustentou nos anos seguintes, definindo um novo patamar para a repartição funcional da renda nacional. Chama a atenção o fato de que este novo padrão de repartição se fez em prejuízo dos investimentos, deprimindo portanto as perspectivas de crescimento nos anos pós-1990. É bastante

[63] Os dados estão na tabela que se segue.

Discriminação	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Consumo (em % do PIB)[1]	70	70	79	79	79	78	78	79	81
Variação (em % a.a.)	-4,5	-0,6	12,8	1,1	-1,1	-1,1	-0,3	2,5	1,9

Fonte dos Dados: IBGE/SCN *apud* Ipeadata.

[1] PIB apurado pela taxa de câmbio média do ano, com base no IBGE/SCN *apud* Ipeadata.

compreensível que tal resultado tenha se verificado nos anos sob forte recessão econômica (1990-91) e nos anos de alta inflação. Porque as dificuldades macroeconômicas impostas à realização das decisões de investimentos podem ter sido decisivas para refrear sua expansão, de modo que sua trajetória não tenha correspondesse àquela apresentada pelo consumo. Entretanto, o que se esperava é que ela tivesse se invertido já a partir de 1994, período em que as incertezas decorrentes do regime de alta inflação foram diminuídas e as perspectivas de rentabilidade dos investimentos foram elevadas. Ocorre que os números indicam a manutenção da tendência anterior.

Bresser-Pereira (2003) sustenta que a significativa elevação na participação do consumo na composição do gasto agregado, após 1994, decorreu principalmente da ampliação do poder de compra do salário doméstico, medido em moeda estrangeira. Isto se deveu, em especial, à política econômica conduzida durante a segunda metade da década, cujo resultado foi a valorização cambial que ampliou o poder de compra da moeda nacional e possibilitou a significativa expansão do consumo. Segundo ele, tal processo iniciou-se com as crescentes entradas de recursos estrangeiros a partir do início dos anos noventa que não puderam ser absorvidas pelo simultâneo e correspondente aumento nos gastos. Pesaram em favor desta tendência a política de juros levada a cabo após a implementação do Plano Real, em 1994, e seus efeitos inibidores sobre o nível de investimentos na economia. Esta forma peculiar de manejo dos instrumentos de política econômica comprimiu de forma aguda as oportunidades de novos investimentos produtivos (pelo encarecimento do crédito, por limitar os horizontes de crescimento etc.) além de criar novas e rentáveis oportunidades de ganhos em aplicações financeiras. A conjugação destes efeitos produziu o enriquecimento das classes médias, em moeda estrangeira, que converteu este poder de compra em consumo de artigos importados.

Do ponto de vista macroeconômico, o resultado verificado foi o crescente recurso à poupança externa e a queda continuada do nível de poupança interna, produzindo o efeito *crowding-out*[64]. Esta tendência contradiz as esperanças projetadas com base nas abordagens míopes, reforçando a tese de que poupança externa e interna não são elementos complementares. Reiterando, a absorção de poupança externa, ainda que possa ampliar a interna, só o fará se os investimentos ampliarem sua participação na repartição funcional da renda. E foi justamente isso o que não aconteceu nestes anos.

As medidas de liberalização econômica, iniciadas em 1990 com o Plano Collor, oferecem também algumas explicações para esta tendência. O relaxamento das leis de proteção comercial possibilitou o acesso a artigos antes quase-impossíveis de serem importados, como carros, por exemplo. Seria improvável que a economia brasileira pudesse apresentar esta trajetória de expansão no consumo de artigos estrangeiros caso tais medidas não tivessem sido introduzidas

[64] Pereira (1974) adverte que inúmeros trabalhos indicam esta tendência de substituição da poupança interna pela externa. Tal fenômeno é sistematizado pela Hipótese de Haavelmo.

antes mesmo do processo de valorização cambial. Assim, as medidas de relaxamento comercial permitiram que parcela crescente da PER pudesse ser canalizada à satisfação de necessidades reais não produtivas, isto é, consumo, cuja origem não derivava do aumento na taxa de crescimento da renda doméstica. A mudança no escopo da pauta de importação explica em parte porque, ao longo da segunda metade da década de noventa, a PER tenha retomado níveis semelhantes aos verificados nos anos de crescimento acelerado e que a taxa média de crescimento do produto tenha sido inferior à assistida nos anos oitenta[65]. Além disso, é provável que tais medidas tenham redefinido a elasticidade-renda das importações e, com isso, retraído a taxa de crescimento do produto com equilíbrio no BP. Como se não bastasse, a emergência de novas tecnologias impôs novas necessidades de importação, de modo a redefinir a taxa de crescimento de equilíbrio no BP.

Neste sentido, a conjugação destes efeitos fez com que a crescente absorção de poupança externa não tivesse relação direta com o ritmo de crescimento econômico. Pode-se dizer, também, que a valorização cambial foi o elemento catalisador de um processo de ajuste da economia brasileira em relação à economia internacional anterior ao Plano Real[66]. No entanto, a inadequação da economia brasileira à hipótese de que o recurso à poupança externa acelera a taxa de crescimento econômico se deveu ao fato de que sua absorção não coincidiu com a aceleração da taxa de inversão, como os números indicam. Outra importante modificação na composição da divisão funcional da renda nacional se vincula ao aumento da participação dos gastos da administração pública. A partir do final da década de oitenta, sua participação apresentou sensível crescimento, partindo de um patamar de cerca de 8% do produto interno, até alcançar e se estabilizar em torno do 16%, em meados dos anos noventa. Chama atenção o fato de que este processo se vincula a outra mudança importante na operação no setor público[67]. Este fato se

[65] Tal tendência reforça a tese de Cardoso (1980), segundo a qual as inovações tecnológicas reproduzem a relação de dependência estabelecida entre as economias subdesenvolvidas e as avançadas, só que noutro plano (Capítulo I, item 4). Azevedo & Portugal (1998) dão suporte a esta interpretação ao concluírem que a elasticidade-renda das importações tenha sofrido sensível alteração especialmente após 1994. Jayme Jr. & Souza Jr. (2004) obtém resultados distintos, afirmando que tal variável não tenha sofrido sensível alteração nestes anos.

[66] Azevedo & Portugal (1998) sustentam que a elevação no volume das importações foi amenizado por conta da conjugação de duas forças. De um lado, a política cambial de desvalorizações reais inibiu o impulso natural de aumento das importações que se segue a medidas deste tipo. E, por outro, o ambiente recessivo contribui para este resultado. Entretanto, mesmo diante destes fatores contenedores o *quantum* das importações se elevou em aproximadamente 33% somente em 1993, salto amenizado pela melhora nos termos de troca.

[67] Os dados estão na tabela que se segue:

Discrimininação	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Gastos Adm. Pública	8,2	8,0	7,0	8,1	8,6	9,0	9,4	11,6	18,7	15,4	14,5	14,5	15,2	16,3
Var. (em % a. a.)	10,5	-2,7	-12,5	16,6	6,3	4,5	4,6	23,3	60,4	-17,5	-5,7	-0,3	5,1	7,4

Fonte dos Dados: IBGE/SCN *apud* Ipeadata.

[1] PIB apurado pela taxa de câmbio média do ano, com base no IBGE/SCN *apud* Ipeadata.

vincula aos impactos produzidos pelas inovações da Constituição de 1988 sobre as contas públicas. A ampliação das obrigações pertinentes ao setor público forçou para cima tais números.

É sabido que a '*linha de menor resistência*'[68] foi o caminho adotado para que o projeto de rápida industrialização e altas taxas de crescimento para a economia brasileira fosse concretizado. E esta alternativa implicou o recurso à poupança externa como meio de aumentar a absorção local – em decorrência do aumento relativo da participação da formação de capital na renda doméstica – sem sacrifício da participação do consumo na sua divisão funcional. Por vários anos, os canais criados para a captação de divisas estrangeiras e a armação institucional sob a qual se realizava a acumulação permitiram que a poupança externa se vinculasse à expansão na formação de capital. Entretanto, nos anos noventa, tal recurso não esteve inscrito num ambiente macroeconômico favorável à aceleração na taxa de inversão na economia. Em conseqüência, o que se verifica é que a poupança externa não ampliou a poupança interna, como as teorias míopes propunham. A falta de aderência à teoria de crescimento com poupança externa parece repousar nas dificuldades enfrentadas para a elevação do nível de investimentos agregado. Ademais, isto se deu porque, ainda que em nível retórico o papel positivo deste recurso tenha sido invocado, na prática, o manejo dos instrumentos de política econômica sinalizou a busca de objetivos que não produziriam o crescimento da taxa de inversão na economia nacional. Por outras palavras, a pequena fração da renda destinada a FBKF não apresentou a expansão esperada e, sem isso, a absorção de recursos externos não permitiu que a economia experimentasse um novo ciclo expansivo.

Para concluir, vale reiterar que a existência de poupança externa deve ser vista como elemento facilitador à aceleração do crescimento, mas sua absorção não basta para que ele se realize; a elevação no ritmo de crescimento dependerá da capacidade do país em canalizar tais recursos para sancionar os aumentos dos investimentos e seus efeitos sobre a demanda doméstica. A história econômica brasileira proporciona farto material para corroborar esta afirmação.

5. Considerações Finais

Este capítulo tentou sustentar a hipótese de que a absorção de poupança externa contribuiu para a aceleração do ritmo de crescimento da economia brasileira durante boa parte dos últimos cinqüenta anos. Pelo exposto, constatou-se que o papel da poupança externa como elemento potencializador do ritmo de crescimento econômico doméstico foi sendo paulatinamente diminuído ao longo destes anos. Tal dinâmica se deveu a uma série de transformações processadas tanto sobre o sistema de funcionamento da economia doméstica como também sobre as leis de movimento internacional do capital. O desdobramento natural da conjugação destas mudanças foi uma significativa alteração na, inicialmente, quase-perfeita correlação estabelecida entre a obtenção

[68] Conforme Lessa (1983).

de poupança externa e a aceleração na taxa de inversão da economia. A hipótese vai tendo sua aplicabilidade reduzida na medida em que a análise vai se distanciando do ponto de origem.

Pelo exposto, pode-se concluir que parte da redução no papel potencializador do crescimento exercido pela poupança externa se deveu ao crescente divórcio entre as instâncias decisórias que promoviam a contratação das divisas estrangeiras daquelas que patrocinavam a aceleração na taxa de inversão na economia. Em conseqüência, a crescente oferta de divisas foi perdendo correspondência com a expansão na formação de capital e seus efeitos sobre a absorção de poupança externa. Ao mesmo tempo, o excedente de recursos no balanço de pagamentos patrocinado pela contínua contratação das divisas foi encontrando novo uso. De um lado, os efeitos da enxurrada de divisas sobre a taxa de câmbio e sobre os índices de solvência externa criaram a ilusão de que era possível (ou mesmo preciso) promover o afrouxamento nos instrumentos de controle sobre o comércio externo. As facilidades abertas à expansão de importações para satisfazer exigências derivadas do consumo das classes médias promoveram a crescente demanda em divisas para abastecer estas novas necessidades. Neste sentido, a propensão marginal a importar deve ter se expandido na esteira dos efeitos positivos dos ciclos de liquidez vividos, de modo que a economia se tornou mais dependente de divisas para realizar sua expansão.

Por outro lado, parte desta redução no coeficiente de aproveitamento produtivo das divisas se deveu ao crescimento expressivo e contínuo do passivo externo. Como a contratação de divisas na fase ascendente dos ciclos de liquidez superava por larga margem as necessidades reais da economia, o passivo externo cresceu de forma muito mais veloz do que seria desejado ou mesmo necessário. Desta forma, foi sendo constituído um passivo externo que, medido em relação ao produto interno, alcançava proporções cada vez maiores. Em compasso com esta trajetória, sua manutenção foi demandando frações crescentes da renda doméstica. Para agravar o quadro, nas fases de reversão destes ciclos o acúmulo de gigantescos estoques de obrigações pressionava fortemente a demanda em divisas aumentando sua participação na porção utilizada. O resultado desta tendência cíclica era a diminuição do resíduo disponível para atender as necessidades reais da economia, especialmente nas fases recessivas. Diante da conjugação destes efeitos, o uso produtivo das divisas foi sendo gradativamente diminuído em favor das despesas financeiras. Em conseqüência, uma parcela cada vez menor da poupança externa voltou-se, de fato, para o aceleramento do ritmo de acumulação doméstica, no correr dos anos.

Outra parte do problema se vincula às transformações no padrão de financiamento brasileiro, ao longo destes anos. A cada nova onda de liquidez eram criados canais adequados para captação das divisas estrangeiras, cuja utilização de inscrevia numa forma particular de acumulação de capital. No final dos anos oitenta, a mudança no padrão de financiamento brasileiro produziu uma brutal alteração nesta forma particular de acumulação de capital, cujo efeito mais marcante foi a estagnação das taxas de inversão. No entanto, pelo que se analisou até aqui, o resultado destas

mudanças que interessa destacar foi a profunda e drástica alteração no quociente que relacionava a absorção de poupança externa e aceleração na taxa de crescimento econômico. Diante disso, pode-se concluir que a crescente dificuldade em acelerar a taxa de inversão, o aumento na demanda em divisas para o pagamento de rendas ao passivo externo e a crescente demanda em divisas para satisfazer os gastos com consumo foram os principais elementos responsáveis pela trajetória observada na economia ao longo dos anos.

Desta forma, a invocação da hipótese (retórica) de que o recurso à poupança externa era fundamental para a aceleração na taxa de crescimento foi perdendo sentido ao longo destes anos, especialmente depois da década de noventa. Não porque a teoria perdesse sua validade, mas porque as condições econômicas vigentes – domésticas e internacionais – faziam com que a entrada de recursos estrangeiros não coincidisse ou mesmo produzisse a aceleração na taxa de inversão na economia brasileira. Há que se destacar que somente uma pequena parte deste fenômeno se deveu ao manejo desastrado dos instrumentos de política econômica. No fundo, a crescente diminuição do papel da poupança externa na promoção do aceleramento do ritmo de crescimento responde a modificações estruturais da economia mundial e doméstica que não poderiam ser anulados pelo manejo "mais adequado" de tais instrumentos. Além disso, o crescente divórcio decisório criou as condições para que a as divisas aportassem no BP sem que a aceleração na taxa de inversão – e, posteriormente, na taxa de crescimento econômico – desse uso a este poder de compra acumulado. Com isso, tais recursos puderam financiar a expansão da participação do consumo na divisão funcional da renda, comprimindo a poupança interna. Em suma, o papel potencializador do crescimento exercido pela poupança externa foi diminuindo ao longo do último meio século por conta de inúmeras modificações introduzidas no funcionamento da economia. E na medida em que foi sendo configurando um novo padrão de acumulação as dificuldades ao crescimento passaram a ser dadas por outras variáveis.

Num plano mais geral, pode-se observar que, nos termos abstratos em que é formulada, a hipótese de crescimento com restrição de divisas é incapaz de captar os elementos mais concretos da relação poupança externa-crescimento, mas isto não implica admitir seu falseamento. Ao contrário, a agregação de elementos mais concretos pode reforçá-la, na medida em que permita compreender como as transformações no padrão de funcionamento da economia nacional e internacional alteraram a relação entre crescimento e poupança externa. Ao compreender como se fundamentam as decisões de inversão e as de contratação de divisas em diferentes momentos e como elas se articulam, pode-se entender como a emergência de novos problemas pode ter diminuído o papel positivo da poupança externa na promoção do crescimento doméstico.

6. Apêndice:

1. Nota sobre a construção dos indicadores utilizados.

Com o propósito de tentar estabelecer uma determinada relação entre a poupança externa (ou restrição) e o crescimento econômico, um dos principais problemas a se equacionar consiste na definição de unidades de medidas que permitam validar a hipótese. Ou seja, é preciso obter indicadores que possibilitem a apuração da poupança externa a cada período de modo que a análise das eventuais relações possa ser realizada. Neste sentido, foram construídos três indicadores para medição das condições enfrentadas nas contas externas.

1. O indicador **Oferta Total de Divisas (OTD)** decorre da soma de duas contas do balanço de pagamentos: (i) o resultado líquido das transações correntes (o déficit) e (ii) o resultado líquido das transferências unilaterais, adicionadas de uma terceira variável: (iii) o resultado global do BP. A rigor, o terceiro parâmetro desta soma é uma variável de resultado sem importância central para explicar a dinâmica de crescimento de determinada economia. No entanto, sua inclusão permite apurar de forma mais precisa a disponibilidade total de divisas enfrentadas por um país em dado ano e traduz a real situação da restrição externa.

   Este indicador aponta o total de "crédito" oferecido pelo mundo ao país a cada ano, indicando os limites virtuais para o excesso de absorção doméstica que serão sancionados pela comunidade econômica internacional. Ou por outras palavras, tal indicador traduz os limites da restrição externa enfrentada pelo país a cada ano. Todavia, não permite apurar a porção dos recursos de fato utilizada. Pois, muitas vezes as captações externas são superiores às necessidades para o fechamento do balanço de pagamentos, seja para o pagamento de importações, seja para o pagamento de rendas e dividendos ao exterior, de forma que pode haver excesso de recursos que, por sua vez, são destinados à composição das reservas cambiais internacionais. Neste caso, a restrição externa total não se mostra como um instrumento adequado para medir a contribuição da poupança externa à realização do nível de atividade econômica corrente. Com o propósito de avaliar os recursos que são efetivamente utilizados é preciso criar um outro parâmetro de medida;
2. O indicador **Divisas Utilizadas (DU)** é obtido por meio da subtração do resultado global do BP da OTD. Isto se torna necessário porque tal variável representa o excesso de recursos externos entrantes que são destinados à composição das reservas internacionais e não têm, portanto, efeito direto sobre o nível de atividade econômica corrente. Este indicador traduz o volume de recursos utilizados de fato para o fechamento do balanço de pagamentos, retirando as distorções produzidas pelas entradas excessivas e que são captadas pela OTD. Grosso modo, seu valor é equivalente ao resultado líquido das transações correntes. Mas, embora útil, tal medida não permite diferenciar a aplicação dada aos recursos efetivamente utilizados entre: (i)

uso real, vinculado às decisões de gasto conduzidas correntemente, e (ii) uso financeiro, que geralmente se vinculam a um passivo contratado anteriormente. Para tanto, torna-se necessária a criação de outro indicador para a mensuração da poupança externa.

3. O indicador **Poupança Externa Real (PER)**[69] é construído através da subtração dos gastos associados ao pagamento das rendas do indicador DU. Tal recurso está assentado na suposição de que tais gastos decorrem de compromissos financeiros definidos e contratados num período anterior e que, portanto, decorrem de exigências originadas de um estoque de passivo previamente acumulado e que não guarda nenhuma relação com o nível de acumulação corrente. Neste sentido, ao retirar os gastos com o pagamento de rendas ao exterior do resultado líquido das transações correntes, busca-se apurar o volume de divisas requerido para a sustentação das decisões de gasto correntes. A vantagem deste indicador reside na apuração do volume de divisas de fato canalizadas para a aquisição de recursos reais. Neste sentido, dos indicadores criados, a PER é a única que permite avaliar o possível efeito positivo exercido pelo ingresso de poupança externa no ritmo de acumulação doméstico.

   É preciso esclarecer também que a poupança externa pode contribuir para a aceleração na taxa de crescimento de uma economia, desde que propicie a elevação do ritmo de inversão na economia. Entretanto, a rigor, os gastos correntes podem ser contabilizados sob duas rubricas: (i) consumo e (ii) investimentos. Desta forma, somente a PER pode permitir a aceleração do ritmo de crescimento econômico quando sua expansão vier acompanhada pela simultânea expansão da participação dos investimentos sobre o produto corrente. Em suma, dos indicadores disponíveis a PER é o mais adequado para medir a possível contribuição da poupança externa na aceleração da taxa de crescimento econômico.

Apesar da inegável utilidade dos indicadores criados, todos sofrem os efeitos subjacentes ao processo inflacionário ocorrido ao longo destes anos sob estudo, além das profundas alterações na magnitude das entradas frente a tamanho do PIB. A fim de produzir grandezas comparáveis no decorrer dos anos, deve-se dividir cada um destes índices pelo PIB corrente. Desta transformação surge um número puro, no qual as distorções produzidas pela mudança nas unidades de medida são praticamente eliminadas. E surgem, como resultado, mais três indicadores, cujas utilidades são

[69] A rigor, a ortodoxia econômica costuma designar de poupança externa o resultado líquido das transações correntes de um país. Para os propósitos deste trabalho tal designação não tem aplicação, pois ao admitir que a poupança externa constitua um fluxo de renda oferecido pela comunidade econômica internacional que permite a um país absorver recursos reais de maneira superior à oferta local de forma a propiciar a aceleração de seu ritmo de crescimento, é preciso avaliar a parcela de renda que potencializa o gasto corrente, não interessando incorporar os gastos associados a compromissos anteriores. Por outras palavras, se é correta a tese de que a contribuição da poupança externa permite a uma economia alargar seus horizontes de crescimento, isto só se dará pela expansão dos gastos reais. Neste sentido, a poupança externa adotada neste trabalho representará somente uma parcela do resultado liquido do BP, isto é, não levará em consideração os pagamentos de rendas ao exterior na suposição de que tal parcela da poupança externa não tem efeitos diretos sobre a aceleração da taxa de crescimento econômico.

equivalentes a dos seus similares nominais, com a vantagem de que esta transformação permite que sejam feitas comparações entre os índices ao longo dos diversos períodos, sem que isto implique em graves prejuízos analíticos. Em segundo lugar, há que se destacar que os métodos de apuração do PIB em moeda estrangeira também merecem atenção. Em geral, as alterações nos ciclos de liquidez internacional produzem correspondentes variações na taxa de câmbio corrente, cuja conseqüência é a geração de distorções nas tentativas de avaliação do PIB em moeda estrangeira. Isto ocorre especialmente quando o PIB apurado em moeda nacional é convertido em moeda estrangeira pelo cômputo da taxa de câmbio medida pelo critério da cotação média anual. A fim de evitar que estas alterações na cotação da taxa de câmbio produzam distorções na avaliação do PIB, deve-se utilizar esta variável calculada segundo o critério de paridade do poder de compra como fator de conversão do produto nacional para valores em moeda estrangeira.

Ainda quanto à precisão dos indicadores da poupança externa, Carneiro (2002) chama a atenção para os problemas inflacionários que marcaram toda a década de setenta, sobretudo no comércio internacional. Deste modo, torna-se necessário tentar isolar os efeitos das variações dos preços sobre os indicadores construídos, com vistas a captar da forma mais precisa possível as relações entre crescimento e endividamento externo. Isto porque os preços da maior parte das *commodities* internacionais têm pouca flutuação no longo prazo, ainda que flutuem bastante a curto prazo (Prebisch, 1959; Thirlwall & Hussain, 1982), como o ocorrido nos anos setenta. O isolamento dos efeitos da variação nos preços permitiria comparar as grandezas ao longo do tempo sem as interferências de pressões circunstanciais e localizadas, captadas pelos movimentos nos preços. Deste modo, as variações de preços no comércio internacional, captadas pelos termos de troca, constituíram-se numa variável-chave para o estudo da dinâmica das contas externas nos anos em questão.

No que respeita ao crescimento, Souza (1996) adverte para o fato de que é preciso tomar também a **Taxa de Formação Bruta do Capital Fixo (FBKF)** como referência analítica, haja vista que este índice é uma *Proxy* mais adequada para a comprovação da teoria aqui adotada. Para elucidar esta afirmação, basta chamar atenção para os anos do Plano Cruzado. A eliminação repentina da inflação permitiu taxas vigorosas de crescimento apoiadas, acima de tudo, em taxas de crescimento do consumo sem precedentes. Contudo, é sabido que o crescimento econômico capitaneado pela expansão do consumo é de vida curta, cuja duração depende dos efeitos que a expansão primária do consumo desencadeia. A adoção da taxa de crescimento sem atenção ao comportamento da FBKF compromete as relações de causalidade que se busca estabelecer. Desta forma, faz-se necessária a adoção da FBKF como variável imprescindível para a obtenção da relação de causalidade.

Ainda sobre a escolha das variáveis, Carneiro (2002) e Souza (1996) advertem para o fato de que a inflação incidente sobre o setor de bens de produção nos anos oitenta pressionou a taxa da

FBKF de forma a elevá-la de forma puramente inflacionária, distorcendo a relação estabelecida entre a formação de novos estoques de capital e a performance das contas externas. Pelos dados convencionais publicados pelo IBGE, por meio do Sistema de Contas Nacionais Consolidadas, a taxa de FBKF ao longo dos anos oitenta declinou pouco frente àquela vigente nos anos setenta. Contudo, isolando os efeitos da variação dos preços é possível perceber uma forte queda na taxa de FBKF nesta década. Esta abordagem fornece alguns subsídios necessários para a confirmação da hipótese central da dissertação. Assim, parece ser necessário isolar, na medida do possível, os efeitos das variações dos preços nos indicadores que devem ser utilizados. E tem-se assim mais um indicador **Formação Bruta de Capital Fixo a preços constantes**. Por meio da comparação realizada entre as grandezas aqui anunciadas acredita-se ser possível corroborar a tese que a dissertação busca submeter à prova.

2. Notas sobre o conceito de crescimento potencial.

Neste trabalho, o conceito de crescimento potencial diz respeito à taxa de variação do produto que seria possível atingir caso todas as decisões de inversão pudessem ser levadas a cabo. Ou seja, para Thirlwall & McCombie (1994) – cujo conceito é empregado aqui – a taxa de crescimento potencial é aquela que seria possível realizar caso a economia não tivesse encontrado nenhum constrangimento que impossibilitasse a realização das inversões. Este conceito não se vincula ao ortodoxo, segundo o qual a taxa de crescimento potencial é aquela determinada pela taxa de expansão dos fatores de produção – mão-de-obra, matéria-prima e capital. O que Thirlwall & McCombie supõem é que o nível de investimento agregado está constantemente aquém daquele que seria possível realizar porque as decisões de inversão se vêem limitadas pela impossibilidade de realização das importações que estas decisões exigiriam. Levando ao extremo o argumento, pode-se dizer que se, por hipótese, a capacidade de absorção de poupança externa fosse ilimitada, a taxa de crescimento se expandiria até determinado ponto, pois além dele não existiriam estímulos à inversão. É justamente esta a taxa que se entende como crescimento potencial.

É preciso frisar que esta taxa não é o resultado da interação da expansão dos diversos fatores de produção, como explica o modelo de Solow por exemplo. Este conceito também não se adequa ao utilizado por Malan & Bonelli (1976), por exemplo. Segundo eles, a taxa de crescimento potencial decorre da evolução da relação entre capital instalado e nível de produto corrente. Através da apuração da maior taxa de utilização da capacidade instalada pela economia obtém-se um coeficiente que, multiplicado pela expansão do capital, define a taxa de crescimento potencial. A rigor, a taxa de crescimento potencial aqui proposta é um conceito abstrato que se assenta na idéia de que nas economias periféricas a taxa de crescimento não atinge àquela que seria possível por conta de restrições externas que colocam freios à realização dos investimentos potenciais. É com base neste entendimento que o conceito será utilizado ao longo deste trabalho.

Conlusões

O que se pretendeu neste trabalho foi analisar o desempenho da economia brasileira, à busca de explicações para o ocorrido nos últimos cinqüenta anos. Optou-se por partir da pressuposição de que a taxa de crescimento desta economia se enquadrava bastante bem à hipótese de crescimento com restrição de divisas, premissa apoiada na evidência empírica levantada por outros autores de que ela era bastante adequada. A análise dos dados disponíveis conduziu a conclusão semelhante. Ou seja, de que ao longo deste último meio século a taxa de crescimento da economia brasileira esteve limitada pelas restrições oferecidas pelas contas externas. Com uma única ressalva: de que nos anos mais recentes o poder explicativo da teoria reduziu-se.

Como dito, parece claro que, ao longo dos anos, a aderência da dinâmica da economia às projeções teóricas foi sendo gradativamente diminuída. Isto se explica em função de que, ao relacionar duas variáveis para a obtenção de uma determinada correlação de longo prazo entre elas, a teoria se esqueceu de incorporar elementos mais concretos que estavam implícitos na relação estimada; mesmo que tais parâmetros fossem fundamentais para que a tal correlação pudesse ser obtida. Em outras palavras: a teoria tem uma visão cartesiana das relações que propõe; associa o comportamento de duas variáveis ao longo do tempo, mas não capta os elementos concretos que sustentam esta associação. Modificações estruturais no regime de acumulação, por exemplo, (como alterações tarifárias, mudanças no padrão de financiamento etc.) podem provocar alterações nos parâmetros externos ao modelo, redefinindo uma nova taxa de crescimento para dada condição das contas externas. E isto pode acontecer sem que os parâmetros do modelo possam captar esta quebra estrutural, de modo que o poder preditivo do modelo diminui na medida em que a análise se distancia do ponto de ruptura.

Por outras palavras, a teoria não descreve com absoluta precisão a dinâmica de crescimento da economia brasileira ao longo destes anos, embora seja bastante adequada para determinar o teto de crescimento. De forma mais precisa, quando a dinâmica econômica doméstica foi vigorosa o suficiente para fazer a restrição operar, ela se tornou, de fato, num elemento explicativo adequado para o desempenho da economia brasileira. No entanto, nos momentos em que tal vigor foi diminuído, as decisões de inversão domésticas não foram capazes de, no plano macroeconômico, fazerem este limite superior operar. Como efeito, a restrição externa perdeu correlação com o desempenho da economia. Isto não implica admitir que sua validade tenha sido rompida; em verdade, nestes momentos a teoria perdia poder explicativo.

Com vistas a dar conta desses problemas, a verificação da aderência da experiência brasileira à teoria exigiu dividir a análise em duas categorias, cada qual enfocando um aspecto da relação

entre crescimento e restrição externa. De um lado, a constatação da correlação meramente quantitativa das variáveis, como é proposta pela teoria, forneceu os indícios necessários para que sua aplicabilidade ao caso brasileiro pudesse ser verificada. Por outro lado, a análise qualitativa dos diferentes padrões de acumulação buscou captar os elementos invisíveis à teoria, mas que explicavam parte importante das transformações ocorridas na relação entre o ritmo de crescimento e a restrição externa ao longo dos anos. Este trabalho buscou, justamente, fazer uma análise que desse conta da conjugação destes dois métodos, com destaque para o segundo. Isto porque se acredita que, na medida em que as condições sob as quais a acumulação se inscreve são compreendidas, é possível apreender com mais clareza a natureza do problema que se investiga.

De uma perspectiva mais concreta, o que se verificou foi que a performance da economia brasileira esteve dentro das previsões teóricas entre 1956 e 1990, basicamente. As ondas de crescimento e recessão puderam ser facilmente associadas às condições de relaxamento e aperto do balanço de pagamentos. De 1995 em diante, a teoria perdeu sua eficiência preditiva. Pois diante de condições externas absolutamente favoráveis a economia não respondeu com crescimento. O que se sustentou é que este fenômeno se vincula às brutais transformações no padrão de acumulação acontecidas na primeira metade da década de noventa. Ao sepultar as condições de acumulação vigentes durante boa parte dos anos sob análise, tais mudanças exigiam drásticas alterações nos estimadores que basearam os modelos explicativos deste longo intervalo de tempo. Ou seja, as projeções feitas com base num padrão de acumulação passado não poderiam ser fontes confiáveis de informação para o futuro, como não foram (Capítulo I, tabela 2).

Longe de querer esgotar o problema, este trabalho buscou trazer novos elementos à discussão sobre os determinantes do ritmo de crescimento da economia brasileira. Embora as premissas originais pareçam ser bastante adequadas para a fundamentação do estudo das economias periféricas, é certo que esta teoria não é capaz de prover respostas completamente satisfatórias aos problemas do crescimento, especialmente se ele não se encontra restringido pela falta de divisas internacionais. Como já foi dito, o nível de abstração da teoria torna-a incapaz de compreender (ou explicar) elementos mais concretos da articulação investimentos–restrição externa. Neste sentido, acredita-se que a incorporação de novos elementos à discussão possa equacionar parte da deficiência explicativa da teoria, permitindo ao analista investigar com menos automatismos as causas do baixo crescimento econômico atual. No entanto, esta deficiência não implica a recusa desta teoria; embora, por outro lado, o grande erro ao adotá-la esteja em aceitá-la como verdade absoluta e irrefutável. Este trabalho se esforçou em trazer à tona uma série de problemas implícitos, cujo conhecimento é essencial para que se possa melhor compreender o problema do crescimento brasileiro.

À luz do visto e sabido, pode-se esperar que as transformações processadas ao longo dos anos noventa reduzam o potencial crescimento da economia brasileira. O aumento da elasticidade-

renda das importações diminuirá, muito provavelmente, o teto ao crescimento econômico determinado pelas contas externas. Além disso, a questão-chave é que a brutal expansão do passivo externo ampliará as demandas em divisas para custear o pagamento de rendas. A experiência pregressa proporciona farto material para embasar a opinião de que a demanda em divisas desta conta é decisiva para o desempenho da economia. Diante disso, pode-se esperar que em breve a teoria seja ressuscitada: ganhará aplicabilidade e será um bom elemento explicativo.

Bibliografia

AZEVEDO, A. F. Z. & PORTUGAL, M. S. “Abertura Comercial Brasileira e Instabilidade da Demanda por Importações” in *Nova Economia*, vol. 8, nº 1, julho de 1998.

BACHA, E. L. “A three-gap model of foreign transfers and the GDP growth rate in developing countries” in *Journal of Development Economics*, nº 32, 1990.

BACHA, E. L. & BONELLI, R. “Uma interpretação das causas da desaceleração econômica do Brasil” in *Revista de Economia Política*, vol. 25, nº 3, julho-setembro de 2005.

BANCO CENTRAL DO BRASIL, http://www.bc.gov.br.

BATISTA Jr., P. N. *Mito e Realidade na Dívida Externa Brasileira*. Rio de Janeiro, Paz e Terra, 1983.

BATISTA Jr., P. N. *Da Crise Internacional à Moratória Brasileira*. Rio de Janeiro, Paz e Terra, 1988.

BLECKER, R. A. “International Capital Mobility, Macroeconomic Imbalances, and Risk of Global Contraction” in EATWELL, J. & TAYLOR, L. *International Capital Markets*. Oxford, Oxford University Press, 2002.

BRESSER-PEREIRA, L. C. “O Segundo Consenso de Washington e a Quase-Estagnação da Economia Brasileira” in *Revista de Economia Política*, vol. 23 n° 3, julho-setembro de 2003.

BRESSER-PEREIRA, L. C. “Self-interest and Incompetence” in *Journal of Post Keynesians Economics*, Spring, 2001 (pp. 363-373).

BRESSER-PEREIRA, L. C. & NAKANO, Y. “Crescimento Econômico com Poupança Externa?” in *Revista de Economia Política*, vol. 23, n° 2, abril-junho de 2003.

CARDOSO, F. H. *As Idéias e Seu Lugar*. Rio de Janeiro, Vozes, 1980.

CRUZ, P. R. D. C. *Dívida Externa e Política Econômica*. Campinas, IE/UNICAMP, 1999 (2ª edição).

DIB, M. F. S. P. *Importações Brasileiras: Políticas de controle e determinantes da demanda*. Rio de Janeiro, BNDES – 8º Prêmio BNDES de Economia, 1985.

FAÇANHA, L. O. & BONELLI, R. “A Indústria de Bens de Capital no Brasil: Desenvolvimento Problemas e Perspectivas” in SUZIGAN, W. (editor) *Indústria: Política, Instituições e Desenvolvimento*. Rio de Janeiro, IPEA, 1978.

FERREIRA, A. N. *A Lei de Crescimento de Thirlwall*. Campinas, IE/UNICAMP (dissertação de mestrado), 2001.

FURTADO, C. *Formação econômica do Brasil*. São Paulo, Publifolha, 2000 (27ª edição).

FURTADO, C. *Análise do “Modelo” Brasileiro*. Rio de Janeiro, Civilização Brasileira, 1972.

FURTADO, C. *O Brasil Pós-"Milagre"*. Rio de Janeiro, Paz e Terra, 1981.

FURTADO, C. *A Economia Latino-americana: Formação Histórica e Problemas Contemporâneos*. São Paulo. Companhia Editora Nacional, 1969. (3ª edição, 1986).

HARBERGER, A. *World Economic Growth*. San Francisco, Institute for Contemporary Studies Press, 1984.

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

HOLLAND, M. & VIEIRA, F. V. "Foreign Liquidity, Economic Opening and Growth in Latin American Economies" in *Revista Brasileira de Economia*, vol. 59, nº 2, abril-junho de 2005.

IPEADATA, http://www.ipeadata.gov.br.

JAYME JR., F. G. "The Brazilian Swindle and the Larger International Monetary Problem" in *Revista de Economia Política*, vol. 23, nº 1, janeiro-março de 2003.

JAYME JR, F. G & SOUZA JR., J. R. C. "Constrangimentos ao Crescimento no Brasil: Um Modelo de Hiatos (1970-2000)" in *Revista de Economia Contemporânea*, vol. 8, nº 1, janeiro-junho de 2004.

LESSA, C. *Quinze anos de Política Econômica*. Rio de Janeiro, Editora Brasiliense, 1983.

LESSA, C. *A Estratégia de Desenvolvimento 1974/76 – Sonho e Fracasso.* Campinas, IE/UNICAMP, 1998.

LIMA, G. T. & CARVALHO, V. R. "A Restrição Externa como Fator Limitante do Crescimento Econômico Brasileiro" in *O Economista*, nº 196, novembro de 2005, Corecon-SP.

LÓPEZ, J. G. & CRUZ, A. B. "Thirlwall´s law and Beyond: the Latin American Experience" in *Journal of Post Keynesians*, vol. 22, nº 3, Spring 2000.

MALAN, P. S. & BONELLI, R. "Os limites do possível: notas sobre o balanço de pagamentos e indústria nos anos 70" in *Pesquisa e Planejamento Econômico*, vol. 6 nº 2, agosto de 1976.

PEREIRA, J. E. de C. *Financiamento Externo e Crescimento Econômico no Brasil: 1966 - 73*. Rio de Janeiro, IPEA, 1974.

PORCILE, G. & CURADO, M. "Rigidez na Balança Comercial e Movimentos de Capital: uma Abordagem Estruturalista" in *Revista Brasileira de Economia*, vol. 56, nº 3, julho-setembro de 2002.

PREBISCH, R. 'Commercial Policy in the Underdeveloped Countries', in *American Economic Review, Papers and Proceedings*. Maio de 1959.

SERRA, J. "Ciclos e Mudanças estruturais na Economia Brasileira", in BELLUZZO, L. G. & COUTINHO, R. *Desenvolvimento Capitalista no Brasil*. Campinas. IE/UNICAMP, 1998.

SOCHACZEWSKI, A. C. *Desenvolvimento Econômico e Financeiro do Brasil (1952 – 1968)*. São Paulo, Trajetória Cultural, 1991.

SOUZA, F. E. P. “O investimento antes e depois do Plano Real” in VELLOSO, J. P. R. (org) *O Real, o Crescimento e as Reformas*. Rio de Janeiro, José Olímpio, 1996.

TAVARES, M. C. *Acumulação de Capital e Industrialização no Brasil*. Campinas, IE/UNICAMP, 1998 (3ª edição).

TAVARES, M. C*. Da Substituição de Importações ao Capitalismo Financeiro: Ensaios sobre a Economia Brasileira*, Rio de Janeiro, Zahar, 1972.

THIRLWALL, A. P. *Trade, the Balance of Payments and the Exchange Rate Policy in Developing Countries*. Nova York, Edward Elgar, 2003.

THIRLWALL, A. P. & HUSSAIN, M. N. “The Balance of Payments Constraint, Capital Flows and Growth Rate Differences between Developing Countries”, in *Oxford Economic Papers*, 1982. (pp. 498-509).

THIRLWALL A. P. & McCOMBIE, J. *Economic Growth and the Balance of Payments Constraint*. Londres, Macmillan, 1994.