

UNIDADE 30
N.º CHAMADA: T/ UNICAMP
F413r
V. _____ Ex. _____
TOMBO BC/ 46709
PROC. 16-392/07
C D
PREC. R\$ 11,00
DATA 25/10/07
N.º CPD _____

CM00160443-9

**FICHA CATALOGRÁFICA ELABORADA PELO
CENTRO DE DOCUMENTAÇÃO DO INSTITUTO DE ECONOMIA**

F413r Ferreira, Simone Vilela.
Restrição comercial ao crescimento econômico no Brasil
(1980-2000) / Simone Vilela Ferreira. – Campinas, SP : [s.n.],
2001.

 Orientador: Otaviano Canuto dos Santos Filho.
 Dissertação (Mestrado) – Universidade Estadual de Campi-
nas. Instituto de Economia.

 1. Brasil – Condições econômicas – 1980-2000. 2. Brasil -
Política econômica. 3. Brasil – Comercio internacional. I.
Canuto, Otaviano. II. Universidade Estadual de Campinas.
Instituto de Economia. III. Título.

ÍNDICE

Apresentação, v

Agradecimentos, vi

1. Introdução, 1

2. Condicionantes do Crescimento Econômico do Brasil: Décadas de 80 e 90, 7

2.1 A Década de 80 e a política cambial, 11

2.2 A Década de 90: a implementação do Plano Real, 15

2.3 Política Econômica do Pós-Real, 24

2.4 O Final da Década de 90: 1996-1999, 38

3. O Modelo da Restrição do Balanço de Pagamento: sobre o Crescimento Econômico – Uma Abordagem de Crescimento Keynesiano, 49

3.1 A produtividade na abordagem Keynesiana, 51

3.2 O Modelo dinâmico de crescimento econômico restringido pelo Balanço de Pagamentos, 54

3.3 Críticas ao Modelo, 63

3.4 Fatores Determinantes do Comércio Internacional, 67

3.4.1 Competitividade via-preço, 68

3.4.2 Fatores extra-preços de competitividade, 71

3.4.3 Elasticidades-renda de demanda por importação e exportação, 73

4. Aplicação à Economia Brasileira, 77

5. CONCLUSÃO, 91

ANEXO, 95

BIBLIOGRAFIA, 101

**UNICAMP
BIBLIOTECA CENTRAL
SEÇÃO CIRCULANTE**

Dedico esta dissertação à Deus, aos meus pais, Francisco Valder Ferreira e Marilene Vilela Ferreira, ao meu irmão, Álvaro G. de Andrade Vilela Ferreira Leite, e ao meu noivo Marcel Angelo Marquezini, que me ajudaram nas horas críticas e de divertimento do meus tempos de pesquisa. Dedico também a todos os meus professores desde o primeiro ano primário e aos que ainda virão, e aos meus amigos e companheiros da LCA e companheiros da Unicamp. A todas essas pessoas o meu abraço sincero, com a certeza de que o meu crescimento depende do esforço que vocês fizeram e ainda farão, e serão muito importantes neste e em outros passos da minha vida.

UNICAMP
BIBLIOTECA CENTRAL
SEÇÃO CIRCULANTE

APRESENTAÇÃO

Esta dissertação tem como tema principal a abordagem da balança comercial como restrição ao crescimento econômico do país. Todos sabemos que a economia brasileira é de difícil inserção no mercado internacional, mas poucos sabem que temos um potencial enorme de capacidade de substituição de importação. Nos idos da década de 80, tínhamos um enorme superávit comercial, mas a economia continuava mesmo caminhando a passos pequenos, isso quer dizer, continuava a crescer pouco. Pouco significa de 3% a 4% do PRODUTO INTERNO BRUTO (PIB).

Para produzir superávits absolutamente sem precedente na balança comercial, o Brasil pagou um preço extremamente elevado, sob a forma de recessão, fortes pressões adicionais sobre a taxa de inflação, aumento do desemprego, redução dos salários e retração dos investimentos. A capacidade de gerar saldos comerciais indica, sem dúvida que a dimensão cambial do problema da transferência teria sido equacionada. Mas ainda na década de 80, questionava-se a durabilidade dos resultados comerciais e alguns economistas alertavam para a vulnerabilidade das contas externas brasileiras a uma situação internacional marcada por profunda instabilidade e incerteza.

Os anos 90 chegaram cheios de mudanças, houve a abertura comercial, a valorização do real e então começamos a crescer a taxas mais consideráveis, em torno de 6%. Por outro lado, atingimos déficits na balança comercial insustentáveis. Este trabalho busca avaliar a evolução desses índices que permeiam o quanto o Brasil pode crescer sem incorrer em risco da tão famosa vulnerabilidade externa. É fato que não conseguimos crescer mais a índices tão grandes como na década de 70, contudo nosso potencial de crescimento é maior do que no início da década de 90. Certamente, se houvesse um crescimento da ordem de 10% nas exportações, o Brasil poderia apresentar taxa de crescimento do PIB em torno de 7%.

É fato que o Brasil ganhou mais liberdade com o processo de estabilização econômica deflagrado pelo Plano Real em meados de 1994, mas também é fato que esse processo custou um aumento da dívida equivalente a US\$ 200 bilhões e continua dependente de capital externo. É exatamente assim que os investidores observam o país: em progresso, mas dependente do exterior, apesar da forte desvalorização de 1999.

Agradecimentos

Meu agradecimento a todos aqueles que colaboraram para este trabalho, em especial a Francisco Valder Ferreira, à Marilene Vilela Ferreira, ao Prof. Dr. Otaviano Canuto, ao Prof. Dr. Luciano G. Coutinho, ao Prof. Braga da Universidade de Estadual de Campinas, ao Prof. Dr. Mauro Borges da UFMG.

Aos meus amigos, em especial, Erwin Epiphanio, Renata Mariano Matos, Beth Reymão, Lorena Marçal e Emerson Marçal, Simone Paggianoto, Gustavo Madi, Carlos Urso, Tânia, Pelsang, Alessandra Viana Reis, Marcelo Miterhof, Rodrigo Sabbatini, Cristiane Ferreira, Dr. João Ferreira Filho e Dr. João Cintra Sesso, Sandra César pela constante presença, e meus sinceros votos de admiração.

1. INTRODUÇÃO

O trabalho a ser desenvolvido tem como objetivo central analisar as relações entre crescimento econômico e restrições do Balanço de Pagamentos (BP) na economia brasileira no período de 1980 a 2000. Um país atinge o desenvolvimento auto-sustentável quando é capaz de manter taxas consistentes de crescimento por longos períodos.

A dificuldade de um país, mesmo quando dotado de condições materiais, recursos e fatores de produção, em obter e manter trajetórias de crescimento sustentáveis, revela que em cada novo ciclo de crescimento da economia mundial surgem oportunidades objetivas e concretas. Nesse novo ciclo há fatores econômicos que permite a esse país atingir taxas de crescimento capazes de manter trajetórias de desenvolvimento sustentáveis. Várias taxas de crescimento tem permeado o desenvolvimento econômico do Brasil. Na década de 70 tínhamos um taxa média de crescimento em torno 12% do PIB, no início. Depois houve uma queda, ainda no final dos anos 70 para uma taxa média de crescimento do PIB em torno de 7%, os anos 80, a taxa de crescimento fica bem aquém do esperado pela economia brasileira, girando em torno dos 3%, esta média, como analisaremos no decorrer deste trabalho, é mantida nos anos 90.

Os primeiros capítulos tratam de uma maneira geral da evolução da economia brasileira durante as décadas de 80 e 90, basicamente esboçando os acontecimentos relacionados com o impacto das evoluções da taxa de câmbio e da balança comercial sobre o transcorrer da economia. A primeira década é marcada pelo ajustamento externo, principalmente durante o período de 1981 a 1984; no decorrer desta década há um pequeno alívio no que tange a balança comercial, que passa a apresentar sucessivos superávits que garantem o desafogamento das contas externas. No segundo período, uma fase pré-abertura (85–89), onde as exportações, evoluindo mais que as importações, conduziram a um saldo superior a US\$ 15 bilhões anuais. Mesmo assim, a economia brasileira apresenta baixos índices de crescimento econômico devido a um recorrente processo inflacionário.

Já a década de 90 é marcada primeiramente pelo processo de abertura comercial e pela globalização dos mercados externos, que atingem de maneira mais contundente a economia brasileira após a implantação do Plano Real, ou seja, a partir de 1994. Os anos posteriores serão de uma exaustiva luta para manter a economia interna equilibrada em relação à evolução do mercado financeiro internacional.

As relações comerciais com o exterior assumiriam um caráter crucial na determinação do crescimento econômico à medida que o país apresenta um menor grau de desenvolvimento, em função de falhas da sua estrutura produtiva. Ou seja, quanto maior a dependência externa de um país em relação aos produtos consumidos e à incorporação de tecnologias de produção, maior a influência dos fatores externos, tais como o fluxo comercial e a mobilidade de capital, sobre a economia do país.

Por outro lado, a própria dinâmica das variáveis que representam as relações externas, tais como taxa de câmbio, saldo da balança comercial e fluxos de capital, sofre alterações induzidas por novos padrões internacionais de comércio ou por uma reestruturação produtiva no país. Nessa análise, utilizamos os modelos desenvolvidos por Thirlwall e McCombie, Krugman, Kaldor, Canuto e Holland.

No modelo proposto por Thirlwall e McCombie, a taxa de crescimento econômico de um país teria sua determinação fundamentada nas elasticidades-renda de importação e exportação, derivadas de suas funções de demanda. Essas elasticidades, além de definirem a taxa de crescimento dos produtos exportados e importados por um país em um determinado período de tempo, também captam as variações na participação do país no comércio internacional, sendo desse modo reflexo do que ocorre na pauta comercial em função da influência dos fatores competitivos. Um segundo modelo elaborado por Thirlwall e McCombie acrescenta à análise os fluxos de capital, que podem suavizar os efeitos da restrição do BP, caso o país se apresente capaz de obter capital no exterior, como forma de financiar déficits comerciais

O exame da aplicabilidade do modelo proposto por Thirlwall à economia brasileira torna-se oportuno, uma vez que o país apresenta um longo histórico de influência do cenário internacional, tanto no que tange aos efeitos da balança comercial sobre a economia, quanto ao papel dos fluxos de capital na restrição e alargamento do

crescimento econômico do país. Atualmente, discute-se o quanto o país pode ter um crescimento sustentável à medida que reverta-se o quadro externo favorável no que diz respeito aos financiamentos de curto e longo prazo, reestabelecidos após um longo período de afastamento dos investidores internacionais durante a década de 80 e início dos anos 90. Esses temas são abordados no terceiro capítulo.

No início da década de 90, as transformações na relação do país com o mercado externo são definidas em razão da estabilidade econômica, que se torna pressuposto central de qualquer perspectiva de crescimento. A abertura comercial, junto com a política monetária restritiva e política cambial de valorização da moeda, torna-se um ponto crucial na sustentabilidade do Plano Real. Quanto à política fiscal severa, considerada o cerne da questão na sustentação da estabilidade, essa acaba sendo protelada por indefinições no âmbito político, apesar de haver uma tendência do país em demonstrar uma maior maturidade no controle do déficit público.

No novo cenário internacional que se configura nos anos 90, a rigidez dos financiamentos e empréstimos externos em função da dívida anterior é substituída por uma fluidez de crédito, que capacita o país a financiar os débitos da conta corrente e, portanto, manter o controle cambial, criando um cenário favorável à estabilidade. Influenciam diretamente esse processo a liberalização da conta de capital, facilitando o acesso ao mercado financeiro internacional, os empréstimos de curto prazo estimulados por grandes diferenciais de juros do mercado interno em relação às taxas praticadas internacionalmente, bem como a atração de capitais de longo prazo, através da privatização das empresas estatais.

A abertura comercial, implementada já a partir dos primeiros acenos ao processo de liberalização econômica no governo Collor, acentua-se ao longo dos anos 90. Como definido em Canuto (1994) a realização desta abertura, como parte de políticas de liberalização, teve por objetivos anunciados estabelecer o realinhamento de preços relativos como forma de realocar os fatores de produção de bens importáveis para exportáveis, de acordo com as vantagens comparativas antes distorcidas pela proteção; bem como eliminar os comportamentos *rent-seeking* e estimular, através da redução de tarifas, a eficiência dos produtores locais.

Em relação ao crescimento de longo prazo, a justificativa à liberalização comercial encontra-se pautada nas novas teorias de crescimento endógeno, as quais indicam que os ganhos estáticos se desdobrariam em efeitos dinâmicos de crescimento da produtividade por especialização, acesso a maiores mercados e ao conhecimento tecnológico internacional.

O ponto crucial dessa análise encontra-se na evolução do Balanço de Pagamentos no Brasil após o processo de estabilização. Esse processo foi articulado tendo como fatores chaves a abertura comercial e a fixação cambial, que provocaram conjuntamente a fragilização das contas externas brasileiras.

A evolução do Balanço de Pagamentos brasileiro na última década tem sido marcada pela conversibilidade cambial iniciada em 1989. Conversibilidade cambial significa perfeita mobilidade cambial, onde há livre entrada e saída do mercado de divisas, ou seja, há um acesso livre a esse mercado e menor restrição na compra e venda de divisas estrangeiras. Nesse sentido amplo, tal processo inclui o comércio de bens e serviços, a remuneração dos fatores de produção e a compra e venda de ativos monetários, financeiros e reais transacionados em moeda estrangeira. No caso brasileiro, o processo de liberalização gradual das transações cambiais foi formulado por meio de redução de barreiras, o que significa maior acesso ao mercado. Por outro lado, a formação de preços (determinação da taxa de câmbio) sofreu uma transição, que foi a tentativa fracassada de optar por câmbio flutuante em 1990 para a adoção de um câmbio “quase-fixo” em junho de 1994. Em ambos os momentos prevaleceu uma política cambial discricionária, em função dos múltiplos objetivos da política cambial, que passou a se subordinar aos objetivos específicos da política econômica.

A fragilidade da economia brasileira pode ser vislumbrada pela apresentação do seguinte quadro evolutivo das contas nacionais. Primeiro, o crescimento das importações foi de US\$ 20,6 bilhões para US\$ 57,7 bilhões entre 1990 e 1998, com um crescimento médio de 164%. As exportações, por sua vez, nesse período, apresentaram uma taxa de crescimento de 63%, gerando déficits comerciais de US\$ 8,4 bilhões e US\$ 6,6 bilhões em 1997 e 1998, respectivamente. A conta de serviços também apresentou um desempenho negativo no período, sendo que o déficit total de serviços foi para US\$ 21,7 bilhões. Com isso, os déficits nas transações correntes do país, que atingiram 4,3% do

Produto Interno Bruto (PIB) em 1998, foram financiados pelo aumento dos investimentos estrangeiros e pela entrada de empréstimos de longo prazo. Um dos problemas da conta corrente brasileira, é que mesmo depois da desvalorização no início de 1999, o país continua a apresentar uma enorme dificuldade de vender produtos de alto valor agregado. Como é sabido, a participação das manufaturas na pauta de exportações há mais de uma década estagnou-se nos 50%. Com algumas exceções, os produtos de baixo valor agregado, ou seja, as *commodities*, continuam sendo as principais fontes de exportação para o país, e como os preços dessas são determinados pelo mercado mundial, a conta comercial tende a continuar apresentando problemas de financiamento das importações.. Torna-se importante também avaliar, para medir o grau de restrição comercial imposta ao país, os setores mais dinâmicos, de acordo com a teoria de McGregor e Swales, que é uma contra-argumentação da teoria proposta por Thirlwall e McCombie.

No capítulo quarto discutiremos um pouco dos impactos do crescimento diferenciado entre os setores da economia. Os que apresentaram alto desempenho de produção apresentam níveis de maior produtividade e são capazes de aumentar a exportação. Contudo, esses setores que são de materiais eletrônicos e telecomunicações, bebidas, materiais de transporte e produtos minerais, também se destinam ao comércio interno e com o processo de desestatização cada vez mais forte têm que remeter lucros e dividendos para fora do país, podendo provocar um estrangulamento da balança de transações correntes.

De acordo com os gestores da macroeconomia do país, o desequilíbrio externo, gerado pela política de estabilização, seria revertido quando os investimentos, enfim recuperados após o processo de estabilização macroeconômica, provocassem a retomada do crescimento econômico do país. Desse modo o capital estrangeiro apresenta dois papéis fundamentais na sustentabilidade da política econômica: financiar o crescimento e os desequilíbrios externos transitórios e participar ativamente da reestruturação industrial.

Segundo o arcabouço da liberalização, a estratégia do Plano Real era de atração de poupança externa. Essa poupança serviria para redimir, modernizar e ampliar a capacidade instalada da indústria nacional, aumentando a competitividade das

exportações. Contudo, o que se tem observado até o momento é uma frustração dessa hipótese. Mesmo após a desvalorização de 1999, a economia também não se mostrou tão reaquecida quanto deveria se prever, porque não se atingiu o tão esperado equilíbrio da balança comercial. As vendas externas, porém, não deram sua contribuição devido à inexistência de uma clara e consistente estratégia de exportações, ao baixo valor adicionado e à queda no preço das *commodities*.

A quarta parte da dissertação consiste em analisar as principais hipóteses do modelo de restrição do Balanço de Pagamentos sobre o crescimento econômico proposto por Thirlwall e McCombie, bem como as críticas ao modelo elaboradas por McGregor, Swales e Krugman. Na parte empírica do trabalho, serão utilizados outros modelos econométricos desenvolvidos por Pastore e Pinotti, alguns trabalhos do Instituto de Pesquisa Econômica e Administrativa (IPEA) para ajudar a esclarecer quais as variáveis de longo e curto prazo que condicionam o crescimento econômico do país. Nesse sentido, o trabalho se propõe a obter a correlação entre as principais variáveis do comércio externo e as variáveis que expressam o PIB do país.

A quinta parte desta dissertação volta a tratar da balança comercial da economia brasileira. E por fim concluímos que a economia pode até crescer desde que os principais fatores de competitividade sejam tratados com especial atenção pelos *policy makers*.

2. Condicionantes do Crescimento Econômico do Brasil: décadas de 80 e 90

Este capítulo tem como objetivo analisar a evolução da economia brasileira durante as décadas de 80 e 90, abordando na análise as variáveis econômicas selecionadas pelo modelo: importação, exportação, taxa de câmbio real, fluxo de capital e juros.

Não se deve contestar que o crescimento econômico subordina-se ao crescimento da produtividade dos fatores de produção da economia. Contudo, no curto prazo, o crescimento acaba sendo função da política econômica e também da política comercial adotada no país. Neste capítulo serão analisados os fatos que condicionaram a aceleração/desaceleração da economia brasileira na década de 90, atentando para o fato do crescimento ter sido subordinado a condicionantes externos que permitiram a mudança das políticas comerciais e monetária, mas também obrigaram, em momentos cruciais, a adoção de medidas extremamente restritivas.

O crescimento de um país, de acordo com a Teoria de Crescimento Endógeno, por Romer (1986) e Lucas (1988), citados em Ferreira (1998), estaria ligado somente a fatores de longo prazo, como o progresso tecnológico, a acumulação de capital humano e o crescimento populacional, além da produtividade dos fatores que explicavam até então uma parte do crescimento econômico. Mais recentemente, os novos modelos incorporam também os efeitos dos incentivos dos agentes a investir e reduzir seu retorno sobre a taxa de crescimento. Nessa abordagem discutida em Ferreira (1998) as flutuações cíclicas de curto prazo têm pouca importância para o bem-estar coletivo quando comparadas à questão do crescimento. Para Ferreira, os fatores que permitiriam um maior crescimento de longo prazo da economia brasileira são a acumulação de insumos relevantes como: capital físico, capital humano, infra-estrutura, o grau de adoção tecnológica e a ação do governo, mas também o incentivo dado a agentes e firmas para investirem nestes fatores.

Obviamente, os fatores de longo prazo listados acima, que permitem o aumento da produtividade dos fatores, são fundamentais para que a taxa de crescimento de um país seja sustentável no longo prazo. Neste sentido, apesar da importância dos modelos

de crescimento endógeno à análise do processo de reestruturação da economia brasileira ao processo de abertura, opta-se neste ensaio por uma abordagem keynesiana que acredita em uma forte atuação da restrição de divisas ao crescimento econômico do país. O problema reside no fato de que os acontecimentos que determinam uma política econômica de curto prazo acabam por gerar efeitos nocivos ou benéficos à economia, dando-lhe um sobre-fôlego para manter ou limitar o desenvolvimento dos fatores de longo prazo. Portanto, é inquestionável que uma política monetária, restritiva por juros altos, inibe de certa forma os investimentos em infra-estrutura, em progresso técnico e inovações, principalmente em países em processo de desenvolvimento, onde o crescimento historicamente tem sido induzido pelo governo. Mesmo que se estabeleça taxas especiais ao investimento, a iniciativa privada acaba por ser limitada pelos elevados juros da economia brasileira.

Os países em desenvolvimento estão mais suscetíveis às alterações do crédito internacional, além de serem extremamente dependentes do comércio externo para obterem de uma maneira mais rápida o progresso técnico, reduzindo dessa forma o diferencial entre a sua produtividade e a dos países centrais. De acordo com Thirwall e McCombie, as elasticidades-renda de importação e exportação condicionam o diferencial de crescimento entre os países. Normalmente, os países em desenvolvimento possuem uma elasticidade de demanda por importação maior do que a elasticidade-renda por produtos exportados, ou seja, com um pequeno aumento da renda, o aumento da importação será proporcionalmente maior.

Os dados sobre os impactos causados nos níveis de produção de um país, quando há combinações de fatores internos e externos, nos revelam a força das mudanças tecnológicas. “A Inglaterra levou 58 anos (1780-1838) para, no bojo da Revolução Industrial, dobrar seu PIB *per capita*, os Estados Unidos só precisaram de 46 anos (1840-1886); o Japão, de 34 anos (1885-1919); o Brasil do milagre, de 14 anos (1964-1978);...” (Garcia Jr , 1999). A principal dificuldade das economias que ainda não apresentam um nível adequado de desenvolvimento tecnológico e de produtividade que garantam sua auto-sustentabilidade, é saber quais os fatores que poderão proporcionar um maior alargamento nos limites internos e externos, no âmbito do crescimento econômico.

Os países em desenvolvimento se defrontam a todo momento com uma situação crônica de vulnerabilidade externa. Essa vulnerabilidade externa significa uma baixa capacidade de resistência frente à influência de fatores desestabilizadores ou choques externos. “A vulnerabilidade externa aparece como um elemento histórico-estrutural dos países em desenvolvimento, seja como fator determinante dos períodos de crise, seja pelo papel-chave das mudanças de inserção internacional no processo de superação da crise econômica”(Gonçalves ,1994, pp137). Por isso, em vários momentos da história, quando há crises de balanço de pagamentos, ocorrem mudanças de política externa que acabam por agravar a vulnerabilidade externa do país.

O cenário pós-Real em relação às contas externas tem sido bem diverso do vivenciado na década de 80, que foi marcada por extensos estímulos à capacidade de exportação do país. A crise da dívida externa, no fim da década de 70, incentivou a adoção de uma política de elevação dos coeficientes de exportação da indústria, enquanto as importações foram mantidas em baixos patamares, através de taxas reais de câmbio e na estrutura de proteção comercial (Holland *et alli*, 1997).

Por outro lado, deve-se reconhecer que o comércio externo é um dos vetores que sustentam essa endogenização do progresso técnico, portanto, no longo prazo, a manutenção da abertura comercial e déficits comerciais sustentáveis podem ter um impacto positivo no crescimento do país. Contudo, e mais grave, a manutenção de prolongados déficits comerciais requer um elevado grau de financiamento externo ao país. Esse fato torna o ingresso de capitais um dos fatores principais que permitem o alargamento do grau de manobra da política econômica para manter a taxa de crescimento de curto prazo. O que se passa no Brasil é justamente esse processo: para podermos aumentar a produtividade e a competitividade nacional, além de manter a estabilidade de preços, foi preciso uma abertura comercial que em última instância se transformou em déficits comerciais. Para financiar esse déficit, foi preciso absorver uma grande quantia de capital externo, de curto prazo e longo prazo (que poderia aumentar a produtividade do país), o que teoricamente poderia alargar a restrição ao crescimento do país.

No entanto, esse alargamento não ocorreu de fato, devido em grande parte as mudanças econômicas do mercado internacional, principalmente no que tange às novas

formas de financiamento e crédito entre os países. Nessa nova configuração do mercado externo – mais volátil e mais suscetível às alterações no câmbio dos países – a garantia de ingressos de capitais suficientemente elevados, tanto para cobrir o déficit em transações correntes como para amortecer uma possível corrida especulativa contra a moeda doméstica, tornou-se extremamente dependente da política monetária. Por sua vez, uma política monetária, com juros elevados e bem acima do nível internacional, acabou freando o crescimento econômico. A economia tornou-se, nesse aspecto, após a globalização financeira, muito mais suscetível aos impactos das crises externas. Com a crise do México em 1995, por exemplo, o país foi obrigado a aumentar os juros e conter o crédito ao consumo, através de restrições aos empréstimos bancários, para evitar um maior déficit comercial e garantir a rentabilidade do financiamento externo.

A evolução do crescimento de longo prazo da economia brasileira após o processo de abertura em razão dos graus de oportunidade e apropriabilidade nas trajetórias tecnológicas de cada setor, conforme refletidas nas *best-practice* e no *spillover* intra-setorial internacional, depende dos investimentos locais em aprendizado imitativo que definirão a evolução das produtividades locais do trabalho e seu diferencial em relação à fronteira; das elasticidades-renda e preço das demandas externas por produtos em que há vantagem competitiva absoluta local dada a evolução de preços relativos e da renda no exterior (Canuto, 1994).

Em uma análise recente da economia brasileira, Holland *et alli* (1997) – utilizando-se das hipóteses do modelo teórico proposto por Canuto (1997), o qual inclui tanto a restrição do BP sobre o crescimento, como os efeitos de produtividade e alterações da taxa de câmbio efetiva – concluem que, durante a década de 80, o saldo comercial brasileiro sofreu uma maior influência da taxa de câmbio, sendo portanto o efeito-preço mais relevante para o ajuste comercial do Balanço de Pagamentos do que o efeito-renda. Já no período de 1990 a 1995, a análise de longo prazo indica que a razão entre o crescimento da renda doméstica e o resto-do-mundo apresenta uma forte relação com a razão de elasticidades-renda de exportação e importação. Tal fato demonstra que o efeito-renda, nesse período, foi mais relevante para o ajustamento externo brasileiro do que o efeito-preço. Torna-se importante avaliar essas variáveis novamente devido à desvalorização do Real ocorrida em janeiro de 1999, quando o Banco Central, frente a um ataque especulativo, adotou a flutuação cambial.

2.1 A década de 80 e a política cambial

Inicialmente serão discutidos os fatores que condicionaram a utilização da taxa de câmbio como principal política na área de comércio na década de 80. Nos anos 80 a principal variável utilizada para promover o ajuste externo foi o câmbio que, ao promover variações nos preços relativos, gerava competitividade aos bens exportáveis nacionais, garantindo sucessivos superávits na balança comercial. Nesse período, o efeito-preço prevalecia sobre os demais fatores no desempenho comercial, em função do pequeno grau de abertura econômica do país.

Após a crise mundial desencadeada pelos choques do petróleo na década de 70, o governo brasileiro optou por dar continuidade ao crescimento da economia, por meio de crescente endividamento externo. Após a maxidesvalorização de 1979, nos primeiros anos da década de 80, evitou-se a desvalorização real do câmbio. Vale destacar aqui os motivos para essa política, enumerados por Zini (1988): a preocupação com as pressões inflacionárias, dado que o País possuía um sistema abrangente de indexação; muitas firmas e o setor bancário em especial tinham se endividado no exterior e resistiam a desvalorizações que pudessem aumentar seus custos financeiros; o programa de crescimento do governo Geisel demandava um componente substantivo de importações; e, por fim a incerteza sobre a resiliência da Organização dos Países Exportadores de Petróleo (OPEP). A estratégia de ajustamento foi aumentar os esforços na substituição de importações e financiar o déficit em contas correntes com o endividamento externo.

Com a elevação dos preços do petróleo e o início da escassez de crédito do mercado internacional, realizou-se a primeira maxidesvalorização cambial em 1983. Essa máxi produziu a alteração do cambial real suficiente para gerar os superávits necessários, dada a escassez do crédito externo. Após essa desvalorização, observou-se a continuidade de uma política cambial baseada em minidesvalorizações até 1986. Esses ajustes pretendiam manter a paridade do poder de compra da moeda nacional, provocando pequenos ajustes na taxa de câmbio nominal capazes de eliminar as variações nos preços dos bens nacionais, seguindo o Índice Geral de Preço (IGP-DI), e com isso evitando a perda da competitividade.

A década de 80 e os primeiros anos da década seguinte foram marcados pela continuidade do processo inflacionário, pela crise da dívida externa e pelos desajustes das contas públicas.

Há grandes divergências sobre as causas da inflação. Resumidamente, uma delas entende que a inércia inflacionária seria explicada pela indexação de preços, salários, contratos de longo prazo e, principalmente, da taxa de câmbio nominal, que além de promover a rigidez de preços, gerava a passividade monetária. Portanto, inércia e passividade monetária foram as causas principais da inflação desse período. “O primeiro é um mecanismo de propagação de impulsos inflacionários iniciais, e o segundo é um mecanismo que impede que eles se dissipem” (Pastore e Pinotti, 1994).

Nessa concepção, a indexação cambial impedia a dissipação dos choques inflacionários. Portanto, a indexação cambial e a passividade monetária, ao lado de juros domésticos elevados, produziram o crescimento contínuo da dívida pública, introduzindo uma endogeneização do déficit público. A passividade monetária ocorria quando a inflação causava o crescimento monetário, porque o governo tinha que comprar o excesso de oferta de moeda estrangeira – decorrente de um aumento nos juros – para manter a taxa de câmbio real, expandindo a oferta monetária até que os juros internos se igualassem ao nível internacional. A indexação generalizada de preços e salários e a regra da paridade do poder de compra propagam para $t+1$ a taxa de inflação ocorrida em t , e a passividade da oferta monetária impede que qualquer choque na procura ou na oferta agregada tenha seus efeitos inflacionários dissipados (Pastore, 1997).

O período de 1986 a 1991 foi marcado por várias tentativas de controle inflacionário. Dentre elas destacam-se as tentativas heterodoxas fracassadas Planos Cruzado (1986), Bresser (1987), Verão (1989)¹, Collor I (1990) e Collor II (1991). Até 1993, o cenário nacional é marcado por uma instabilidade macroeconômica, sintetizada na inflação elevada e na crise das finanças públicas. Essas por sua vez, aliadas à escassez de recursos – retração de investimentos externos e da poupança privada – resultaram na queda do investimento e do crescimento econômico.

¹ Estes planos tentaram corrigir a hiperinflação através de congelamentos temporários de preços e salários.

Apesar dessas tentativas de controle inflacionário, houve a persistência dos desequilíbrios fundamentais, ou seja, nada foi resolvido no âmbito das finanças públicas, enquanto a perda da confiança na política econômica era traduzida na reativação da inflação e da expansão monetária. De acordo com Giambiagi e Rigolon (1999), o governo, durante a década de 80, usava a inflação como política econômica para acomodar os efeitos de choques externos ou para buscar objetivos conflitantes com estabilidade de preços. Esse fato, aliado ao processo de indexação, formal e informal, acabou por permitir a convivência dos agentes econômicos com a inflação, impedindo que instrumentos convencionais de uma política econômica pudesse minorar a instabilidade econômica da década de 80.

A primeira tentativa na década de 90 para terminar com o processo inflacionário foi a adoção do Plano Collor. Esse foi implementado em 1990 em meio a um declínio das atividades econômicas que teve início em outubro de 1989. A adoção de medidas fiscais restritivas e, principalmente, a política financeira de contração da liquidez foram os fatores que determinaram a predominância de recessão econômica no triênio 1990-1992, com alguns períodos de recuperação econômica. As fases de alívio observadas no crescimento do PIB no terceiro trimestre de 1990 e nos primeiros trimestres de 1991, tiveram como sustentáculos a política de congelamento de preços e a manutenção de mecanismos informais de indexação salarial. As fases recessivas do final de 1990 e início de 1991, e de setembro desse ano a setembro de 1992, foram em grande conta provocadas pelas medidas de fortes restrições monetária e fiscal que visavam conter a reaceleração inflacionária.

O regime cambial vigente de 1986 até 1991 provocou uma grande volatilidade da taxa cambial que elevava os riscos dos passivos em dólares e desestimulava o ingresso de capitais. Em 1990, a política de minidesvalorizações praticada pelo Banco Central foi substituída pelo mercado livre de câmbio². Do início de 1990 até outubro de 1991, a taxa de câmbio se valorizou e apresentou uma grande volatilidade, introduzindo riscos de arbitragem, o que provocou perdas de reservas – devido à queda no saldo comercial – e contração monetária. A situação se agravou quando houve a retomada do pagamento de

² Contudo, o governo continuou controlando a taxa de câmbio, relegando a segundo plano o nível das reservas internacionais, característica de um regime de câmbio fixo

juros da dívida externa, o que pressionou ainda mais as reservas no segundo semestre de 1991, forçando a desvalorização.

Com a desvalorização de outubro de 1991 e a regra de minidesvalorizações, o Banco Central conseguiu minimizar a volatilidade cambial, tornando visível o diferencial entre as taxas de juros interna e externa, pois eliminou o risco de uma desvalorização ao promover o ajuste do câmbio real. Por outro lado, essas medidas contribuíram para acelerar ainda mais a inflação. Enfim, o começo da década de 90 marca o fracasso de dois outros planos de estabilização: Collor I (1990) e Collor II (1991)³.

Por outro lado, é importante destacar que por meio da geração de megassuperávits na balança comercial o Brasil conseguiu enfrentar, ao longo da década de 80, a crise cambial que se precipitou a partir do segundo choque do petróleo e da moratória mexicana. Os elevados déficits em conta corrente registrados no período 1980–1982 foram transformados em pequeno superávit em 1984. O saldo da balança comercial passou do déficit de US\$ 2,9 bilhões em 1980 para um superávit de US\$ 13,1 bilhões em 1984. O restante da década foi marcado por saldos comerciais superavitários superiores a US\$ 15 bilhões anuais.

³ Os planos Collor I e II caracterizaram-se por fortes intervenções nos contratos privados e nas regras de indexação. O primeiro bloqueou cerca de 10% do PIB de ativos financeiros, caracterizando a mais grave intervenção em contratos privados realizada no país (Giambiagi e Rigolon, 1999)

2. 2 A década de 90: a implementação do Plano Real

Entre 1991 e junho de 1994, a taxa de câmbio nominal não se apreciou e as contas correntes permaneceram estáveis, enquanto os ingressos de capitais produziram apenas a acumulação de reservas. O grande problema aqui refere-se ao fato de que este acúmulo de reservas propiciou um aumento da base monetária, caracterizando um fenômeno denominado por Gonçalves (1996) como “liquidez empochada”.

Com a persistência da inflação, a política monetária foi direcionada para elevar as taxas de juros, e com isso tentar a redução inflacionária. Nesse período, essa política não foi capaz de promover uma redução da taxa de expansão monetária, porque os efeitos contracionistas das vendas de títulos em mercado aberto foram compensados pela acumulação de reservas. Para manter a taxa de câmbio real competitiva, o governo teve que esterilizar esse aumento das reservas expandindo a base monetária.

As medidas de liberalização cambial no Brasil foram adotadas a partir de 1988, quando houve a criação do segmento de câmbio de taxas flutuantes para transações relativas a viagens internacionais. A criação de taxas flutuantes permitiu, por sua vez, a ampliação de limites de operações cambiais. Em março de 1990 foi criado o segmento livre, marcando o início do sistema de câmbio dual. Criou-se um mecanismo formal que possibilita uma “ponte” para o mercado paralelo e uma outra para o retorno de capitais brasileiros no exterior, mecanismo que permitiu haver uma mobilidade entre o mercado paralelo e o sistema oficial de câmbio (Gonçalves, 1996).

O novo regime cambial contribuiu para a restauração dos movimentos de capitais, interrompidos durante a década anterior, e determinou um forte ingresso de capitais⁴. A liberalização cambial acabou por determinar uma maior mobilidade de capitais. Essa liberalização cambial, associada à mudança na disposição do financiamento externo – em função do movimento da globalização –, foi uma das bases fundamentais para a implantação do Plano Real. Com a liquidez externa a passividade monetária poderia ser interrompida, uma vez que os déficits poderiam ser financiados, ampliando a

⁴ Duas medidas foram essenciais na liberalização da conta de capital, quais sejam: a criação da CC5 (permite que não-residentes operem na compra e venda de divisas no Brasil) e a criação do Anexo IV.

margem de manobra do governo para uma política econômica monetária restritiva, por exemplo.

É fato que a liberalização cambial e maior abertura da conta de capital tende a promover uma maior volatilidade da taxa de câmbio e das reservas internacionais, proporcionar uma maior variabilidade no preço de ativos financeiros na economia. A maior volatilidade cambial apresenta-se acompanhada por uma tendência de apreciação cambial e por isso tem conseqüências negativas sobre o lado real da economia. Isso ocorre porque o aumento de riscos e incertezas nas transações internacionais repercute diretamente nas atividades de exportação e importação, afetando, desse modo, a composição e os níveis de produção, emprego e investimento. Além do que, a liberalização cambial implica a necessidade de um volume maior de reservas internacionais para garantir a mobilidade maior de capital. Desse modo, há um custo de oportunidade que é dado pelo diferencial entre a taxa de retorno do capital estrangeiro aplicado no país e a taxa de juro internacional que remunera as reservas. Maior volatilidade cambial vem acompanhada por uma tendência a apreciação, criando conseqüências negativas ao lado real da economia.

A disposição do cenário externo, contudo, já estava favorável à entrada de capitais no país, dados o fim do crescimento sincrônico das economias industrializadas e a queda abrupta de juros internacionais. Esses fatores, conjugados à globalização financeira, baseada no avanço dos sistemas de comunicações e na decisão de investidores dos países centrais de diversificar suas aplicações, acabaram por disponibilizar ao país uma maior oferta de recursos.

O fluxo de capitais foi permitido pela continuidade da liberalização da conta de capital iniciada no final dos anos 80. Essa liberalização tinha como objetivo maior ampliação da liberdade de remessas de divisas por instituições não-residentes no país. Para isso foram realizadas as seguintes medidas: rebaixamento de imposto de renda sobre operações de não-residentes no país e autorização de novos mecanismos de captação de recursos no mercado como *commercial papers*, *export notes*, e *ADRs*. Todas essas medidas reduziam as restrições dos investidores estrangeiros no que diz respeito à composição de carteiras, prazos mínimos de permanência no país e maior flexibilidade de

operação no mercado financeiro brasileiro, inclusive quanto a possibilidade de operar com instrumentos de *hedge* no mercado de futuro e opções (Gonçalves, 1996).

Em 1991, ao lado da manutenção de altas taxas de juros foram adotadas medidas que permitiram a mobilidade de capitais, das quais destacam-se a eliminação do prazo mínimo para permanência dos recursos no país, isenção de imposto de renda sobre os ganhos de capital nos investimentos em alíquota, redução da carga fiscal sobre a remessa de lucros a partir de 1992, autorização para operações de *hedge* contra o risco de variação nas taxas de juros internacionais, dentre outras. O principal estímulo foi a autorização para captação externa na forma de *securities* para empresas brasileiras e *commercial papers* para os bancos, além do *euronote* – títulos de dívida direta emitidos por empresas brasileiras – com prazo de maturação de um a cinco anos mas com cláusulas de *put option* (resgate antecipado). Outro modo de inserção financeira do país foi a compra de ações brasileiras por investidores estrangeiros em função da própria abertura do mercado de capitais e do baixo preço das ações das empresas nacionais e seu potencial de valorização. Os principais investidores têm sido as sociedades e administradoras de carteiras, fundos mútuos de investimentos e outros investidores institucionais, como fundos de pensão e seguradoras (Carvalho, 1992).

Um importante meio para a captação de recursos via investimentos de portfólio foi através do mercado flutuante ou da conta de não-residentes (CC-5), onde transitam todos os tipos de recursos, tanto em moeda estrangeira como operações internacionais em moeda nacional. Contudo, foi também por intermédio do mercado flutuante que os recursos aplicados nos Anexos I a IV do Banco Central saíram do país, constituindo-se a principal fonte de perdas de reservas, tanto através do mercado flutuante quanto da conta de não-residentes.

Outra face da captação externa consiste em que grande parte dos recursos externos obtidos pelos bancos, como por exemplo na Resolução 63, 2.148, dentre outras, foram utilizados em operações de arbitragem por intermédio da compra de títulos públicos e Notas do Tesouro Nacional (NTN) cambiais. Nesse caso, os recursos internalizados pelo setor privado financeiro foram repassados para o setor público mediante a forma de esterilização com títulos do Banco Central e do Tesouro Nacional.

Todos esses fatores, e principalmente as reformas liberalizantes no setor cambial, contribuíram para que o país voltasse a captar recursos no mercado financeiro internacional, principalmente sob a forma de captações privadas. A diminuição da pressão externa permitiu ao país encaminhar negociações para reestruturar a dívida pública externa. O reescalonamento da dívida e o diferencial de juros existentes permitiram o forte crescimento do fluxo de recursos para o país, que foi responsável pela elevação das reservas cambiais para US\$ 40 bilhões em julho de 1994.

No âmbito da política comercial, as reformas liberalizantes foram aprofundadas. Em 1990 foram lançadas medidas para reformular a política de comércio exterior com a justificativa não apenas de atuar como instrumento de estabilização, mas de introduzir a busca da competitividade e do ganho de produtividade. As medidas consistiram em reduzir as barreiras não-tarifárias, transformando esses controles em tarifas, e ao mesmo tempo, fixar um cronograma para o rebaixamento das próprias tarifas nominais. Entre as medidas mais importantes destacam-se: o fim dos programas de importação por empresas, eliminação de inúmeros programas especiais de importação, eliminação de 50% do adicional sobre frete para renovação da Marinha Mercante e a redução de impostos de importação e de IPI sobre bens de capital destinados aos setores de energia e telecomunicações (Pinheiro e Almeida, 1994)

O rebaixamento das tarifas nominais foi planejado para ocorrer em etapas sucessivas, seguido pela eliminação da maior parte das barreiras não-tarifárias. A nova estrutura previa diminuição da tarifa média de 40%, vigente em 1989, para 20% em 1994. De acordo com a nova estrutura somente estariam acima da tarifa média de 20% os bens de consumo duráveis, bens de informática e alguns insumos representados por produtos de química fina e o trigo e seus derivados.

A política externa brasileira ao longo da década foi claramente caracterizada por uma trajetória de redução das barreiras comerciais, refletida pelo significativo aumento do valor importado.

A liberalização comercial iniciou-se no governo Collor, entre os anos 1990-1992, quando foram editadas várias medidas que estimularam as importações. As primeiras medidas editadas nesse sentido foram feitas antes da implantação do Plano Collor I:

1. redução de 50% para 25% *ad valorem* do adicional de frete para renovação da Marinha Mercante em 1990. O adicional foi extinto em 1991;
2. revogação da lista de produtos do anexo “C” da Câmara Comercial de Exportação (CACEX), que suspendia a importação de alguns produtos;
3. dispensa de anuência prévia para a importação de alguns produtos (incluindo bens de informática).

Após o Plano Collor I, a principal medida de liberação da importação foi estabelecida por uma portaria do Ministério da Fazenda onde constava:

1. eliminação dos controles quantitativos para importação;
2. redução do índice de nacionalização para produtos da indústria brasileira, de 90% para um mínimo de 70%;
3. estabelecimento de alíquota zero de imposto de importação para produtos e insumos sem similar nacional;
4. redução das alíquotas para produtos têxteis;
5. redução das alíquotas de importação de insumos, máquinas e equipamentos agrícolas;
6. diminuição do prazo de liberação de guias de importação.

No âmbito financeiro, a principal medida foi a suspensão de prazos mínimos para o pagamento de importações que se destinassem a compor ativo fixo (Tabela 1). Nesta tabela podemos avaliar a evolução do saldo comercial no país, Este passa de um superávit nos início dos anos 90 e atinge déficits significativos no anos após a implementação do Plano Real.

Tabela 1

Setor externo (US\$ bi)	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Exportações	31,4	31,6	35,8	38,6	43,5	46,5	47,7	53,0	51,1
Importações	20,7	21,0	20,6	25,5	32,7	49,9	53,3	61,4	57,6
Saldo Comercial	10,7	10,6	15,2	13,1	10,8	-3,4	-5,6	-8,4	-6,5
Transações correntes	-3,8	-1,4	5,9	-0,4	-1,3	-18,0	-23,7	-33,4	-34,9
Reservas Externas	10,0	9,4	23,8	32,2	38,8	51,8	60,1	52,2	44,6

Fonte: BNDES

A partir do fim da década de 80, com o amadurecimento das negociações de uma área de livre comércio (ALC) e a consolidação da União Européia, para o comércio exterior houve a consolidação do Novo Regionalismo.

De acordo com Averbug (1999), as idéias do Novo Regionalismo surgiram em razão das mudanças no cenário da economia internacional. Nele, boa parte dos países em desenvolvimento abandonou suas políticas autárquicas (por exemplo, substituição de importações) e está abrindo ao comércio multilateral. Os acordos regionais, que geralmente envolvem uma integração mais profunda do que a simples redução das barreiras tarifárias, se tornaram mais fortes passando a incluir uniões aduaneiras (Mercosul), a harmonização e o ajuste de políticas econômicas e acordos de cunho político (União Européia).

Para Averbug e Either (1998), o Novo Regionalismo pode ser caracterizado pelos seguinte fatos:

- áreas de livres comércio formadas por um ou mais países econômicos menores ligados a um país maior;
- países menores vêm passando por reformas unilaterais significativas;
- a liberalização comercial tende a ser marcada por acordos *one-sided*;
- as áreas de livre comércio são formadas entre países vizinhos.

Para o Brasil, no âmbito do Novo Regionalismo, talvez o mais importante acordo tenha sido mesmo a formação do Mercosul. O processo de integração do Mercosul se oficializou em 1991, com a assinatura do Tratado de Assunção e vem se desenvolvendo gradualmente, com a instituição da zona livre de comércio, a concretização da união

aduaneira e a gradativa criação do mercado comum entre os quatro países. O Mercosul possui acordos bilaterais, do tipo “4+1”, com Chile e Bolívia (que pretendem, inclusive entrar no Bloco), está negociando com outros blocos regionais americanos e com a União Européia, além de estar envolvido na formação de uma área de livre comércio hemisférica.

Contudo, o Novo Regionalismo apresenta sérios problemas para a economia brasileira, porque não parece que uma política radical de livre comércio seja compatível com a sobrevivência da economia com uma mínima autonomia, mesmo que o fortalecimento do Mercosul aumente o poder de barganha do Brasil na negociação da Alca. Isso ocorre porque o aprofundamento das relações Mercosul–União Européia cria contra-pesos fundamentais em relação às pressões da Alca. Para um melhor aprofundamento dessas questões, deve-se consultar Garcia (1998).

Apesar do crescente regionalismo que marca a inserção externa do Brasil no mercado internacional, no âmbito do comércio exterior, e a despeito das mudanças no foco geográfico do padrão de especialização, a economia brasileira ainda permanece sendo um *global trader*, dado que os fluxos do comércio se distribuem entre as várias macrorregiões do mundo. Para um melhor aprofundamento, sobre a nova ordem de competitividade e especialização do nosso comércio, consultar Canuto e Xavier (1999).

A análise sobre o perfil das exportações brasileiras no decorrer da década de 90 mostrou que a participação de produtos com maior valor agregado foi mantida nos padrões da década de 80, quando os produtos manufaturados passaram a representar uma maior participação na pauta de exportação, tendo como auge o ano de 1993. Nos anos seguintes, essa participação sofreu uma pequena queda, sustentando-se no nível de 55% dos produtos exportados, enquanto os produtos semimanufaturados continuaram a aumentar suas participações na pauta de exportação (Tabela 2).

Tabela 2

Composição das exportações brasileiras (%)

Participação dos grupos de exportação

Período	Básicos	Semimanufatura	Manufaturados	Outros
1965	81,5	9,6	8,1	0,7
1970	74,9	9,1	15,2	0,8
1975	58,0	9,8	29,8	2,4
1980	41,9	12,0	44,8	1,3
1985	33,3	10,8	54,8	1,1
1990	27,8	16,3	54,2	1,7
1991	27,6	14,8	56,2	1,4
1992	24,6	14,4	59,7	1,3
1993	24,3	14,1	60,8	0,8
1994	25,4	15,8	57,3	1,5
1995	23,6	19,7	55,0	1,8
1996	24,9	18,0	55,3	1,7
1997	27,3	16,0	55,1	1,6
1998	23,7	14,8	63,2	0,0

Fonte: Nota técnica DEPEC-97/04

A política comercial adotada a partir de 1990 para as exportações foi marcada pela extinção dos incentivos fiscais, como o BEFIEEX, e também pela isenção do imposto de renda. Essa perda de incentivo ao setor exportador foi sancionada pela manutenção dos encargos tributários (tais como o Cofins e o ICMS) sobre os produtos primários e semi-elaborados, o imposto de exportação e a quota de contribuição nas vendas externas.

Para Canuto e Xavier (1999), a abertura comercial provocou a adoção de programas de racionalização pelas empresas no Brasil, levando a um aumento de produtividade expresso em índices de valor agregado por trabalhador empregado. “A economia brasileira apresenta hoje um padrão geral de comércio onde, pelo lado das exportações, ramos de manufaturados e semimanufaturados intensivos em recursos naturais e energia apresentam forte competitividade e expansão.”

A abertura comercial marcou, portanto, uma quebra da relação de longo prazo entre a taxa de câmbio real e o saldo comercial. Os efeitos da abertura comercial sobre a economia brasileira parecem demonstrar que os saldos comerciais negativos gerados na década de 90 foram maiores do que aqueles previstos pela valorização cambial.

Por outro lado, a especialização da economia em linhas de produtos ou segmentos da produção mais produtivos resultou em uma estrutura produtiva mais enxuta e competitiva (Canuto e Xavier, 1999).

A mesma passividade monetária da década de 80 também contribui para permanecer o impasse inflacionário do início da década de 90. De acordo com Pastore e Pinotti, se o Banco Central abster de vender títulos em mercado aberto, existirá um excesso de demanda que elevará os preços dos títulos e reduzirá as taxas de juros, igualando as taxas internacionais acrescidas dos riscos, paralisando a entrada de capitais. Para manter a entrada de capitais, o Banco Central tem de suprir o excesso de demanda de títulos aos preços (às taxas de juros) inicialmente prevalecentes, o que conduz ao crescimento da dívida interna, paralelamente ao crescimento das reservas. Nesse caso, crescem o estoque da dívida pública e o pagamento de juros (Pastore e Pinotti, 1996)

Contudo, a política monetária restritiva só é eficaz quando há uma contração da demanda pelos desestímulos aos investimentos, à acumulação de estoques e ao consumo de bens duráveis. Quando o efeito renda (expansionista quando há elevação da taxa de juros) é maior que o efeito riqueza, a política monetária torna-se ineficaz. O problema é que a queda da eficiência da política monetária pode conduzir o governo a praticar taxas de juros excessivamente elevadas, buscando outros canais de atuação da moeda sobre a demanda agregada de bens, como o crédito. “O Banco Central não pode, no entanto, operar com recompras executadas aos preços dos títulos sobre a curva de valorização, o que equivale a fixar a taxa de juros. Se o fizer, gerará a passividade monetária independentemente do regime cambial, e produzirá o reajuste da renda de juros pagos aos proprietários dos títulos, o que elimina a operação do efeito riqueza, e produz a operação do efeito renda com o sinal contrário” (Pastore e Pinotti, 1996).

De acordo com Pastore e Pinotti, a eliminação isolada do déficit público, mantendo a indexação e o regime cambial, não garantiria a estabilização. Se o equilíbrio fiscal é apenas uma condição necessária para a estabilização, então para dissipar a passividade monetária, o governo teria de editar medidas além do controle do déficit público.

2. 3 Política Econômica do Pós-Real

O acúmulo de reservas foi em parte responsável pelo movimento da lenta valorização da taxa de câmbio real, já num prenúncio das políticas de contenção de inflação com ancoragem cambial que seriam adotadas na estratégia de estabilização do Plano Real. Em julho de 1994, o governo lança o Plano Real.

“Um programa de estabilização requer a geração do equilíbrio interno – caracterizado por taxas de inflação baixas e pela manutenção do crescimento econômico –, e do equilíbrio externo – a existência de déficits sustentáveis nas contas correntes, que possam ser financiados por investimentos diretos e por empréstimos, sem conduzir ao crescimento explosivo da dívida externa. Os dois equilíbrios podem ser obtidos com as políticas fiscal e monetária, que alteram a demanda agregada de bens – a absorção, ou com um instrumento que altere a sua composição (e da oferta) entre bens domésticos e internacionais – a taxa cambial.” (Pastore e Pinotti, 1996)

As diferentes fases do Plano Real, de acordo com o modelo básico da macroeconomia de estabilização analisado por Franco (1997), foram: i) a reforma monetária elimina a inércia inflacionária – criação de um superindexador de preços e salários – a URV, cujo objetivo era permitir a sincronização dos reajustes de preços, de modo a facilitar a entrada do novo padrão monetário – e que momentaneamente reduz a inflação a zero; ii) a política monetária assume uma configuração contracionista com elevação das taxas de juros domésticas; iii) o efeito distributivo do fim do imposto inflacionário (admite-se nesse modelo, que não há impacto da redistribuição da renda sobre a demanda num primeiro momento); iv) a política fiscal mostra-se contracionista⁵.

Na prática ocorreram três fases distintas: a implantação de um mecanismo de equilíbrio orçamentário que consolidasse o controle do déficit operacional *ex-ante*; a introdução de uma unidade de conta estável para alinhar os preços relativos; a conversão dessa unidade de conta na nova moeda do país para uma taxa de paridade semi-fixa com o dólar (Bacha, 1995)

⁵ O ajuste fiscal inicial do Plano Real foi possibilitado pela criação do Fundo Social de Emergência, que desvinculava 20% das despesas da União em 1994 e 1995 e aumentava a flexibilidade da execução orçamentária.

O estágio inicial do Plano Real foi um mix entre o regime de câmbio fixo com política monetária passiva e o regime de câmbio flutuante que permitiu a ação da política monetária. Este mix ocorreu porque, ao mesmo tempo em que as autoridades econômicas se comprometeram em manter um limite superior na taxa de câmbio nominal de R\$ 1,00 para US\$ 1,00, as taxas de juros internas foram mantidas em níveis elevados. A combinação causou a apreciação do Real. “Na prática, o Real operou inicialmente num regime de bandas cambiais largas, com as autoridades mantendo a taxa de câmbio próxima a seu limite inferior, e usando controles sobre o fluxo de capitais como instrumento para manter sua liberdade de perseguir uma política monetária independente” (Bacha, 1995)

Apesar de não adotar o regime de câmbio fixo, a estabilização da taxa de câmbio nominal passou a desempenhar um importante papel na estabilização dos preços. Inicialmente, permitiu-se até mesmo a flutuação cambial. O sistemático ingresso de capitais – devido à disposição creditícia do mercado internacional e das elevadas taxas de juros domésticas –, fez com que a taxa de câmbio real fosse apreciada em aproximadamente 25%, entre junho de 1994 e dezembro do mesmo ano. Por outro lado, o regime cambial, ao expor a estrutura produtiva à competição com os preços dos bens internacionais, também contribuiria para que os preços domésticos, tanto dos *tradeables* – mais rapidamente – quanto dos *não-tradeables*, tendessem a se igualar aos praticados no mercado externo.

A queda da inflação proporcionou uma importante transferência de renda do setor público e financeiro para os setores mais pobres da população. Essa transferência, estimada em 1% do PIB, aliada ao restabelecimento de crédito para consumo e o alargamento do horizonte para os investimentos, detonou um ciclo de rápido crescimento da atividade econômica.

Com a expansão da renda, os primeiros meses do Real foram marcados por uma recuperação do nível da atividade econômica. Dentre vários fatores que contribuíram para esta recuperação, destacam-se o fim do imposto inflacionário sobre a população de baixa renda, que permitiu uma recuperação de 10% a 15% do poder aquisitivo dos salários; e o restabelecimento do crédito ao consumidor, sancionado por uma expansão de 37% nos empréstimos do sistema financeiro para o setor privado. O consumo também

foi estimulado porque os ativos reais tornaram-se mais atrativos do que a poupança financeira protegida pela indexação – pois esta sofreu uma enorme redução com o fim da inflação (Bacha, 1995).

Um aumento de salários ao funcionalismo no final de 1994 e a fixação do salário mínimo em R\$ 100,00 (10% superior à variação do IPCr) ajudaram a aumentar as pressões da demanda inicialmente provocada pelo próprio processo de estabilização. A expansão da demanda interna causava dois tipos de desequilíbrio econômico: o elevado grau de utilização da capacidade produtiva na indústria – que poderia provocar um movimento ascendente da inflação; e a deterioração da balança comercial. As transações correntes do Balanço de Pagamento apresentaram-se deficitárias em função da política de abertura comercial – utilizada para pressionar um ajustamento dos níveis dos preços dos bens comerciáveis nacionais aos praticados externamente – e da própria apreciação do câmbio real, que em função da diferença no ajuste dos preços *tradeables* e *non-tradeables*, tornaram os setores domésticos mais rentáveis do que os destinados à exportação.

É fato que as mudanças oferecidas pelo Plano Real, inclusive o processo de fragilização da balança comercial, tiveram determinantes estruturais advindo do processo de abertura econômica anterior ao plano. A princípio pensava-se que o saldo comercial devia-se apenas ao forte crescimento da economia, após a valorização da moeda nacional. Na verdade, o comércio exterior passou a apresentar constantes déficits devido à combinação do câmbio valorizado e da tendência de aumento do coeficiente de importação.

Com a implantação do Plano Real, a política tarifária passou a ser utilizada para favorecer a queda dos preços, provocando um aumento das importações. A justificativa é que além de ajudar no processo de ajuste dos preços, essa queda tarifária seria também um estímulo à concorrência interna. Para tanto, a política tarifária foi muito além daquela programada no início da abertura em 1990 e concluída em 1993. Além disso, houve reduções dos impostos de importação para produtos com importante peso no índice de preços – como medicamentos, produtos de higiene, alimentícios, artefatos de borracha e insumos metalúrgicos – para níveis inferiores a 20%. As quedas tarifárias mais

significativas foram as de automóveis, motocicletas, eletro-eletrônicos, bens de consumo e química fina (Kume, 1996)

Com a constituição do Mercosul em 1995, foi instituída a Tarifa Externa Comum (TEC), aplicada pelo bloco a terceiros países. Em 1997, a TEC apresentava as seguintes alíquotas: média de 13,81%, modal de 17% e máxima de 23%.

No ano de 1996, a alíquota média de importação chegou à 13,1%. Contudo, os aumentos mais significativos das importações ocorreram nos últimos anos. As maiores taxas de crescimento das importações ocorreram entre os anos de 1993 e 1996.

A explicação para esse *gap* entre a redução da alíquota de importação e os resultados sobre o valor importado encontra-se em outras variáveis econômicas, e em decisões subjetivas dos agentes econômicos. Dentre os elementos relevantes para alterar o nível do volume importado estão a política cambial, o efeito-renda da demanda por produtos importados, a existência de regimes especiais de importação e a consolidação de canais de comercialização interna de produtos importados.

A mudança na estrutura tarifária em curso desde o início da década⁶, a valorização cambial e a forte expansão da demanda foram os fatores determinantes para uma radical mudança no volume de produtos importados pelo país, na fase inicial do Plano Real. Em novembro de 1994 houve o primeiro déficit da balança comercial, no valor de US\$ 409 milhões, após um longo período de superávits, sendo que nos anos anteriores a média mensal do superávit comercial ficava em US\$ 1,108 bilhões. Exceto entre os meses de agosto e dezembro de 1995, período com pequenos superávits, o saldo comercial permaneceu deficitário. As importações neste período foram contidas basicamente pela retração econômica, face à elevação dos juros e à contenção do crédito. A alíquota média do imposto de importação foi elevada de 14% para 16%, sendo que as principais alterações se concentraram nos bens de consumo duráveis (automóveis e eletro-eletrônicos) que passaram a ter, em sua maioria, alíquota de 70%.

Somente após os sucessivos déficits comerciais que marcaram os meses iniciais do plano e o estrangulamento externo provocado pela crise mexicana, foi que o governo

⁶ A redução da alíquota média esteve concentrada entre 1990 e 1993, quando esta foi reduzida pela metade (de 32,% em 1990 para 16,49% em 1993).

eliminou o Cofins e o PIS e reduziu a lista de bens suscetíveis ao imposto de exportação (março de 1995), tentando promover uma “desvalorização fiscal” e evitando a desvalorização cambial (Kume, 1995). No final de 1995, o governo adotou medidas mais incisivas para aumentar as exportações, como a elevação de 60 para 180 dias do prazo máximo dos ACCs (Aditamento de Contratos de Câmbio) e do pagamento antecipado de exportação. No âmbito do PROEX (Programa de Financiamento das Exportações) houve a extensão da equalização de juros para 100% do valor exportado (o limite anterior era de 85%). Essas medidas foram eficientes somente até o primeiro semestre de 1996, pois a partir do último semestre houve uma retração das exportações que voltaram a ficar inferiores ao valor importado, retornando ao déficit comercial já no mês de agosto de 1996.

Esta década também foi marcada pelo redirecionamento das exportações brasileiras para os mercados regionais. Mesmo assim os principais países importadores dos produtos nacionais continuam sendo os países industrializados. As exportações para os Estados Unidos, principal importador, representavam 24,6% do total exportado em 1990, reduzindo para 17% em 1997; enquanto houve um substancial crescimento da participação da Argentina, dado que a participação na pauta dos produtos exportados para esse país subiu para 12%, de 1997 para 1998.

Como parte da política de estabilização, os fluxos de capital foram estimulados pelo governo em razão da manutenção das reservas cambiais, sendo utilizado principalmente o IOF como forma de adequar o fluxo líquido de capitais aos objetivos da política macroeconômica, por meio do aumento dos juros internos para atração de capitais, principalmente nos momentos de crise financeira internacional. Outras fontes de estímulo à captação externa foram as operações de fusões e aquisições de empresas e o programa de privatização. Essas operações tornaram a rentabilidade da bolsa de valores mais expressiva, atraindo tanto os investimentos em portfólio como investimentos diretos. Contudo, esses investimentos acabaram por aumentar o passivo externo do país, tornando-o extremamente vulnerável à disponibilidade de recursos externos.

O problema do déficit em conta corrente é que uma vez que seja requisitado aumentar o financiamento para equilibrar os déficits na conta comercial e de serviços, cada vez mais aumenta o volume de juros e remessas de lucros e dividendos a serem

enviados ao exterior, gerando uma sobreposição do déficit na conta de serviços. Nesse caso, torna-se extremamente alto o valor de divisas a ser gerado pelo balanço comercial, capaz de financiar as despesas da conta de serviços, e assim equilibrar o balanço de pagamentos.

Em relação ao tipo de financiamento da década de 70 houve uma alteração tanto no tipo de captação dos recursos quanto nos agentes internos. Ao contrário da dívida anterior, o setor privado passou a emitir títulos e bônus no exterior como forma de captar recursos, enquanto o setor público deixou de se endividar diretamente. Além disso a forma de títulos prevaleceu sobre os empréstimos bancários, tendo a princípio um perfil de dívida de curto prazo, representado pelos investimentos em portfólio, que em razão do aumento da credibilidade tiveram prazos alongados e redução dos *spreads*. Os empréstimos de curto prazo estavam associados à expansão do comércio internacional, ao custo elevado do crédito doméstico, aos processos de privatização, à liberalização das contas de capital e à estabilidade da taxa de câmbio.

A combinação de taxa de juros elevadas, o “boom” do consumo interno e a aceleração de investimentos foram as condições internas necessárias para propiciar a retomada de grande fluxo de recursos externos ao país, levando à apreciação da taxa de câmbio nominal a R\$/US\$ 0,83 em novembro.

A taxa de câmbio cumpre simultaneamente pelo menos três funções na economia, de acordo com Araújo Jr. (1996):

1. define o poder de compra da moeda doméstica no mercado internacional e, conseqüentemente, o nível médio de afluência da população nacional em relação ao resto do mundo;
2. afeta a competitividade internacional da indústria local;
3. influi no comportamento dos preços e na atratividade dos ativos financeiros domésticos.

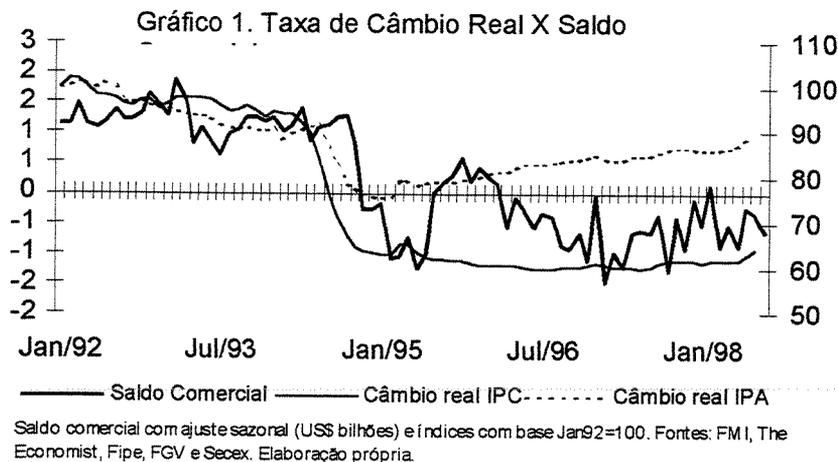
Entre julho e setembro de 1994, meses iniciais do Plano Real, assistiu-se à uma forte valorização da moeda brasileira. A valorização da taxa de câmbio real teve duas causas principais: a apreciação do câmbio nominal e o aumento da absorção interna. A

opção por um regime de câmbio flutuante, que conjugado com a política de juros elevados e a liberalização dos fluxos de capitais, promoveu a valorização da moeda. O aumento da absorção interna gerou um crescimento dos preços nominais dos bens domésticos, enquanto os preços dos bens internacionais foram contidos pela abertura comercial. O diferencial entre as variação destes dois deflatores, IPA e IPC, também foi uma evidência da valorização da taxa cambial.

Para observar essa valorização, calculou-se a taxa de câmbio real⁷ para o Brasil, comparando a taxa de câmbio nominal R\$/US\$ multiplicada pelos preços internacionais tendo como *proxy* o IPP dos Estados Unidos e dividida por um deflator nacional. Esse cálculo permitiu observar uma valorização cambial próxima à 25% entre junho e dezembro de 1994. Nota-se que ambas as taxa de câmbio real, tanto aquela calculada tendo como o deflator o IPA-DI da FGV como a deflacionada pelo IPC-Fipe, acusam esse movimento. Contudo, o segundo deflator, por apresentar uma maior proporção de bens domésticos com queda de preços mais gradual do que os bens comercializáveis que foram expostos à concorrência com os produtos estrangeiros, demonstra uma maior valorização. Essa valorização capta o efeito negativo daquela política econômica sobre a rentabilidade do setor externo *vis-à-vis* o setor produtor de bens domésticos. A consequência da política econômica foi em última instância a produção de déficits comerciais.

O impacto dessa valorização da taxa de câmbio real sobre o saldo comercial dessazonalizado do país pode ser observado no Gráfico 1. Essa relação entre câmbio real e saldo comercial é mais significativa quando se utiliza o IPC-Fipe como deflator (a correlação entre essas variáveis é de 83%) e menos quando se utiliza o IPA-DI (a correlação cai para 72%). Plotando as duas curvas de taxa de câmbio reais e o saldo comercial, percebe-se a tendência desse em acompanhar, com defasagem, a evolução cambial. Portanto, torna-se possível afirmar que uma valorização da taxa de câmbio tenha influência expressiva sobre o saldo comercial do país. Essa afirmativa deve ser ponderada por inúmeras ressalvas, sobretudo pelo reconhecimento de que o saldo comercial também é função de outras variáveis, como a renda interna do país e a renda externa.

⁷ Consultar Anexo I.



A avaliação entre a evolução do saldo comercial e a taxa de câmbio real nos permite concluir que há um efeito-preço (ou seja, da variação da taxa de câmbio) sobre o desempenho comercial de um país. No período analisado, o saldo comercial se tornou deficitário, devido à valorização da moeda, que diminuiu relativamente os ganhos do setor externo e permitiu um aumento das importações, e principalmente devido às reduções das barreiras tarifárias e à consolidação da abertura de novos canais de comércio exterior.

Os desvios da taxa de câmbio real têm sido um assunto bastante discutido, pois trata-se de uma variável que é utilizada como balizador dos “fundamentos” de uma economia. Muitos economistas acusam a política monetária do Plano Real de ter causado uma defasagem cambial, obtida por uma valorização da moeda nacional. Esse fato seria então nocivo à economia como um todo, uma vez que uma taxa de câmbio nominal apreciada, em razão dos elevados juros seguidos por um excessivo fluxo de capital, teria tornado a taxa de câmbio real valorizada o bastante para reduzir o saldo comercial do país, e assim expô-lo a um desequilíbrio externo.

Por outro lado, os *policy makers* afirmam que essa valorização cambial demonstrou apenas um ajuste da economia às novas condições econômicas internas e externas. O argumento fundamenta-se na perspectiva de que a valorização cambial seria reflexo dos ganhos de produtividade obtidos graças à abertura comercial e ao processo de estabilização, instrumentos necessários para que o país passasse por uma profunda reestruturação econômica. Esses ganhos de produtividade teriam alterado o nível de “equilíbrio” da taxa de câmbio real. Desse modo, essa defasagem de maneira alguma

representaria que essa variável econômica estivesse fora do nível desejado, ou melhor, que os fundamentos econômicos por ela auferidos não estariam desalinhados.

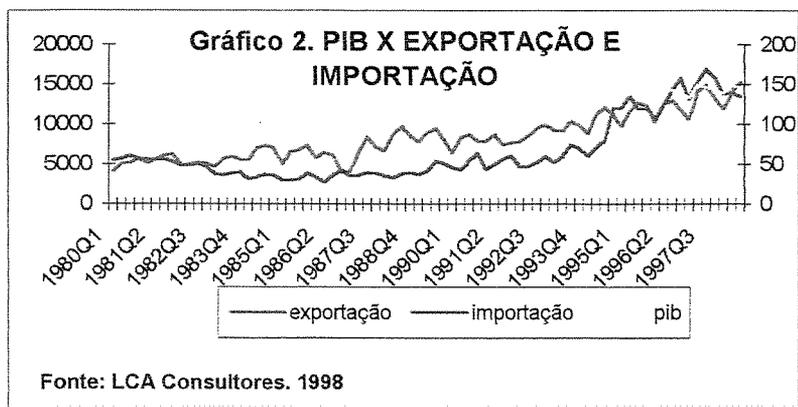
De acordo com essa proposição, a taxa de câmbio não estaria defasada – porque se entende o termo defasagem cambial como se essa estivesse fora do equilíbrio – mas sim apreciada. Em Franco (1995), artigo escrito logo após a implantação do Plano Real encontra-se várias justificativas para essa apreciação do câmbio. A primeira delas seria que todas as experiências de estabilização baseadas em *exchange rate based stabilizations* tenderia a apreciar o câmbio. “...os efeitos reais de programas de estabilização chegam a uma constatação muito simples: qualquer que seja o modelo e a trajetória, nos casos onde a estabilização é bem sucedida, é invariavelmente verificado que a taxa de câmbio ao final do processo é mais alta (mais apreciada) que aquela verificada no início” (Franco,1995).

A segunda proposição é que a taxa de câmbio real também estaria apreciada pela realocação de recursos de grande alcance e alterações significativas em preços relativos. Certamente, o processo de estabilização conjugado a abertura comercial levou à elevação dos preços *non-tradeables* relativamente aos das mercadorias *tradeables*. De acordo com Franco, esse fenômeno pôde ser observado no Brasil em todas as experiências de estabilização dos anos 80, através da evolução diferenciada dos diferentes componentes dos índices de preços ao consumidor e por atacado.

A terceira justificativa estaria centrada na mudança do comportamento do Balanço de Pagamentos, uma vez que as economias com hiperinflações foram marcadas por uma fuga de capital, dado que a inflação elevada reduz a demanda por moeda e busca outros instrumentos para proteger a riqueza dos seus efeitos. Nesse caso produz o fenômeno de *currency substitution*, ou dolarização, o qual é tanto mais forte quanto maior a mobilidade de capitais. Na presença desse fenômeno, um aumento da inflação deteriora a conta de capital do balanço de pagamentos e termina por trazer uma depreciação cambial em termos reais, a fim de ajustar a conta corrente à maior fuga de capitais, havendo também os efeitos do *overshooting* derivados do fato de a conta corrente reagir lentamente ao estímulo cambial. “Ou seja, é típico e próprio das inflações elevadas que exista sub-valorização cambial sendo difícil enxergar o Brasil como exceção.” (Franco,1995)

Outra importante argumentação seria que após a estabilização do Real, não só o contexto econômico teria mudado, como também a estrutura produtiva do país estaria apresentando inúmeras transformações, inclusive com alto índice de produtividade devido a própria abertura comercial. Para subsidiar essa argumentação Franco cita o relatório do Banco Mundial, o qual indicava que os diferenciais de crescimento de produtividade estavam a favor do Brasil e recomendaria, nessa época, a apreciação cambial como decorrência natural, além de indicar que a manutenção de um mega-superávit comercial traria custos derivados do estoque excessivo de reservas internacionais.

Contudo essas argumentações seriam válidas à medida que: primeiro, se acreditasse plenamente na teoria da paridade do poder de compra, como medida relevante da taxa de câmbio real. Segundo, se desconsiderasse a diferença entre uma apreciação do câmbio nominal e da taxa de câmbio real, e portanto se desconsiderasse os efeitos dessa sobre o saldo comercial do país no longo prazo – problema que pode se tornar desconfortável frente a uma iliquidez de crédito externo. Além do mais, nessa época, o governo já considerava, como se pode notar pela argumentação de Franco, que o “nível correto e prudente para o déficit em conta corrente é alguma coisa intermediária que se parece com o observado para o conjunto das chamadas economias emergentes, e que parece se situar na casa de 3% do PIB”. Em 1995, o saldo da conta corrente em % do PIB permaneceu dentro das estimativas das autoridades governamentais, girando em torno de 2,5% negativo, mas já em 1996 atinge o déficit de 3,3% (Gráfico 2).



Porém a crise do México no final de 1994 colocou em xeque a continuidade da captação de crédito externo para a manutenção da política de estabilização. A crise mexicana detonou um refluxo do capital internacional, afugentado pela perda da confiabilidade nos países latino-americanos. Portanto, em 1995 passou a vigorar uma política monetária bem mais restritiva do que a formulada no início do Plano Real. Uma das primeiras medidas para conter a pressão da demanda sobre a balança comercial foi a imposição de restrições ao crédito, aliada à elevação das taxas de juros. Essas medidas foram a elevação da taxa de juros básicos para 60% ao ano e o aumento dos compulsórios sobre depósitos à vista e à prazo, além de medidas de contenção de crédito – elevação do IOF a 15% e redução dos prazos para financiamentos à compra de bens duráveis de consumo, proibição de *leasing* etc. (Holanda, 1997).

Em relação à política cambial, o sistema de mini-bandas cambiais foi uma das medidas adotadas pelo governo para enfrentar a perda de reservas e minorar o déficit da balança comercial. Desse modo, o governo permitiu uma desvalorização de 5% em março de 1995, abandonando o sistema de câmbio flutuante⁸ e instaurando o *crawling peg*, seguida de uma política de intervenção do Banco Central para conduzir minidesvalorizações (de 0,4% a 0,6% ao mês).

A justificativa de manter o ajuste gradual do câmbio, provocando pequena desvalorização, foi uma aposta no controle de curto prazo, por meio dos superávits na conta de capital. Por outro lado, na aposta de que no médio e longo prazo o registro de

⁸ Até setembro de 1994 não houve qualquer intervenção no mercado de câmbio, e a taxa de câmbio sofreu uma apreciação chegando a R\$ 0,85/US\$.

um grande fluxo de entrada de capital sob a forma de investimentos diretos, de importações de bens de capital, induziria à competitividade da economia. Além do que, uma desvalorização incorreria no risco de fazer voltar a inflação e agravar o endividamento externo, através do impacto imediato do aumento no passivo internacional.

Porém, a política monetária restritiva não permitiu que esses ajustes efetivassem a desvalorização do câmbio real. Ainda assim, a intervenção do Banco Central por meio dos pequenos ajustes no câmbio evitou a continuidade da valorização real. O resultado dessa política monetária restritiva e do ajuste cambial foi a acumulação de reservas e a elevação da dívida pública, que visava neutralizar o efeito monetário dessa acumulação.

De acordo com Mollo e Silva, o comportamento da taxa de juros real em programas de estabilização ancorados no câmbio é outro aspecto crucial. Quando elevadas, as taxas de juros domésticas atraem capital externo, condição necessária para a sustentabilidade do plano. Porém, essas taxas de juros elevadas também se configuram em baixos níveis de investimento e ainda encarecem os serviços das dívidas interna e externa que tanto mal causam à economia doméstica.

Em síntese, os ajustes econômicos promovidos para sustentar a estabilização demonstram como a economia brasileira é suscetível à restrição externa. Para conter o déficit em transações correntes, atrair fluxo de capital e manter o nível das reservas, o governo adotou políticas monetárias extremamente restritivas, que mantinham sob controle o nível da demanda. O crescimento do nível de atividades foi interrompido no primeiro trimestre de 1995, sendo que nos trimestres seguintes houve taxas de crescimento bem menores, chegando a quase 3% negativo no primeiro trimestre de 1996.

Uma das conseqüências das restrições às expansões creditícias foi o aumento do grau de insolvência das empresas e da fragilidade do sistema bancário, além do impacto negativo sobre o déficit público. No setor produtivo, o volume de atrasados e de falências cresceu devido à desaceleração da atividade econômica, num momento em que as empresas haviam se endividado em razão da expansão da demanda pós-Real. Os setores diretamente afetados pela competitividade externa começaram a sentir os efeitos

da abertura comercial e da apreciação da moeda. Dentre eles estão o setor têxtil, de confecções, autopeças, e bens de capital.

A contenção econômica também se fez sentir no sistema bancário, onde as perdas da retração do crédito somaram-se ao fim dos ganhos com o imposto inflacionário. Para evitar uma quebra do sistema bancário foi criado o PROER, que permitiu ao Banco Central adiantar empréstimos a bancos em dificuldades, enquanto esses bancos eram transferidos para novos proprietários.

No âmbito do equilíbrio interno, pode-se avaliar que apesar do Plano Real ter sido eficiente na condução do processo de estabilização da inflação, ele também gerou um forte aumento do desemprego, devido à política de contenção da demanda que proporcionaram reduzidas taxas de crescimento.

No tocante ao equilíbrio externo, as medidas restritivas à demanda não foram suficientes para alterar o déficit em transações correntes, já que em 1996 esse voltou a crescer sistematicamente. O financiamento desse déficit, desde o início do Plano Real, foi proporcionado pelo fluxo de capital, em princípio de curto prazo, estimulado pelo diferencial de juros, e mais tarde pelo ingresso de investimento externo estrangeiro, que engloba também a participação do capital estrangeiro no processo de privatização de inúmeras estatais e na aquisição e fusões de empresas privadas, inclusive do setor bancário.

A facilidade dessa movimentação decorreu tanto do processo de liberalização cambial no país, quanto da globalização financeira. Esses fatos também contribuíram para aumentar a vulnerabilidade da economia brasileira, subordinada a uma instabilidade econômico-financeira dos países periféricos advinda da rápida liberalização da conta de capitais e da desregulamentação financeira (Miranda, 1998).

Como foi dito, o contínuo fluxo de capitais com base em diferenciais de rentabilidade tende a apreciar a moeda local, reforçando os influxos e aumentando os empréstimos no exterior. A elevação das reservas, decorrente desse influxo de capital, acabou por ter que ser esterilizada, requerendo a emissão da dívida interna que, por sua vez, pressionou a taxa de juros para cima e estimulou o ingresso de capitais, reforçando

o círculo vicioso. Para Miranda, esse processo proporciona uma “impressão” de lastro forte ao endividamento externo, e conseqüentemente, de credibilidade à taxa de câmbio.

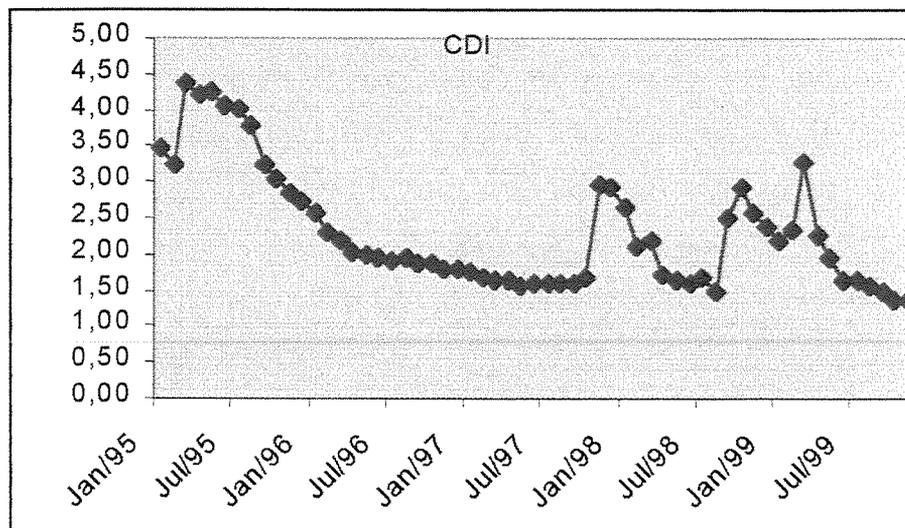
Para Pastore (1997) um dos piores erros do Plano Real foi o de conter o nível de absorção interna por meio da política monetária restritiva, o que provocou uma apreciação do câmbio real e insuflou os déficits comerciais e com isso o desequilíbrio externo. Somente uma política fiscal contracionista poderia ter evitado essa valorização do câmbio, e portanto, o controle do déficit público teria sido imprescindível para evitar o desequilíbrio externo.

2.4 O final da década de noventa: 1996–1999

Nos últimos anos a conjugação de elevados déficits interno e externo provocou uma expansão dos passivos domésticos e em moeda estrangeira. No caso da dívida pública os juros reais médios muito elevados contribuíram decisivamente para uma “explosão” desta (de R\$ 60 bilhões em 1994 para R\$ 483 bilhões em maio de 1999) e, além disso, as turbulências internacionais resultaram num rápido processo de encurtamento e de pós-fixação da remuneração. Os passivos externos, por sua vez, também cresceram expressivamente (de US\$ 160 bilhões em 1994 para US\$ 420 bilhões em 1998) engrossando os fluxos de remessa de lucros (R\$ 23 bilhões em 1998) – constituindo um componente deficitário elevado e rígido do Balanço de Pagamentos.

Em um regime de câmbio fixo e plena mobilidade de capitais, a política monetária torna-se menos eficaz para controlar os níveis de emprego e renda, portanto o controle da demanda agregada subordina-se à política fiscal. Como a política fiscal se manteve expansionista no período pós-Real, as autoridades usaram a política monetária para exercer o controle econômico. Para que essa fosse mais eficaz houve um controle dos ingressos de capitais. A elevação da taxa de juros foi a principal política usada para deter a saída de capital do país, principalmente nos momentos de grave turbulência internacional. O Gráfico 3 abaixo demonstra quatro momentos de alta do CDI, a saber: o primeiro após a crise do México no início de 1995, o segundo no momento da crise da Ásia em 1997, o terceiro na crise da Rússia em outubro de 1998 e o último em janeiro de 1999, quando houve um ataque especulativo ao real, que acabou culminando na mudança de regime cambial do país.

Gráfico 3



Fonte: LCA Consultores, 1999

A turbulência no mercado financeiro internacional impôs ao governo não só a fixação de um patamar muito elevado de juros como também uma mudança de estratégia na rolagem da dívida pública no mercado doméstico. Como costuma acontecer em períodos de maior incerteza, o Banco Central encontrou dificuldades para colocar títulos pré-fixados junto ao mercado. A saída foi encurtar os prazos de vencimento e tranquilizar os agentes econômicos com a oferta de títulos atrelados à variação cambial.

Após a crise do México, a rápida recuperação da economia foi possibilitada pela volta, ainda em 1995, do influxo de capital. Esse fato criou condições para que 1996 fosse marcado pela recuperação do nível de atividade. Além do que, o retorno do influxo de capital permitiu um aumento significativo do nível de reservas. O ano de 1997 ainda apresentou um PIB em crescimento, contudo o ano posterior mostrou uma forte retração dos níveis de atividades em função das crises financeiras da Ásia, Rússia e Japão, que requisitaram novamente que se fortalecesse a política monetária restritiva. A recessão econômica foi realmente forte, chegando a definir uma retração do PIB de 0,1% em 1998.

Na segunda metade da década de 90, o saldo comercial brasileiro permaneceu negativo. No período de fevereiro a março de 1996, o saldo comercial permaneceu equilibrado, contudo no mês de abril as importações tornaram-se significativamente

superiores às exportações. Essa mudança derivou da expansão do nível de atividade e da volta dos créditos externos à economia brasileira que permitiu uma despreocupação do governo em manter os saldos comerciais superavitários.

Outro fator que contribuiu para a deterioração do saldo comercial foi a extinção da lista “Dallari”, que impunha alíquotas a 63 produtos importados (têxteis, cobertores, vinho, manteiga, queijos e carne, dentre outros). As alíquotas, que eram em média de 62%, foram reduzidas para 30% a 35%, além do que produtos como eletrodomésticos de linha branca e eletroeletrônicos foram incorporados a um cronograma de redução das alíquotas até 2001. O setor automobilístico também contribuiu para a elevação das importações, em função da redução da alíquota do imposto de importação (de 70% para 35%) para até 50 mil veículos automotores.

Em 1997 foram adotadas algumas medidas para restringir a importação. Uma das mais importantes foi a limitação dos prazos de financiamento. Essa medida impôs que as importações financiadas por menos de 180 dias passassem a ser pagas à vista, em reais, no momento da internacionalização das mercadorias, enquanto a remessa de divisas continuaria a ser feita no vencimento do financiamento. As importações com prazos de pagamento entre 180 e 360 dias passaram a ser pagas com antecipação de 180 dias em relação ao prazo firmado com o vendedor externo⁹.

Vale a pena ressaltar que a restrição também foi realizada por meio de revogações da isenção tarifária para alguns produtos, como máquinas e equipamentos sem similar nacional. O imposto de importação de bens de capital foi estabelecido em média de 17%, enquanto o de máquinas e equipamentos passou a ser de 11%. Nessa revisão das tarifas de importação, houve alteração também nas alíquotas dos produtos da TEC – a alíquota média elevou-se de 14% para 17%. Outras medidas foram tomadas como a ampliação da lista de produtos sujeitos ao regime de Licença de Importação Não-Automática e a diminuição dos prazos para pedidos de processos de fiscalização sobre práticas de *dumping* e subsídios. Conclui-se um redirecionamento da política comercial com o intuito de melhorar o saldo comercial, pois no começo de 1997 a elevação da demanda causou um aumento significativo das importações, enquanto as

exportações continuaram estagnadas. Desse modo, podemos observar também que há uma desaceleração, seguida de queda das importações no segundo semestre desse ano.

Associa-se à elevação do nível de importação nacional, o baixo dinamismo das exportações. Devido à valorização cambial, à relativa estagnação da capacidade de produção – e, portanto, da exportação – da indústria de base e às deficiências setoriais de competitividade, houve um arrefecimento das exportações nacionais.

As exportações são de uma maneira simples função da demanda interna, da renda externa e taxa de câmbio real. A trajetória de crescimento das exportações não foi suspensa pela perda de incentivo, principalmente em função do crescimento dos mercados externos. Contudo, esse fator, aliado com a valorização do câmbio real, certamente provocou um arrefecimento na taxa de crescimento dessas. Ao contrário da década anterior, quando o país chegou a alcançar 1,5% do total das exportações mundiais, “refletindo o esforço governamental no sentido da obtenção de superávit comercial”, a participação no comércio mundial caiu para 0,93% em 1995. A variação média do crescimento das exportações entre 1992-1998 foi de apenas 1,9% ao ano, o que se contrapõe ao crescimento das importações anuais que atingiu 16% ao ano.

No final de 1996, o governo adotou algumas medidas de incentivo à exportação. A primeira refere-se à ampliação da abrangência e à redução dos custos financeiros do Finamex (financiamento a bens de capital), com diminuição da taxa de juros paga ao BNDES, aumento do prazo máximo de financiamento de 8 para 12 meses e Seguro de Crédito às Exportações passou a ser aceito como garantia pelo BNDES. Também foram ampliadas as modalidades de financiamento ao importador de produtos brasileiros através da criação do *Supplier's Credit*, em que o exportador toma recursos do BNDES para financiar o importador de seus produtos e da ampliação dessa abertura do limite de crédito para duas agências de fomento e 46 bancos no exterior. A terceira medida foi a autorização para que os exportadores de bens de capital recorressem à linha de financiamento do BNDES para saldar ACC's, estendendo o prazo de financiamento do capital de giro para 10 anos. Essas medidas reverteram a tendência de queda das exportações, que vinha sendo constante até o fim de 1996, e provocaram uma relativa

⁹ Medida Provisória exclui as importações com prazo superior a 360 dias, de valor inferior a US\$ 10 mil, e da Petrobras, além de estabelecer regras diferenciadas para as importações provenientes do Mercosul,

recuperação, pois passaram a crescer a uma taxa de 3,7% ao mês. Contudo, essas medidas não foram suficientes para reverter o quadro de deterioração do saldo comercial brasileiro nos anos seguintes.

O financiamento externo, através dos investimentos, diretos e de portfólio, empréstimos em moeda e financiamentos em geral, possibilitou a manutenção desses elevados déficits do saldo comercial. O déficit em transações correntes chegou a 4,5% do PIB em 1998. A abertura comercial foi uma das causas desse aumento das importações, tornando o saldo comercial negativo. A conta de serviços também foi responsável por esse elevado índice, dado que subiu de US\$ 14,7 bilhões em 1994 para US\$ 30,6 bilhões em 1998. Houve um crescimento espantoso nas contas de viagens internacionais e de transportes em relação aos serviços não-fatores. Por outro lado, houve um aumento significativo também na conta de serviços fatores de produção, em que o déficit aumentou de US\$ 10,5 bilhões em 1994 para US\$ 19,2 bilhões em 1998. Esse aumento decorre da forma como vem sendo financiado o déficit em transações correntes. Após a liberalização da conta capital, houve uma maior mobilidade de capital e possibilitando o aumento de remessas de lucros para o exterior. Especificamente, o aumento das remessas de lucros e dividendos decorre da expansão dos investimentos externos diretos e investimentos externos de portfólio. O maior pagamento de juros, por sua vez, está relacionado com a expansão da dívida externa.

Se nos primeiros anos prevaleceram os investimentos externos em portfólio, no biênio 1995-1996 houve uma mudança na composição da captação externa, aumentando a participação do investimento externo direto. Essa melhoria do perfil de captação ocorreu porque os Investimentos Externos Diretos IED tendem a ser recursos menos voláteis do que aplicações de curto prazo, e só foi possível devido a uma melhora na conjuntura externa e aos processos de privatização e de internacionalização produtiva. Tal fato possibilitou a adoção de medidas que inibiram os fluxos de capitais de curto prazo e a redução do cupom cambial. Em 1997, o perfil da captação externa altera-se novamente em decorrência do aumento dos recursos voláteis em ações, atraídos pela elevada rentabilidade das Bolsas de Valores e pela redução das emissões de títulos no exterior (Prates, 1997).

Apesar de menos voláteis que os investimentos de curto prazo, os investimentos externos diretos também contribuem para aumentar a vulnerabilidade externa do país. Isso ocorre porque grande parte dos fluxos de IED está sendo aplicada em fusões e aquisições, ou mesmo na compra de empresas privatizadas, o que constitui apenas operações patrimoniais de valorização da riqueza. Esses investimentos normalmente apresentam uma elevada rentabilidade, que será convertida em um montante expressivo de remessas de lucros e dividendos. Além disso a conversibilidade dos serviços fatores – uma das faces da liberalização da conta de capital – ampliou o grau de mobilidade desses fluxos e aumentou sua volatilidade. E ainda, há a possibilidade desses lucros serem contabilizados como lucros reinvestidos, que podem ser utilizados para compra de ativos financeiros domésticos de curto prazo, não necessariamente de investimentos produtivos.

O desequilíbrio externo não deriva apenas do saldo negativo da conta comercial, mas também de como está sendo realizado o financiamento dos déficits em conta corrente. O processo de privatizações e aquisições de empresas nacionais por empresas estrangeiras acaba por determinar um novo problema ao Balanço de Pagamentos, uma vez que essas compras deverão, no futuro, gerar remessas de lucros e dividendos, dando prosseguimento ao eterno déficit da conta de serviços do país. Portanto, uma política de estabilização fortemente dependente de ingressos de capital, tanto direto como de curto prazo, acaba por definir uma elevada vulnerabilidade externa do país, em relação ao desempenho do mercado financeiro internacional.

De acordo com Pastore e Pinotti, na presença de déficits nas contas de transações correntes e desemprego, as políticas fiscal e/ou monetárias contracionistas tendem a reduzir o desequilíbrio externo, elevando exportações e diminuindo importações, mas também tendem a agravar o desequilíbrio interno, acentuando o desemprego. Nesse caso, uma desvalorização, quando realizada com déficit em contas correntes e excesso de demanda de bens domésticos, tende a não ser uma política ótima. “A desvalorização cambial nos aproximaria do equilíbrio externo, mas nos afastaria do interno, desestimulando a produção e elevando a demanda de bens domésticos, o que elevaria a inflação. Quando existem déficits externos e inflação, o ajuste ótimo consiste em reduzir a absorção, e não em desvalorizar a taxa cambial” (Pastore e Pinotti, 1996)

Novamente, o choque externo – a crise financeira iniciada em 1997 na Ásia e estendida e agravada no ano de 1998 – colocou em questão a possibilidade e validade de um ajuste no câmbio real.

Num contexto de restrição de crédito externo que foi formado, o governo evitou a desvalorização porque, em primeiro lugar, essa levaria à reincidência do processo inflacionário. Além disso, muitas firmas e o setor bancário – esse um pouco menos alavancado, é verdade encontravam-se endividados no exterior e resistiriam à desvalorização que pode aumentar seus custos financeiros. Finalmente, assim como se pensava que o primeiro choque do petróleo seria passageiro, parece ter havido no governo atual a idéia de que a crise asiática de setembro de 1997 também seria um fenômeno passageiro.

Citando Zini, a respeito da política adotada no final da década de 70 e início da década de 80: *“Todos estes fatores co-atuaram no sentido de manter a taxa de paridade preexistente. Entretanto, com o benefício de olhar os fatos a posteriori, fica claro que a necessidade (bem como a possibilidade) de efetuar uma desvalorização real estava presente deste então. E como a história mostra, repetidas vezes, taxa de câmbio real desalinhada com a competitividade externa do país tende a produzir problemas cumulativos.”*

Para manter o regime de câmbio fixo, no caso do Brasil, o sistema de bandas cambiais, é necessário manter um elevado nível de reservas para conter eventuais ataques especulativos que force a desvalorização da moeda. A persistência dos efeitos da crise da Rússia sobre o mercado financeiro internacional provocou uma grande saída de capitais no país, no final de 1998. Com um nível de reservas relativamente baixo, o governo foi pressionado pelo mercado financeiro a adotar a flutuação cambial como forma de conter a saída de recursos financeiros do país.

Apesar da sistemática elevação dos juros, e até mesmo da ajuda financeira do FMI no final de 1998, para conter um afluxo de capitais, o país não conseguiu escapar ileso de um ataque especulativo à sua moeda. A desconfiança do mercado financeiro internacional na manutenção do câmbio ocorreu em função de expressivo e sistemático déficit em transações correntes e do aumento da dívida pública interna.

A crise financeira nos países asiáticos e a permanência de elevados déficits em transações correntes acabaram por projetar desconfiças da manutenção do nível da moeda nacional, isto é, os agentes econômicos passaram a apostar em uma desvalorização do Real. A tentativa de manter o câmbio, mais uma vez, se fez através de juros ainda mais elevados, os quais determinaram a recessão em 1998.

É fato que as altas taxas de juros não foram capazes de sustentar o nível de reservas. A perda de reservas foi realmente assustadora, uma vez que estas reduziram de cerca de R\$ 70 bilhões em 1998 para algo em torno de R\$ 30 bilhões em janeiro de 1999. A persistência da apreensão do mercado financeiro e o afluxo de capitais do país acabaram por determinar que o governo optasse pela liberalização do câmbio em janeiro de 1999.

A transição do regime de câmbio de bandas para o de câmbio flutuante foi marcada por dois momentos distintos: primeiro, a desvalorização do câmbio nominal, que passou de R\$/US\$ 1,21 em janeiro, para R\$/US\$ 1,98 em fevereiro de 1999, com pico de R\$/US\$ 2,00. A saída rápida de fluxos cambiais forçou uma desvalorização do câmbio nominal da ordem de 64% entre dezembro de 1998 e janeiro de 1999.

O segundo momento foi marcado pela adoção do regime de câmbio flutuante. Com a contínua perda de reservas nos meses posteriores, o Banco Central optou por adotar o regime de câmbio flutuante, permitindo que o Real fosse desvalorizado em média 59% (a cotação média que era de R\$/US\$ 1,21 em janeiro de 1999, passou a R\$/US\$ 1,92 no final do mesmo ano). A taxa de câmbio real, tendo com deflator o IPC-Fipe, sofreu uma desvalorização em média de 66% entre fevereiro e setembro de 1999, quando comparada a dezembro de 1998.

Após a turbulência dos dois primeiros meses, a taxa de câmbio nominal voltou a níveis próximos de R\$1,76. Esse fato demonstra que houve um “*overshooting*” logo após o ataque especulativo. Para que a taxa de câmbio não extrapolasse o nível desejado, o Banco Central optou por adotar um regime de câmbio flutuante sujo. A expectativa era que com regime de câmbio flutuante o país passasse a apresentar dois “alívios” para a economia, no que tange ao equilíbrio externo e interno: um aumento das exportações e a possibilidade de redução dos juros. Porém, no início do câmbio flutuante o governo

manteve uma política monetária restritiva para funcionar como instrumento de dissuasão dos possíveis aumentos de preços e evitar desvalorizações selvagens do câmbio. No decorrer do ano, contudo, houve uma predisposição do governo em sinalizar uma tendência baixista da taxa de juros, mesmo que a pequenos diferenciais.

Em dezembro de 1999, a balança comercial brasileira registrou superávit de US\$ 248,8 milhões. Em 1999, o saldo comercial acumulou um déficit da ordem de US\$ 1.239,3 milhões, o que reflete a recente crise cambial e a dificuldade da economia brasileira equilibrar as suas contas externas. Contudo, esse déficit foi bem inferior ao apresentado em 1998, da ordem de US\$ 5.365,9 milhões, o que pode ser atribuído às medidas tomadas pelo governo para cumprimento dos compromissos assumidos com o FMI, de melhoria das contas externas do país. O resultado ainda desfavorável da balança comercial decorreu da vulnerabilidade das exportações brasileiras ante as crises do mercado internacional e da rigidez da pauta de importações, influenciada pela liberalização comercial, pela modernização industrial e pela limitada oferta interna de petróleo.

O déficit comercial do período pode ser explicado pelo volume das importações de bens de capital e de petróleo. As compras externas de bens de capital decorrem do processo de modernização do parque industrial; as de petróleo, da insuficiência da produção doméstica e da alta de preços do barril o óleo *brent* foi cotado a 25,57 US\$/BBL, em dezembro de 1999, contra 9,88 US\$/BBL, no mesmo mês do ano anterior. O déficit da balança comercial teria sido maior, não fossem os superávits obtidos com as *commodities* e com os bens de consumo não-duráveis. Dentro do primeiro grupo, segundo o Ministério da Fazenda, os insumos que se destacaram foram o minério de ferro, café e soja; e dentro dos bens de consumo não-duráveis se destacaram os calçados, suco de laranja, açúcar e carne. Pelo lado dos principais países de destino e aquisição, em 1999, os maiores déficits resultaram do comércio com a Alemanha e os Estados Unidos, em decorrência das importações brasileiras de bens de capital. Vale observar o comportamento das Ilhas Cayman, que registrou o maior déficit por país de aquisição (US\$ 4.987,0 milhões). Isso significa que grande parte das importações de mercadorias originárias de terceiros países estão sendo negociadas nesse país. Isso ocorre devido ao comércio triangular, onde se torna mais vantajoso para as empresas importar produtos através de sua subsidiária nas Ilhas Cayman, por razões de

financiamento e pelo tratamento tributário mais favorável. Apenas a operação financeira é realizada nas Ilhas Cayman, de acordo com os técnicos, sendo a mercadoria transportada diretamente do país de origem para o Brasil.

Portanto, pode-se afirmar que os anos 90 foram marcados por uma política de *stop and go* subordinada à restrição de crédito internacional, na qual o principal instrumento foi a política monetária de juros elevados para conter o crescimento da demanda, mantendo fixas as regras da política cambial e a estabilidade monetária.

3. O Modelo de Restrição do Balanço de Pagamentos sobre o Crescimento Econômico – Uma Abordagem de Crescimento Keynesiana

O modelo de restrição ao crescimento econômico, proposto por Thirlwall e McCombie (1994), segue a perspectiva keynesiana segundo a qual as teorias sobre o tal crescimento são orientadas pelo lado da demanda. Nesse caso, é a restrição do Balanço de Pagamentos, derivada das elasticidades-renda de demanda por importação e exportação, que determina as diferenças de taxas de crescimento entre os países. Em contraposição a essa teoria está a neoclássica, que entende a diferença nas taxas de crescimento entre os países como resultado das diferenças das taxas de produtividade.

Para a teoria neoclássica, a diferença na taxa de crescimento entre os países concentra-se no lado da oferta e fundamenta-se no conceito de função de produção. Nesse caso, o crescimento do produto é dividido entre o crescimento de capital, o crescimento do trabalho e o crescimento do fator de produtividade obtido como resíduo, ou seja, o crescimento da taxa de produtividade é explicado em razão das diferenças no crescimento dos fatores de oferta. Thirlwall e McCombie entendem que essa abordagem se torna insuficiente, à medida que não explica por que o crescimento de fatores e a produtividade nos países são diferentes¹⁰. Para os autores, a resposta a essa questão se encontra na teoria keynesiana, na qual a demanda dirige a economia e a oferta, dentro de limites, se adapta. Desse modo, a diferença no crescimento da demanda entre os países determina diferentes taxas de crescimento econômico, sendo essa diferença determinada principalmente pelo Balanço de Pagamentos. Em síntese, *”... the explanation of growth rate differences must lie primarily in differences in the rate of growth of demand, and the major constraint on the rate of growth of demand in most countries is the balance of payments”* (Thirlwall e McCombie, 1994, pp.244).

O modelo desenvolvido por Thirlwall e McCombie tem como base teórica os estudos realizados por Kaldor, em relação ao crescimento econômico, e o modelo estático do multiplicador do comércio internacional de Harrod.

Para sustentar a hipótese de que as elasticidades-renda de demanda influenciam a participação de um país no comércio internacional de maneira decisiva, Thirlwall e

McCombie apresentam algumas análises do efeito das variações nos preços e nos demais fatores competitivos, sobre a comercialização dos produtos. Essas análises concentram-se basicamente em estudos sobre a perda de participação dos produtos ingleses no comércio internacional, após a Segunda Guerra Mundial, e os efeitos desse sobre o crescimento do país. Grande parte das conclusões do modelo de Thirlwall, como será discutido, fundamenta-se nos estudos realizados por Kaldor sobre a economia britânica, e indica que a participação do país no comércio internacional, no longo prazo, está fortemente relacionada com os fatores competitivos de seus produtos e não apenas com a competitividade via preços. Alguns autores refutam a idéia de que as elasticidades-renda são capazes de definir a taxa de crescimento das exportações e importações do país e, ao mesmo tempo, captar os efeitos que determinam as mudanças na participação de um determinado produto de um país, no comércio internacional. Desse modo, o modelo estaria sendo criticado por trabalhar apenas com variáveis agregadas, não tendo, com isso, capacidade de abranger aspectos estruturais do comércio internacional sobre o crescimento econômico de um país.

¹⁰ Ressalta-se que Thirlwall e McCombie se reportam ainda aos “velhos” modelos neoclássicos de crescimento.

3.1 A Produtividade na Abordagem Keynesiana

Uma das principais conclusões apresentadas por Kaldor (1978), em seus estudos sobre a Inglaterra, é a que o crescimento da renda industrial não é limitado pela oferta de trabalho, como pressupõem os antigos modelos neoclássicos, mas é determinado pela demanda da agricultura, quando o país se encontra nos primeiros estágios de desenvolvimento, e mais tarde pela demanda pelos produtos por ele exportados. Conclui-se, então, que a demanda por exportados é o maior componente autônomo de demanda em uma economia aberta.

Kaldor faz duas importantes ressalvas sobre a abordagem de função de produção sobre medidas de crescimento. A primeira delas diz respeito a essa vertente tratar somente do lado da oferta, enquanto a segunda crítica refere-se ao fato dela propor uma análise agregativa, desconsiderando que os diferentes setores da economia, agricultura, serviços e indústria apresentam diferentes características e, portanto, influenciam diversamente o crescimento econômico.

A lei de Verdoorn¹¹ aparece como subsídio a essas interpretações à medida que demonstra haver uma forte correlação entre o crescimento da produtividade do trabalho e a renda no setor industrial.

Kaldor especifica a Lei de Verdoorn como sendo:

$p = a + bq$, em que p é a taxa de crescimento da produtividade e q é a taxa de crescimento da renda.

Apesar de haver uma extensa controvérsia sobre a validade da Lei de Verdoorn, Kaldor supõe que essa lei forma a base do modelo de causação cumulativa do crescimento econômico. A Lei de Verdoorn permanece sendo um dos pilares dos modelos de crescimento orientado pela demanda, apesar de ser extremamente debatida quanto a seus fundamentos econométricos. Essa validade pode ser entendida pela explicação dada por Kaldor, que argumenta: “Essa lei é uma relação mais dinâmica do

¹¹ A Lei de Verdoorn mostra que um aumento de um ponto percentual no crescimento da renda provoca meio por cento desse valor no crescimento da produtividade e no crescimento do emprego, o que acarreta uma substancial economia de escala, de acordo com a interpretação de Kaldor.

que estática, ou seja, estabelece uma maior correlação entre as taxas de variação da produtividade e renda, do que entre o nível de produtividade e a escala do produto”.

A Lei de Verdoorn, como uma função de progresso técnico proposta por McCombie e Ridder (1984)¹², sugere uma relação entre o crescimento da produtividade total dos fatores e o crescimento da renda. Os autores partem da função de Cobb-Douglas¹³ e, portanto, dos conceitos neoclássicos de função de produção, mas incorporam a ela o conceito de produtividade total dos fatores. Nesse caso, o coeficiente de Verdoorn torna-se um parâmetro tecnológico que pode ser interpretado como uma medida de grau de retornos de escala, já que a razão investimento-renda é formada como uma *proxy* do crescimento de estoque de capital.

Considerando o crescimento dos insumos como endógeno, a Lei de Verdoorn, derivada a partir da função Cobb-Douglas, torna-se:

$$tfp = q - [ae + (1-a)k]$$

em que *tfp* é a taxa de crescimento da produtividade do fator, *q* é a taxa de crescimento da renda, *e* e *k* são, respectivamente, as taxas de crescimento do trabalho e do capital, e *a* e *(1-a)* são as participações desses fatores na renda.

Além dessas interpretações de Kaldor, McCombie e Ridder, a Lei de Verdoorn tem sido especificada por vários autores, tais como Parick, que estima um modelo de equações simultâneas, e mais recentemente algumas estimações de séries temporais têm sido utilizadas para testar a veracidade da lei.

Por ora, o importante a deter é que a validade da Lei de Verdoorn, tal qual sugerida por Kaldor, implica que as diferenças entre o crescimento dos países não devem ser entendidas somente como um reflexo do crescimento da oferta dos fatores e de suas produtividades.

¹² Citados em Thirlwall e McCombie (1994).

¹³ Os autores consideram a função de produção Cobb-Douglas na forma dinâmica:

$$q = \lambda + \alpha e + \beta \kappa$$

em que λ é o progresso técnico exógeno, κ é o crescimento do capital e α e β são as elasticidades-renda do trabalho e capital, respectivamente.

Uma outra forma de introduzir a produtividade em uma abordagem keynesiana de macroeconomias abertas está no modelo Norte–Sul de interação entre comércio exterior e crescimento com restrição de divisas, apresentado por Canuto (1997). Nesse, a produtividade apresenta diferenciais determinados pelas especificidades dos setores, e não diferenciais de produtividade entre países. Os diferenciais de produtividade enquanto “dinâmicas setorialmente diferenciadas quanto à inovação e à imitação tecnológicas, bem como elasticidades-renda e preço específicas a cada demanda setorial, condicionam o crescimento das economias” (Canuto, 1997: p 1).

3.2 O Modelo Dinâmico de Crescimento Econômico Restringido Pelo Balanço de Pagamentos

Supondo que, por trás do crescimento dos fatores de produção de uma economia, exige-se que haja motivos para induzirem o mesmo, McCombie e Thirlwall acreditam que esses “indutores” do crescimento dos fatores estariam sendo determinados pelo lado da demanda da economia. *“In Keynesian theory it is demand that ‘drives’ the economic system to which supply, within limits, adapts. Taking this approach, growth rates differ because the growth of demand differs between countries”* (McCombie e Thirlwall, p:232).

A partir do exposto no parágrafo anterior, os autores passam a analisar quais os fatores que determinam as diferenças entre as demandas dos países, e concluem que em uma economia aberta a principal restrição da demanda é o Balanço de Pagamentos. A partir dessa constatação, os autores formulam um modelo em que a taxa de crescimento relativa entre os países será determinada pela restrição do Balanço de Pagamentos.

Esse modelo apresenta convergências explícitas com a regra do multiplicador de comércio internacional de Harrod¹⁴. Esse, dentro de uma perspectiva de estática comparativa, indica o nível de renda industrial ajusta de acordo com a demanda por exportados em relação a propensão marginal a importar da economia.

Segundo essa concepção, o multiplicador $1/u$, em que u é a propensão marginal a importar, sempre traria o Balanço de Pagamentos de volta ao equilíbrio através de variações na renda seguida de mudanças nas exportações ou importações autônomas, isso porque supõe-se que o comércio está sempre equilibrado e a renda ajusta-se para preservar o equilíbrio.

A função de importação é definida como:

$$M = M_0 + uY$$

¹⁴ O modelo básico de Harrod parte das seguinte funções:

$$Y = C + X$$

$Y = C + M$, em que Y representa a renda, C o consumo, X a exportação e M a importação.

Dessas equações conclui-se que $M=X$.

A equação de equilíbrio entre a função de importação e exportação é dada por, respectivamente:

$$X = M_0 + \mu Y \quad \text{ou} \quad Y = \frac{X - M_0}{\mu} \quad (1)$$

Diferenciando essa equação, tem-se que a diferença do nível de crescimento da renda em relação ao nível do crescimento das exportações, em equilíbrio, é determinada inversamente pela propensão marginal a importar.

$$\frac{\Delta Y}{\Delta X} = \frac{\Delta Y}{\Delta M_0} = \frac{1}{\mu} \quad (2)$$

A equação 2 expressa a regra do multiplicador de comércio internacional de Harrod estático, que pode também definir a regra de crescimento dinâmica, em função da equação 3:

$$\frac{\Delta Y}{Y} = \frac{\Delta X}{X} = \frac{1}{\pi} \quad (3)$$

que pode ser expressa como:

$$\frac{\Delta Y}{Y} = \frac{\Delta X}{X} \frac{1}{\pi} \quad (4)$$

Em que, $\frac{\Delta Y}{Y}$ é a taxa de crescimento da renda, $\frac{\Delta X}{X}$ é a taxa de crescimento do volume exportado e π é a elasticidade-renda de demanda de importação.

A partir do multiplicador dinâmico do comércio exterior, McCombie e Thirwall derivam a taxa de crescimento econômico de longo prazo como sendo:

$$\frac{\Delta Y}{Y} = y = \frac{x}{\pi} \quad (5)$$

Essa equação sintetiza a idéia de que a demanda derivada do comércio exterior torna-se uma medida da taxa de equilíbrio do Balanço de Pagamentos, sendo essa

definida como o diferencial entre a taxa de crescimento da elasticidade-renda de demanda por exportados e a elasticidade-renda de demanda por importados. Dois fatores seriam capazes de desviar a taxa de crescimento efetiva de um país dessa prevista pelo equilíbrio do BP, quais sejam, as variações na taxa de câmbio real e os fluxos de capital. Quando esses fatores não exercem influência sobre a taxa de crescimento, ou funcionam de maneira oposta, neutralizando o impacto, garante-se a validade da regra de crescimento de longo prazo de Thirlwall.

Em síntese, o efeito da relação entre a restrição do BP e o crescimento econômico de um país pode ser entendido, a seguir. Uma vez que o país apresenta dificuldades no Balanço de Pagamentos quando sua demanda expande antes que a taxa de crescimento da capacidade de curto prazo seja alcançada, a demanda precisa ser cortada. As conseqüências desse corte serão o desencorajamento dos investimentos, a lentidão para incorporar o progresso técnico, a incapacidade de utilização da capacidade de oferta, além do que os bens do país tornam-se menos desejados, piorando ainda mais o Balanço de Pagamentos. Ao contrário, se um país é capaz de expandir a demanda de acordo com sua capacidade produtiva existente sem dificuldades no Balanço de Pagamentos, a pressão da demanda aumenta a taxa de crescimento da capacidade produtiva. Isso ocorre porque há um encorajamento do investimento que, por sua vez, aumenta o estoque de capital, induzindo a incorporação de progresso técnico, a expansão da oferta de trabalho e o movimento de fatores de produção de setores de baixa para outros com alta produtividade (McCombie e Thirlwall, 1994).

A principal hipótese do modelo de Thirlwall e McCombie é que, dada a necessidade de ser mantido o equilíbrio do Balanço de Pagamentos, a taxa de crescimento de longo prazo de uma economia será determinada pela razão da taxa de crescimento de exportação pela sua elasticidade-renda de demanda por importados.

O modelo proposto por McCombie e Thirlwall tem como hipótese o equilíbrio na conta corrente do Balanço de Pagamentos, como:

$$P_d X = P_f ME$$

(6)

onde X é a quantidade de exportados, P_d é o preço de exportados em moeda doméstica, M é a quantidade de importados, e E é a taxa de câmbio.

A equação (6) pode ser transformada em uma relação de taxas de crescimento, em que o equilíbrio no Balanço de Pagamentos no longo prazo é dado por:

$$p_d + x = p_f + m + e \quad (7)$$

A quantidade de importados demandados pode ser especificada como uma função multiplicativa do preço dos importados (medido em unidades de moeda doméstica), aqui já apresentada na forma dinâmica, em que a taxa de crescimento de importados, de acordo com a teoria da demanda, é dada por:

$$m = \psi(p_f + e - p_d) + \pi y \quad (8)$$

onde ψ é a elasticidade-preço de demanda por importados ($\psi < 0$), y é a taxa de crescimento da renda doméstica, e π é a elasticidade-renda de demanda por exportados ($\pi > 0$).

A quantidade de exportação demandada pelo exterior aparece na forma de uma função multiplicativa e expressa a relação de preços dos exportados; preço de bens competitivos com exportados (medidos em unidades de moeda doméstica) e o nível da renda mundial:

$$X = b \left(\frac{P_d}{P_F E} \right)^\eta Z^\varepsilon, \quad (9)$$

onde b é uma constante, η é a elasticidade de demanda por exportados ($\eta < 0$); Z é a renda mundial e ε é a elasticidade de demanda por exportados ($\varepsilon > 0$).

Apresentada na forma dinâmica, como:

$$x = \eta(p_d - p_f - e) + \varepsilon z \quad (10)$$

Substituindo as equações que representam a demanda por importações e a demanda por exportações, na equação que garante o equilíbrio do Balanço de

Pagamentos, obtém-se a taxa de crescimento da renda doméstica consistente com o equilíbrio no balanço de pagamentos, y_b :

$$y_b = \frac{(1 + \eta + \psi)(p_d - p_f - e) + \varepsilon z}{\pi} \quad (11)$$

Supondo a vigência da “lei de preço único”, segundo a qual os preços local e externos medidos numa mesma moeda não variam ao longo do tempo, a taxa de crescimento econômico que garante o equilíbrio no Balanço de Pagamentos é dada pela equação:

$$y_b = \frac{\varepsilon z}{\pi} = \frac{x}{\pi} \quad (12)$$

Essa relação demonstra que a taxa de equilíbrio do Balanço de Pagamentos é determinada pela taxa de crescimento do volume exportado dividido pela elasticidade de demanda por importados. A evidência empírica dessa equação pode ser testada se esta taxa de equilíbrio do BP for igual, em um nível de significância estatística, à taxa de crescimento econômica efetiva do país.

A principal conclusão dos autores sobre a relação econômica testada neste modelo é que, em uma economia aberta, o controle da economia deve ser pautado pela manipulação do multiplicador de comércio internacional de Harrod, à medida que este apresenta uma tendência significativa, testada empiricamente, de influenciar, ou mesmo determinar, o ritmo de crescimento econômico de uma economia. *“If the balance-of-payments equilibrium growth rate can be raised, however, by making exports more attractive and by reducing the income elasticity of demand for imports, demand can be expanded without producing balance-of-payments difficulties; and, within limits, demand can generate its own supply by encouraging investment, absorbing underemployment, raising productivity growth and so on”* (McCombie e Thirlwall, 1994, pp.244).

A Lei de Thirlwall prediz que no longo prazo haverá uma convergência da taxa de crescimento de equilíbrio do Balanço de Pagamentos com a taxa de crescimento do

volume exportado dividido pela elasticidade-renda de demanda por importados. A tentativa de testar empiricamente tem sido amplamente realizada, inclusive pelo próprio autor, tanto para países desenvolvidos como para países em desenvolvimento. Os autores corretamente propõem estender o modelo de restrição do BP para os países em desenvolvimento, incorporando também os fluxos de capital. Nesse caso, a hipótese inicial do modelo é relaxada, a fim de incorporar um desequilíbrio inicial na conta corrente do Balanço de Pagamentos. Tal fato indica que os fluxos de capital poderão determinar uma diferença no crescimento relativo entre os países, não captada no primeiro modelo.

Para tratar da restrição do BP sobre a taxa de crescimento da economia dos países em desenvolvimento, McCombie e Thirlwall estendem o modelo exposto acima, incorporando os efeitos dos fluxos de capitais e das variações na taxa de câmbio. O modelo estendido tenta captar o efeito destas modificações sobre a atuação do efeito do multiplicador de comércio de Harrod sobre o crescimento econômico. A relevância dessas modificações ocorre à medida que uma parcela significativa dos países em desenvolvimento apresenta constantes déficits na conta corrente, que são financiados por fluxos de capitais, permitindo o crescimento do país a uma taxa maior do que aquela prevista derivada do multiplicador dinâmico do comércio internacional.

Para entender qual é o impacto dos fluxos de capital sobre a taxa de crescimento prevista pelo multiplicador de Harrod, os autores propõem realizar novos testes empíricos, capazes de demonstrar qual o efeito líquido desse impacto após os efeitos adversos do movimento dos preços relativos. Em países em desenvolvimento, a regra simples do multiplicador, dados os efeitos do fluxo de capital e das taxas de câmbio, não é segundo os autores uma boa preditora da performance de crescimento de longo prazo da economia.

Nesse caso, há um relaxamento da primeira hipótese do modelo, o qual passa a trabalhar com um desequilíbrio inicial na conta corrente representado pela variável F (fluxos de capital):

$$P_d X + F = P_F M E$$

Tal qual no primeiro modelo apresentado, trabalha-se com funções de demanda de importados e exportados, com elasticidade constantes. Após substituir as equações de demanda por importados e exportados na equação 7, temos que a taxa de crescimento restringida pelo BP, que começa com um desequilíbrio inicial, é dada por:

$$y_b = \frac{(\theta\eta + \psi)(p_d - p_f - e) + (p_d - e - p_f) + \theta\epsilon z + (1 - \theta)(f - p_d)}{\pi} \quad (14)$$

onde $\theta e(1 - \theta)$ representam as participações da exportações e dos fluxos de capital como uma proporção do total recebido (ou as proporções das importações financiadas pelos ganhos de exportações ou fluxos de capital)

Novamente, os autores consideram $p_d = e + p_f$ se preços relativos medidos em uma mesma moeda permanecem inalterados ao longo do tempo e a equação acima se reduz a:

$$y_b^* = \frac{\theta\epsilon z + (1 - \theta)(f - p_d)}{\pi} = \frac{\theta x + (1 - \theta)(f - p_d)}{\pi} \quad (15)$$

Essa equação demonstra que a taxa de crescimento constrangida pelo BP é a soma ponderada do crescimento dos exportados derivados do crescimento exógeno da renda externa, e o crescimento dos fluxos de capital real dividido pela elasticidade de demanda por importados. Com isso, conclui-se que a diferença entre a taxa de crescimento real e aquela predita pela taxa de crescimento que garante o equilíbrio no BP será uma medida dos efeitos dos termos de troca sobre o crescimento da renda e do volume importado como resposta às variações nos preços relativos. As direções do movimento nos termos de troca e o volume importado, por sua vez, determinam o relaxamento ou aperto da restrição do Balanço de Pagamentos sobre o crescimento.

Nos testes empíricos realizados por McCombie e Thirlwall, os resultados indicam uma melhor adequabilidade do modelo, dado que a diferença entre a taxa de crescimento predita pelo equilíbrio do BP que incorpora fluxos de capital e a taxa de crescimento do PIB real é menor. Esse resultado pode ser inferido de acordo com os testes para os erros de previsão. No entanto, a diferença que permanece entre as duas taxas de crescimento, a real e a prevista pela lei de equilíbrio, indica que o crescimento

da restrição do BP também é afetado pelos movimentos dos preços relativos no comércio internacional.

Dos resultados apresentados pelos autores, eles concluem que para países com crescimento real maior do que o crescimento de equilíbrio, espera-se que influxos de capital cresçam mais rápido do que o volume de exportados, o que justifica a diferença positiva, a menos que variações nos preços relativos favoreçam o “relaxamento” da restrição do BP sobre o crescimento. Enquanto para países que apresentam o crescimento efetivo do PIB menor do que a taxa que garante o equilíbrio das variações nos fluxos comerciais do país, espera-se que o influxo de capital cresça a uma taxa menor do que o volume de importados, a menos que a diferença seja completamente explicada pelo efeito das variações nos preços relativos (McCombie e Thirlwall, 1994).

Desse modelo geral que incorpora os fluxos de capital, McCombie e Thirlwall apresentam três possibilidades a serem analisadas. A primeira ocorre quando não há nenhum desequilíbrio inicial e, portanto, não há fluxos de capital, o que nos leva a situação do primeiro modelo apresentado.

A segunda possibilidade é definida quando, mesmo havendo um desequilíbrio inicial na conta corrente do país, a taxa de crescimento do influxo de capital nominal for zero. Neste caso, a taxa de crescimento restringida pelo BP será menor do que aquela prevista se houvesse influxo de capitais. A explicação para esse resultado, segundo os autores, é que se os ganhos com exportações forem inicialmente baixos em relação aos valores dos importados, e considerando que não haverá aumento no nível de fluxos de capital, o crescimento da renda terá que ser menor para reduzir o crescimento dos importados, mantendo assim constante a diferença entre os ganhos com a exportação e os gastos com a importação.

Se há um déficit na conta corrente inicial financiado por influxo de capital, mas a taxa de crescimento não está abaixo daquela prevista sem o desequilíbrio inicial, haverá um taxa de crescimento positiva do fluxo de capital para compensar.

Para os autores, embora os movimentos de preços relativos combinados com condições de elasticidade-preço não possam ser retirados como determinantes do

Balanço de Pagamentos, eles apresentam um menor significado comparado com movimentos de renda e elasticidade-renda de demanda por importados e exportados.

3.3 Críticas ao Modelo

Os pressupostos de nulidade das variações nos preços relativos entre os países, a existência de diferenças competitivas determinadas por fatores não-preço e o princípio da causalidade serão desenvolvidos mais detalhadamente a seguir.

Como foi mostrado acima, o modelo da lei de Thirlwall parte da hipótese de que preços domésticos e estrangeiros são os mesmos quando medidos em uma mesma moeda e, portanto, no longo prazo, não variam. Em defesa da utilização dessa hipótese, Thirlwall e McCombie apontam três razões para que os preços relativos não variem no longo prazo. A primeira é que variações nos preços domésticos espelham as variações na taxa de câmbio. As demais se relacionam à existência de mercados altamente competitivos e estruturas oligopolistas de mercados.

Outra justificativa para aceitar a “lei de preço único” é o fato que a arbitragem iguala o preço de bens comercializáveis em mercados altamente competitivos. O problema aqui é considerar que todos os mercados sejam altamente competitivos, e com isso trabalhar com a hipótese de que preços de exportados e importados variem à mesma taxa.

Um dos questionamentos mais contundentes diz respeito à possibilidade de combinar essa hipótese com a abordagem keynesiana, que enfatiza o lado da demanda, e que portanto seria inconsistente adotar a Lei de Preço Único. Como alegam McGregor e Swales¹⁵, essa lei é um dos princípios fundamentais da teoria neoclássica que originalmente subsidiam os modelos, os quais derivam crescimento econômico da produtividade dos fatores.

Para McGregor e Swales aceitar que uma depreciação no câmbio forçará equiproporcionalmente uma subida nos preços domésticos apresenta sérios problemas em função destes ocorrerem apenas quando realizados para modelos simples de *mark up*, em que inúmeras condições têm que ser asseguradas. Primeiro, não pode haver ilusão monetária na equação de salários. Segundo, não pode haver uma relação de Curva de Phillips entre salário e taxa de desemprego, portanto este deveria estar na taxa natural. E

¹⁵ McGregor e Swales (1985) citados em Thirlwall e McCombie(1994).

se não há relação desemprego e inflação de salário, a taxa de crescimento de salários reais exógena precisa ser igual a taxa de crescimento da produtividade do trabalho.

Como McCombie e Thirlwall não aceitam a hipótese da Taxa Natural de Desemprego, porque isso implicaria em aceitar que a economia fosse constrangida pela oferta, não há qualquer mecanismo no modelo que assegure a igualdade de produtividade e crescimento do salário, e portanto que preços externos serão iguais aos domésticos.

A terceira crítica refere-se ao fato dos autores invocarem a lei de preço único em um modelo que não tem lado da oferta. A lei de preço único é adotada em modelos altamente agregados de determinação de comércio em pequenos países. Para pequenos países, essa condição significa que preços são determinados fora do país, e portanto a elasticidade-preço de demanda tanto para importados como exportados é infinita. A renda torna-se determinada pela igualdade entre custo marginal e preço. Portanto, aceitar a lei de preço único implica em aceitar a demanda infinitamente elástica para exportados, o que por sua vez, em princípio, parece ser paradoxal quando aceita-se que o crescimento é constrangido pela demanda de exportação (McGregor e Swales, citados em McCombie e Thirlwall, 1994).

A réplica a essas críticas por Thirlwall baseia-se fundamentalmente na hipótese de que muitas firmas trabalham com curvas de demanda inclinadas, e portanto qualquer forma de competição imperfeita implica em excessos de capacidade, a qual, por sua vez, permite aos produtores individuais enfrentar uma demanda limitada por seus produtos. Isso não significa assumir que a existência de competitividade via preços entre países não ocorra para alguns produtos, enquanto outros produtos apresentam a estrutura de produção em que prevalece a rigidez oligopolista.

Outra questão controversa no modelo de McCombie e Thirlwall refere-se à capacidade de influência nos fluxos de comércio da competição extra-preço. *Non-price competition* abrange todos os fatores que afetam a escolha do consumidor não explicado pelos preços. Normalmente, o impacto desses fatores é tomado como residual no crescimento da exportação ou importação de um país, dado que os modelos trabalham com ajustes feitos pelas variações nos preços relativos.

A teoria de comércio internacional e a abordagem monetarista baseiam-se em modelos em que prevalece a “lei de preço único”, ou seja, bens similares são homogêneos e portanto a arbitragem assegura que o preço será igual em qualquer lugar onde for produzido, em razão da competição.

Thirlwall e McCombie utilizam testes que refutam a “lei de preço único” para afirmar que a competição via preço não tem grande importância na explicação do crescimento diferenciado do fluxo de comércio. Em função da relevância desse tema para o entendimento do modelo de Thirlwall, uma exposição mais detalhada sobre o papel do preço relativo e fatores não-preços de competitividade será esboçada no próximo item.

No que se refere à causalidade, no modelo desenvolvido por McCombie e Thirlwall fica explícito que são as elasticidades-renda de demanda por importação e exportação as principais determinantes do diferencial no crescimento econômico.

McGregor e Swales criticam essa proposição à medida que atribuem a diferenças autônomas no crescimento de produtividade a causa das diferenças das taxas de crescimento. Krugman apresenta um modelo que corrobora o entendimento de que as elasticidades-renda de demanda do saldo comercial apenas espelham o crescimento diferenciado entre os países, mas não o determina, como afirmam os modelos de Thirlwall e McCombie.

Para Krugman o fato de haver uma associação empírica entre taxas de crescimento e elasticidades-renda não pode ser considerado apenas uma coincidência, no entanto, essa associação existe apenas porque o diferencial de taxas de crescimento afetam os fluxos de comércio que criam diferenças nas elasticidades-renda. As diferenças na taxa de crescimento entre os países seriam determinadas pela taxa de crescimento da produtividade total dos fatores e não por diferenças na taxa de crescimento do emprego (Krugman, 1989).

Uma síntese da resposta de Thirlwall e McCombie às críticas quanto à causalidade do modelo pode ser exposta da seguinte maneira: quando há diferenças nos bens comercializados entre os países, então a exportação necessariamente precisa ser considerada como um determinante exógeno. Além do que, se for considerada a rigidez dos preços relativos, ou um não-funcionamento dos preços como um mecanismo

eficiente de ajuste, então o multiplicador de Harrod torna-se válido à medida que o crescimento da renda, como fator de ajuste, responde às variações relativas da demanda por exportados à propensão a importar.

3.4 Fatores Determinantes do Comércio Internacional

Ao analisar a influência do comércio internacional sobre o crescimento da Inglaterra em vários períodos, Thirlwall e McCombie concluem haver uma forte associação entre o crescimento relativamente lento das exportações inglesas no mercado mundial com a lenta taxa de crescimento da renda nacional do país. Buscou-se então, a partir dessa conclusão, analisar o que teria provocado essa perda significativa dos produtos ingleses na parcela do comércio internacional. A busca dos determinantes dessa reversão do papel inglês no comércio internacional ajuda a esclarecer também como as elasticidades-renda de demanda por importados e exportados constituem na principal variável explicativa do modelo de restrição do crescimento econômico pelo nível do comércio estabelecido entre os países.

Na origem da queda do crescimento da exportação dos produtos ingleses, identificada por uma redução de 20% em 1950, para 8% em 1988, na participação desses no comércio internacional, está a queda de comercialização de produtos industrializados. Por essa razão, o ponto central da discussão consiste em definir o que de fato teria ocorrido com os produtos ingleses, capaz de alterar a posição britânica quantitativa e qualitativamente no comércio internacional. Abrem-se duas possibilidades. A primeira refere-se à observação de como evoluíram no período os termos de troca da economia inglesa, ou seja, como os preços, expressos na taxa de câmbio real, influenciaram no estímulo ou arrefecimento da demanda mundial por produtos ingleses. Para Thirlwall e McCombie, essa é uma hipótese quase que totalmente descartável uma vez que, no período de 1963-1981, houve uma tendência de melhorar a competitividade preço, grande parte derivada da deterioração da moeda inglesa ocorrida entre 1977-1981.

A segunda possibilidade refere-se à ação dos fatores extra-preços de competitividade, pelos quais a indústria inglesa não teria apresentado resultados capazes de deslocar a curva de demanda de seus produtos. O reflexo dessa perda de competitividade dos produtos ingleses no comércio internacional está demonstrado no desequilíbrio entre o volume de exportados e importados, principalmente em setores-chaves como automóveis, eletrônicos, papéis e têxteis.

3.4.1 Competitividade Via Preço

A teoria do comércio internacional tradicional presume que a competitividade via preços determina o crescimento comercial entre os países. Essa teoria considera um mercado competitivo em que as firmas enfrentam uma curva de demanda elástica. Nesse caso, o que determinaria a evolução da participação dos produtos exportados de um país seria os custos desse produto aliado à taxa de câmbio nominal. Uma das hipóteses centrais dessa premissa considera que os produtos “*tradeables*” dos países avançados são relativamente homogêneos e, portanto, a arbitragem dos produtos força o processo de equalização dos preços domésticos com os praticados internacionalmente, de acordo com a “lei de preço único”.

De acordo com esse pressuposto, se o crescimento de produtos exportados e importados respondesse rapidamente às variações relativas nos preços relativos, então se poderia esperar que os países que apresentassem melhores preços relativos teriam um rápido crescimento da participação dos seus produtos no comércio internacional.

Seguindo a apresentação de Thirlwall e McCombie, serão expostos os principais pontos controversos a essa assertativa, considerando principalmente os resultados obtidos por Kaldor em sua análise da economia britânica, que levam a propagar a existência de uma inconsistência empírica da relação acima explicada, principalmente no longo prazo, fato que passou a ser conhecido como “paradoxo de Kaldor”.

Kaldor (1978) estuda a relação de longo prazo das variações dos preços relativos e a performance comercial dos produtos industrializados, utilizando como *proxy* da primeira variável o custo relativo de trabalho por unidade de renda ou os preços relativos dos exportados, no período de 1963-1975. Essa análise permitiu ao autor inferir que nem sempre o país que apresenta um maior declínio do custo relativo de trabalho por unidade é capaz de aumentar a participação de seus produtos industrializados no mercado internacional. Os dados dos países utilizados pelo autor indicam que apenas três países apresentaram uma associação “correta” entre as variáveis, enquanto os demais serviram de exemplos para o “Paradoxo de Kaldor”. A Inglaterra e os EUA, por exemplo, experimentaram uma melhora substancial em seus custos relativos de trabalho por

unidade, mas por outro lado, sofreram uma queda bem significativa da participação das exportações, da ordem de 37,9% para Inglaterra e 17,8% para os produtos americanos.

Quando foi analisada a relação entre o preço relativo dos exportados e a participação das exportações, os resultados demonstram que “perversamente” nem sempre menores preços dos produtos foram capazes de impedir a queda da participação desses produtos no comércio internacional.

A explicação para essa relação positiva entre os preços dos exportados e a participação indica que o aumento em unidade de valores dos produtos exportados pode simplesmente refletir o fato de que o país está produzindo e vendendo bens de melhor sofisticação e qualidade.

A fim de testar esses resultados, Thirlwall e McCombie utilizaram uma regressão de mínimos quadrados ordinários para testar a influência da competitividade preço sobre a taxa de variação da participação dos exportados. Constataram que, para 15 países no período de 1960 a 1983, a relação entre as duas variáveis não foi considerada estatisticamente significativa. Nesse sentido, pode-se inferir que o diferencial de crescimento de custos relativos de trabalho por unidade não explica as diferenças de crescimento da participação na exportação entre os países desenvolvidos.

Ao analisar a influência dos preços relativos de produtos exportados e importados, como “*proxy*” da competitividade via preços, sobre a participação no mercado, encontraram um coeficiente estatisticamente significativo em nível de confiança de 90% e com o sinal esperado, ou seja, negativo, o que revela uma relação inversa entre as variáveis em questão. No entanto, o R^2 do teste econométrico da ordem de 5% demonstra que o diferencial de preços explica pouco a variação do crescimento da participação dos produtos exportados na balança comercial de um país.

Essa relação negativa entre variações na competitividade preços e participação dos exportados na pauta comercial foi justificada anteriormente por Kaldor, quando explica que as variações na taxa de câmbio não são a causa, mas sim a consequência de diferentes tendências nas participações dos mercados pelos países industrializados, tendências estas derivadas de fatores não suscetíveis de medidas.

Thirlwall e McCombie apenas discordam dessa assertiva no que tange à impossibilidade de medir as tendências intrínsecas da configuração produtiva de cada país que determina uma maior ou menor participação de seus produtos no mercado mundial. Para eles, essas tendências são determinadas pelos efeitos da competitividade de fatores não-preços.

Em síntese, ressalta-se que a análise realizada por Kaldor, conjuntamente com os testes empíricos de Thirlwall e McCombie, demonstra que outros fatores que não apenas o custo dos produtos ou a taxa de câmbio que influenciam a balanço comercial de um país.

Vale ressaltar também que aqueles países, como Alemanha e Japão, que melhoram rapidamente a qualidade de seus exportados ou uma política agressiva de *marketing*, aumentaram suas participações no mercado mundial e apresentaram uma apreciação de suas taxas de câmbio, a despeito do aumento do custo relativo de trabalho por unidade. Por sua vez, a redução dos preços relativos na Inglaterra e nos EUA não foi capaz de evitar a perda de competitividade dos produtos no período.

A formação de uma união alfandegária também pode afetar a taxa de crescimento de um país ou uma região. Segundo Thirlwall e McCombie, os efeitos dinâmicos de uma economia são medidos por meio dos impactos discriminativos sobre a taxa de equilíbrio do crescimento. Esse impacto é diferenciado entre os países dependendo das tarifas adotadas pelos países participantes e rebate na taxa de equilíbrio de crescimento da renda nacional, onde a taxa de crescimento é definida como o máximo da taxa de crescimento da renda consistente como a taxa de equilíbrio da balança de pagamentos (y_b).

Se a formação de uma união aduaneira for acompanhada pela formação de uma união monetária, então o ajustamento do mecanismo da balança de pagamentos é provavelmente mais eficiente porque o alto grau de integração do sistema bancário pode aumentar a integração de *securities* e mercado de capitais.

3.4.2 Fatores Extra-preços de Competitividade

A literatura do comércio internacional tem apresentado análises baseadas na capacidade dos fatores não-preços em afetar a escolha do consumidor por um produto. Dentre essas análises, destacam-se a teoria do hiato tecnológico desenvolvida por Posner(1961) e Hubfauer(1970) citados em McCombie e Thirlwall (1994); o ciclo de produto de Vernon, e a diferenciação de produtos.

Os fatores não-preços incluem desde a qualidade do produto, dos gastos em pesquisas até a rede de distribuição e exportação de créditos e garantias. A NEDO Report distingue duas linhas de fatores não-preços no comércio internacional: o ato de venda ou *marketing* e as características do produto incluindo *design*, facilidade de manutenção, qualidade, serviços de venda. Os estudos da NEDO sobre a importação de produtos industrializados mostram que, para os consumidores, importava mais a performance técnica dos produtos, principalmente para os de engenharia mecânica e os de bens de capital eletrônicos e os instrumentos científicos.

Thirlwall e McCombie buscam analisar o impacto desses fatores na economia inglesa, e constatam que o fato da Inglaterra ter mantido preços baixos, sacrificando o desenvolvimento dos fatores competitivos, provocou a tendência de especializar-se em produtos exportáveis de baixos valores agregados e a importar produtos com valores adicionados relativamente altos.

Ao analisar as características do comércio entre os países no período de 1962-1975, Cornell também enfatizou a importância dos fatores não-preços no crescimento relativo das participações dos países no mercado mundial. Para esse autor, as diferenças substanciais entre dois países pôde refletir a formação de um mix de produtos diferentes ou diferenças externas em fatores não-preços no *spectrum* dos produtos exportados.

Os autores acima citados também procuraram entender o papel das flutuações cambiais e sua influência sobre a performance comercial da Inglaterra no período. Espera-se que uma depreciação real ou nominal, no curto prazo, permita que os produtos exportados fiquem mais baratos, favorecendo o aumento da participação dos mesmos na pauta comercial do país. No entanto, no longo prazo essa verdade macroeconômica torna-se questionável, uma vez que a desvalorização pode ser

acompanhada de um processo inflacionário, tornando os resultados da desvalorização dependente do diferencial dos preços e das respostas do mercado a essa elevação, o que determina em que nível ocorreu a depreciação real da taxa de câmbio. Breck e Stout (1981) acreditam ser improvável que diferenças no preço poderiam ser sustentadas por longos períodos se estas não fossem indicativas das variações reais dos fatores não-preços. Além disso, Thirlwall e McCombie entendem que a redução de preços relativos pode impedir que as empresas realizem novos investimentos na qualidade de seus produtos, induzindo a especialização em produtos de baixos valores adicionados¹⁶.

Portanto, essa queda da participação das exportações refuta que um grande período de desvalorização, ou seja, de competitividade preços, fosse capaz de reverter a perda de competitividade dos produtos britânicos no comércio internacional.

Pavitt e Soete (1980)¹⁷ analisam a influência dos fatores não-preços na performance comercial de 40 setores dos países da OECD no período de 1963-1977. Como *proxy* dessa variável, os autores utilizaram o número de patentes registrados nos EUA. Constatou-se que essa correlação foi significativa em 23 das 40 indústrias, e que a relação entre o número de patentes e a performance exportadora é mais forte nas indústrias de bens de capital, química e equipamentos de transportes, ao mesmo tempo que é mais fraca em produtos tradicionais e bens de consumo.

Já um estudo mais recente de Schott e Pick (1984)¹⁸ demonstra que ambos preços e fatores não-preços são variáveis relevantes da definição da participação dos produtos na exportação de um país. Esses autores trabalharam com séries temporais e *cross-section*, e testaram um modelo em que a exportação é determinada por preços relativos, pela qualidade de bens (medida pelos gastos em P&D e o número de empregados com elevada educação) e pela renda mundial. No caso brasileiro, tratar taxa de câmbio como um fator fora do modelo de restrição ao crescimento econômico torna-se um exercício extremamente difícil, devido ao importante papel da taxa de câmbio nos planos de estabilização da economia.

¹⁶ De acordo com a NEDO, no período da rápida desvalorização da taxa de câmbio inglesa, os produtos que mais aumentaram a participação das exportações foram as *commodities* como químicos (+75%), materiais plásticos (+57%), madeira, papel e minerais não-metálicos (+60%), enquanto que os setores intensivos em tecnologia caíram em 9%, conforme os dados apresentados por Breck and Stout (1981).

¹⁷ Citados em Thirlwall e Mc Combie (1994).

¹⁸ Citados em McCombie e Thirlwall (1994)

3.4.3 Elasticidades-renda de Demanda por Importação e Exportação

A diferença das taxas de crescimento que equilibra o BP entre os países decorre das características dos bens produzidos. Essas características determinam a elasticidade-renda da demanda da exportação do país, bem como a propensão a importar do mesmo. Países com uma taxa de crescimento de exportação lenta, combinada com a relativamente alta elasticidade-renda de demanda por importados, enfrentam problemas na conta de transações correntes, porque seus produtos são pouco atrativos, ou competitivos, no mercado doméstico e estrangeiro. (McCombie e Thirlwall, pp.244). Essas elasticidades-renda são definidas a partir das funções de exportação e importação de um país, como foi colocado na análise sobre o modelo de restrição de crescimento.

Ao trabalhar com funções de demanda por exportação e importação convencionais, o modelo proposto por Thirlwall indica uma importante função das elasticidades-renda de demanda por exportação e importação no determinante da taxa de crescimento real de um país, uma vez que são elas que definem a restrição do balanço de pagamentos, quando não considerados os fluxos de capital. A teoria de Thirlwall também entende que estas elasticidades, além de indicadoras da taxa de crescimento de exportados ou importados de um país, captam os efeitos dos fatores não-preços, já discutidos anteriormente, sobre a variação da participação do país no mercado mundial.

McGregor e Swales (1981)¹⁹, apesar de concordarem com a proposição descrita acima, discordam que a formulação do modelo de Thirlwall, ao utilizar as funções de demanda por exportação e importação convencionais, seja eficiente em captar as variações *market share* e portanto não trabalha com os fatores não-preços de competitividade. Para fundamentar essa crítica, os autores propõem trabalhar com funções de demanda de exportação e importação desagregadas, ou seja, por indústria.

De acordo com McGregor e Swales, a exportação de um país na indústria i (X_i) pode ser tautologicamente expressa como o produto do mercado mundial daquela indústria (Q_i) e a participação do país naquele mercado (S_i), o que já se considerando em termos dinâmicos significa:

$$x_i = s_i + q_i \quad (1)$$

¹⁹ Citados em Thirlwall e Mc Combie (1994).

A taxa de crescimento dos produtos exportados de um país é a soma ponderada das taxas de crescimento do produto exportado de cada indústria:

$$x = \sum v_i x_i \quad (2)$$

onde v_i é a proporção da produção da indústria i no total dos produtos exportados do país.

$$x = \sum v_i s_i + \sum v_i q_i \quad (3)$$

Para que a proposição da lei de Thirwall fosse compatível com o modelo desagregado, fundamental na explicação dos fatores não-preços, de acordo com McGregor e Swales seriam necessários impor dois pressupostos. O primeiro refere-se a impor que o tamanho do mercado mundial para o bem i depende somente da renda mundial, ou seja:

$$Q_i = f(Z_i) \quad (4)$$

Em termos dinâmicos, tem-se que a taxa de crescimento do tamanho de mercado do bem i depende da elasticidade-renda da demanda mundial

$$q_i = \varepsilon_i z \quad (5)$$

O segundo pressuposto é considerar que não haja variação na participação dos produtos exportados no mercado mundial:

$$\sum v_i s_i = 0$$

Substituindo as equações (5) e (6) na função de demanda por exportados desagregada, tem-se que:

$$x = z \sum v_i \varepsilon_i \quad (7)$$

Considerando que $\sum v_i \varepsilon_i = \varepsilon$, temos que:

$$x = \varepsilon z$$

No modelo desagregado, a equação de demanda por exportado para cada indústria é dada por:

$$x_i = s_i + q_i \text{ tem que substituir } q \text{ por } \varepsilon Z$$

Por outro lado, quando considera-se que a variação na participação de produtos exportados no país, as equações de demanda por exportação e importação ficam, respectivamente:

$$x = a + \varepsilon z \quad (8)$$

$$m = b + \pi y \quad (9)$$

onde π é a soma ponderada da elasticidade-renda por produtos individuais, e b é a soma ponderada das variações na participação dos produtos importados nos mercados mundiais. A relação entre as funções de exportação e importação (8) e (9) determina que a taxa de crescimento de equilíbrio para a balança comercial será dada pela seguinte equação:

$$y_B = \frac{\varepsilon z}{\pi} + \frac{(a-b)}{\pi} = \frac{x}{\pi} - \frac{b}{\pi} \quad (10)$$

A equação (10) deixa claro, que para McGregor e Swales, somente em casos especiais em que a participação dos produtos importados não se altera, a taxa de crescimento efetiva de um país será corretamente a predita pelo modelo de Thirlwall. O que explicitaria a falha na utilização da função de demanda de importação.

Quanto a função de demanda por exportados, McGregor e Swales procuram avaliar se a elasticidade-renda de demanda é capaz de capturar os fatores não-preços, e concluem que os efeitos das variações destes na teoria de Thirlwall como independentes do crescimento da indústria. E concluem que a elasticidade de demanda determina o crescimento do mercado por um volume de exportados e importados de um país, mas não a variação da indústria na participação do mercado mundial.

A diferença entre os modelos de Thirwall e a crítica de McGregor e Swales reside, em síntese, nas considerações sobre o efeito elasticidade-renda de demanda por exportados. No modelo de Thirwall e McCombie, os valores desta são estimados por uma função convencional de demanda por exportados, e refletem as variações nas participações no mercado. Já para McGregor e Swales há uma distinção entre as elasticidades-renda de demanda mundial no total do mercado mundial da indústria

$\varepsilon_i = (dQ_i/dZ)(Z/Q_i)$ e a elasticidade-renda de demanda para o produto exportado da indústria i , $\tilde{\varepsilon}_i = (d\tilde{X}_i/dZ)(Z/X_i)$. Para que essas equações representem a mesma elasticidade, o crescimento da participação dos produtos exportados no mercado mundial tem de ser constante.

No nosso trabalho optou-se pela utilização das funções de demanda convencionais, por entender que, no âmbito agregado das variáveis econômicas, as críticas acima descritas não devem ser consideradas a tal ponto como sendo incapazes de invalidar as conclusões de que a estimação das elasticidades-renda representa medidas confiáveis sobre a restrição do BP ao desenvolvimento econômico do Brasil. Nesse caso, não consideramos que somente uma avaliação desagregada é capaz de avaliar o impacto da balança comercial sobre o crescimento, tal como proposto por McGregor e Swales. Mas sim, que as elasticidades-renda calculadas por inúmeros estatísticos são capazes de demonstrar como há uma restrição, no mínimo, comercial ao desenvolvimento econômico do país de uma maneira adequada e capaz de diminuir os impactos tecnológicos sobre variáveis econômicas como o PIB e a taxa de desemprego.

4 Aplicação À Economia Brasileira

Para Pastore *et alli* a função demanda por importação sofreu um deslocamento na década de 90, devido ao impacto da abertura comercial e aos efeitos da ampliação do financiamento às importações. Esses efeitos foram incorporados à função de importação estimada pelo autor, utilizando variáveis como renda interna e câmbio real, mas acrescida por variáveis *proxy* das tarifas comerciais e de financiamento às importações, possibilitado pela abertura da conta de capital. A *proxy* utilizada para as tarifas comerciais foi simulada por uma interpolação das tarifas para os anos que não constavam dados. Para 1987 foram utilizados os dados estimados por Kume, enquanto para 1996 utilizou-se a tarifa externa comum do Mercosul, calculada por Baumann, onde a média simples atinge 13,2%. Para os anos anteriores, foram usadas as tarifas médias calculadas por Amaral. A *proxy* para o financiamento de importação foi estimada por uma linha de tendência que ajustou a série mensal da porcentagem da importação financiada, multiplicada pela série do cupom cambial bruto, admitindo-se que as importações foram financiadas por 180 dias.

Dessa análise, conclui-se que o fluxo de crédito maior, com um cupom cambial elevado e praticamente sem risco, produziu um efeito-preço implícito que estimulou as importações. A estimativa das elasticidades-renda e câmbio realizados por Pastore *et alli* (1997) indica que a elasticidade-preço de curto prazo da demanda por importações, que incorpora os efeitos das tarifas e do financiamento, varia entre $-0,22$ e $-0,229$, enquanto a de longo prazo varia entre $-1,128$ e $-1,152$. A elasticidade-renda varia entre $0,526$ e $0,556$ no curto prazo e entre $2,697$ e $2,793$ no longo prazo. Esses resultados permitiram aos autores inferirem que as elasticidades-preço e renda de longo prazo são mais elevadas do que as de curto prazo, e também que os efeitos das tarifas são mais eloqüentes no longo prazo. Nesse estudo baseado na análise de séries temporais da variáveis acima citadas, os autores concluíram que a abertura comercial e a ampliação do financiamento ao comércio produziram um forte deslocamento da demanda de importações, dados a renda e o câmbio real.

Uma recente análise sobre a função de importações foi elaborada por Ciseski e Alencar (1998)²⁰, seguindo a metodologia proposta em Pastore e Pinotti (1996). Essa análise demonstra que no período de 1987 a 1995 a demanda por importações passou a responder mais às variações da atividade econômica²¹ do que às variações no nível da taxa de câmbio real²², o que torna o controle das importações pela absorção doméstica mais eficaz do que alterações do patamar do câmbio. Esse fato acaba por induzir a uma questão relevante para a política econômica em relação ao déficit comercial, uma vez que esses resultados indicam que ao mesmo tempo que pequenas desacelerações no produto produzem reduções mais que proporcionais nas importações, o ajuste cambial para alterar as importações torna-se muito maior. Porém, pode ser observado que, exceto no período pós-crise do México, a redução do nível de atividade não teve o impacto necessário nas importações para reverter significativamente o saldo comercial negativo persistente dos últimos anos.

Vale ressaltar que diversos motivos determinaram um processo de elevação contínua da participação das importações no suprimento do mercado doméstico. Dentre eles destacam-se: a modernização dos padrões de consumo (acesso facilitado a novos tipos de produtos) e da produção (importação de máquinas e insumos com tecnologias avançadas); as deficiências competitivas em vários setores da economia; a disponibilidade de financiamento vantajoso para as importações, e a ineficácia da política comercial para coibir *dumping* praticado por países concorrentes (Portugal, 1998).

A função de exportação proposta em Pastore *et alli* (1997) foi definida em razão da renda externa que tem como *proxy* o total das exportações mundiais, uma medida de produtividade que capta os deslocamentos da oferta brasileira de exportações e a taxa de câmbio real. Além dessas variáveis foram incorporadas as exportações defasadas para descrever o ajustamento da curva. No caso da variável taxa de câmbio real, foi utilizada com deflator mais adequado a série do IPA (em contraste com o que é mais adequado quando se quer obter o impacto da taxa de câmbio sobre o saldo comercial), uma vez que, segundo Pastore (1997) a presença de uma demanda mundial com elasticidade-preço finita faz com que uma desvalorização deprima os preços dos produtos exportados

²⁰ Citados em Pastore e Pinotti (1996).

²¹ A elasticidade-renda da demanda de importações passou de 1,09 para 2,17 no curto prazo, e de 1,85 para 4,02 no longo prazo, comparando as estimativas entre 1980/89 e 1987/95.

pelo país, reduzindo o aumento dos preços relativos do bem exportável. O autor conclui que o índice de produtividade – medida pelo quociente entre o produto industrial e o emprego – apresentou estranhamente um sinal negativo na equação das exportações, o que certamente indica que essa variável não conseguiu expressar claramente os efeitos da produtividade sobre as exportações. As demais variáveis se apresentaram significativas, sendo que o preço apresenta uma maior elasticidade no longo prazo (1,256) do que no curto prazo (0,260), enquanto que o total do comércio mundial tem uma elasticidade de curto prazo de 0,327 e de longo prazo de 1,797.

Castro e Cavalcanti (1998) realizaram uma estimação das equações de exportações e importações para o Brasil no período de 1955 a 1995. Para esse período, eles constataram uma superoxegeneidade²³ entre o PIB e os parâmetros da demanda de importações e também uma superoxegeneidade do câmbio. Na função de importação por eles calculada constatou-se que:

$$\Delta mt = 0,95 + 2,03\Delta yt - 0,45\Delta et - 0,15TCEt + 0,20D74 + 0,11D95$$

No modelo estimado por esses autores, a função de exportação correspondem a:

$$\Delta xt = 0,24 + 0,648\Delta mwt - 0,388TCEt$$

De acordo com essa equação, um aumento de 1% na taxa de crescimento das importações mundiais, causa uma elevação de 0,6% na taxa de crescimento das exportações totais e um desvio de 1% em determinado período, em relação ao equilíbrio de longo prazo de delta x , e e mw , e deve acarretar, no período seguinte, uma variação compensatória na taxa de crescimento das exportações da ordem de 0,4% (Castro e Cavalcanti, 1998).

Contudo, para os autores, a relação de longo prazo correspondente ao primeiro autovetor da equação de exportação, normalizado para x , parece comprovar a importância do nível de renda mundial e da taxa de câmbio real enquanto determinantes do nível de exportação totais; um aumento de 10% nas importações mundiais deve

²² A elasticidade câmbio caiu de $-0,52$ para $-0,24$ no curto prazo, e de $-0,88$ para $-0,44$ no longo prazo.

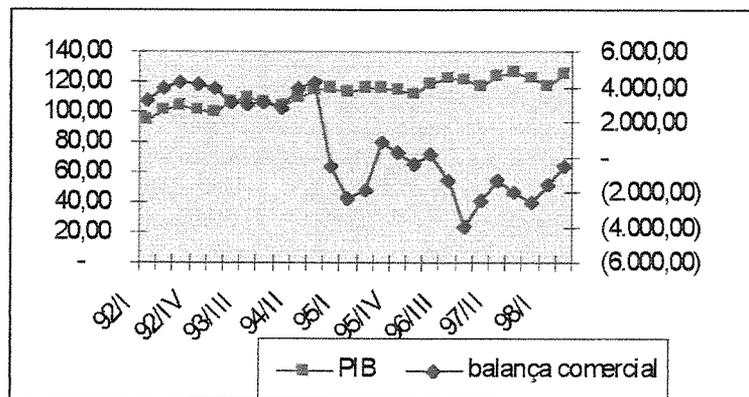
²³ Uma variável apresenta superexogeneidade dos parâmetros quando a distribuição condicional não varia em face de determinadas mudanças na distribuição marginal da série. Para uma melhor avaliação consultar Hendry (1993) citado em Castro e Cavalcanti (1998).

corresponder, no longo prazo, a um aumento de 9% nas exportações brasileiras, ao passo que uma desvalorização real do câmbio em 10% deve produzir uma elevação de 6% no nível de exportações.

Por essas estimativas, a taxa de crescimento da economia brasileira que equilibraria a Balança de Pagamentos seria de apenas 3%, no período de 1955 a 1995, isso sem contar o impacto do fluxo de capital sobre o Balança de Pagamentos. Ou seja, neste caso estamos estimando uma *proxy* de crescimento de economia brasileira baseada apenas numa restrição comercial imposta pelos inúmeros revezes da política de *stop and go* instalada após a implantação do Plano Real.

Pelo Gráfico 4 abaixo podemos notar que mesmo com um superávit comercial significativo a economia não consegue alcançar níveis de desenvolvimento projetados como nos anos do Milagre Econômico da década de 70, isso porque há uma competitividade desfavorável a balança comercial brasileira após o processo de abertura comercial instalado no governo Collor, no início dos anos 90. Os esforços de crescimento das exportações foram apenas regionalizados, com o aumento significativo do comércio entre o Brasil e os países do Mercosul.

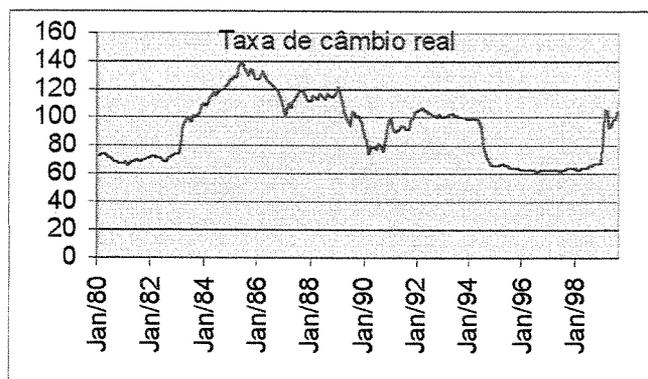
Gráfico 4



Fonte: Elaboração própria. 2000

Mesmo com o processo de desvalorização ocorrido no início de 1999, como podemos avaliar pelo gráfico da taxa de câmbio real, a economia não recuperou por completo os níveis de exportação obtidos no processo de ajuste da balança de pagamentos vivido nos anos 80. Isso ocorre por que o processo de abertura comercial e o processo de valorização do real foram fatores de competitividade sem precedentes históricos e mesmo que a economia queira voltar aos tempos áureos do Milagre Econômico não há como atingir o equilíbrio sem o processo de desvalorização, como ocorreu em janeiro de 1999 (Gráfico 5).

Gráfico 5.



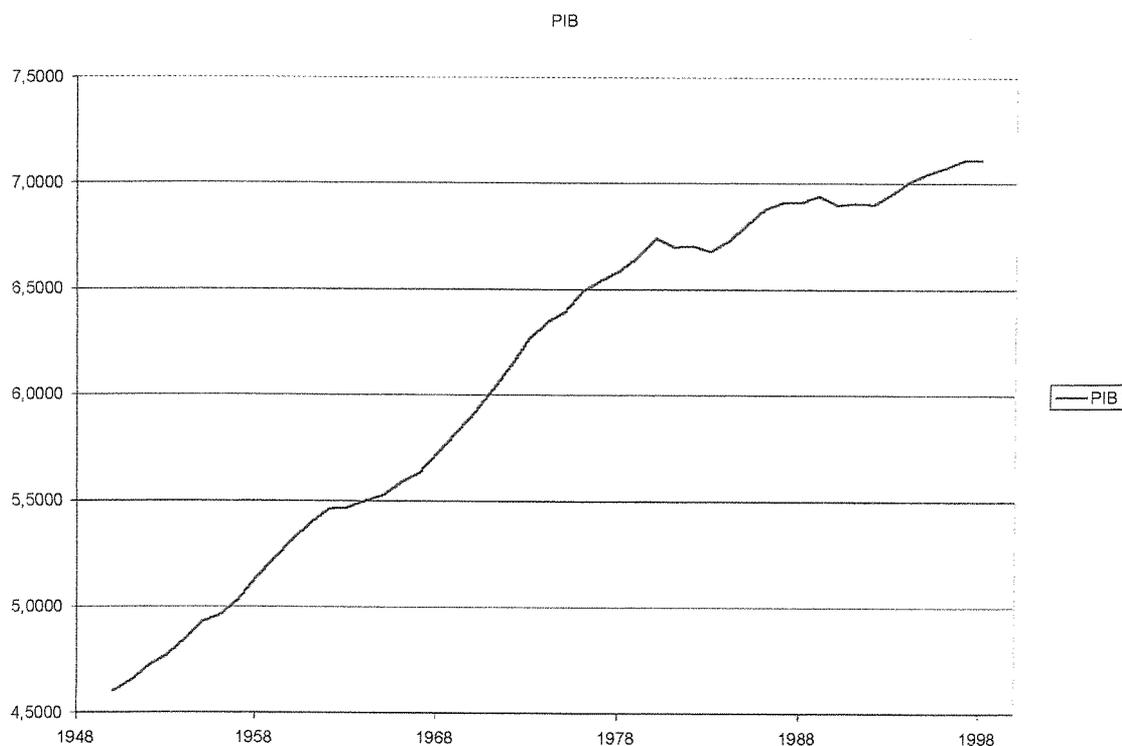
Fonte: LCA Consultores, 1999

A economia brasileira vem passando, a partir da presente década, por intenso processo de reformas econômicas e institucionais destinadas à retomada do processo de desenvolvimento no contexto da internacionalização e especialização crescentes que caracterizam o novo padrão de expansão da economia mundial para o que é fundamental o objetivo da busca persistente da eficiência e da competitividade na atividade econômica.

As mudanças adotadas têm nitidamente favorecido à modernização e ao aumento do poder competitivo do parque industrial brasileiro nos diferentes planos que afetam a competitividade: sistêmico, estrutural e empresarial. Os resultados já alcançados, em termos de aumento da competitividade, de uma maneira geral, ainda não foram suficientes para contrabalançar o impacto das pressões competitivas geradas pela abertura econômica. Mais grave, entretanto, é que o impacto das mudanças tem afetado de modo muito desigual os diferentes setores industriais. A maior parte dos segmentos

industriais e empresas, mormente as de médio e pequeno portes, não tem respondido aos desafios do novo contexto no ritmo e na profundidade requeridas para imprimir ao conjunto do setor industrial um desempenho compatível com as necessidades de expansão da produção, do nível de emprego e das exportações para outros países.

A taxa média de crescimento do PIB industrial no período 1993/1996 foi da ordem de 3,7%, inferior à média da economia em 18%, o que afigura-se nitidamente insatisfatório frente à estrutura potencial da demanda brasileira de bens e serviços e, com mais forte razão, frente às necessidades de expansão global da economia em termos de geração de empregos e melhora qualitativa da situação ocupacional do país. O crescimento do PIB para setores com alto desempenho da produção, de acordo com os dados do MDCIT, para os anos de 1993-1996 foi da ordem de 7,10%. Isso indica com há uma concentração de renda em setores mais dinâmicos como materiais eletrônicos, telecomunicações, bebidas e material de transporte. Para os produtos intermediários de de desempenho de produção, como minerais não-metálicos, perfumarias, química e metalurgia, o PIB continuou crescendo à taxa de 3,41% inferior a taxa do PIB industrial de 3,7%. O PIB total de todos os 19 setores apresentou uma taxa de 3,5%, os setores de baixo desempenho de produção apresentaram um crescimento negativo de 0,65% no período (Gráfico 6).



É desnecessário salientar que esse resultado está intimamente associado ao insatisfatório desempenho das indústrias de transformação e de construção civil que, conjuntamente, respondem por 90% do produto e 94% da ocupação da indústria como um todo. No caso da indústria de transformação é importante salientar a estreita relação existente entre o baixo crescimento do conjunto e sua concentração em uns poucos segmentos produtivos.

O número de pessoas ocupadas na indústria reduziu-se em 450 mil pessoas entre 1990 e 1995, frente a um aumento de 7,5 milhões na economia em conjunto. Ocorre no mesmo período, que a força de trabalho total aumentou em 9,7 milhões de pessoas, provocando o crescimento do desemprego aberto em 2,2 milhões, traduzindo-se num aumento da taxa de desemprego aberto de 3,7% para 6,1%.

A comparação puramente estatística da taxa de desocupação mencionada como as que se observa em outras partes do mundo é nitidamente favorável ao Brasil: Espanha 22,7%, Argentina 16%, Polônia 14% e Alemanha 12%. Não cabe desconhecer, entretanto, a existência em nosso país de um contingente considerável de pessoas ocupadas em condições precárias de trabalho, que conformam um significativo contingente de subempregados, o que atenua significativamente os termos favoráveis de comparação.

Em que pese o fato favorável do crescimento da força de trabalho total ter desacelerado recentemente, aumentando em média 2,4% em 1994 e 1995, frente a 2,8% em 1990/1993, a situação da desocupação aberta não apresentou melhora. Isso se explicaria pelo fato de a retomada de taxas positivas de crescimento da produção a partir de 1993 ter sido acompanhada por um intenso processo de modernização de vários segmentos produtivos, com aumentos substanciais na expansão da produtividade do trabalho, que teria alcançado a taxa de 2,9% ao ano, em média, no período 1993/1995 para o conjunto da economia e nada menos que 4,8% na indústria.

O crescimento da produtividade da mão-de-obra representa aspecto indiscutivelmente positivo da atual fase. Entretanto, seu impacto favorável sobre o crescimento econômico tem ficado aquém do que seria necessário para imprimir uma dinâmica de expansão da produção capaz de atenuar o problema da desocupação no país. Cabe, então, entender melhor por que os aumentos de produtividade não têm repercutido em maior medida sobre a competitividade e a expansão da demanda interna e

externa para a produção do país. Como será visto mais adiante, o alto crescimento da produtividade tem estado concentrado em alguns segmentos produtivos, daí seu impacto reduzido sobre o conjunto das atividades econômicas.

A economia brasileira, após apresentar saldos positivos de grande magnitude em sua balança comercial durante a década de 80, sofreu uma profunda reversão a partir de 1995. Um superávit da ordem de US\$ 10,6 bilhões, em 1993, transformou-se num déficit de US\$ 3,5 bilhões que chegou a US\$ 5,5 bilhões em 1996. Configura-se assim, um quadro nítido de insuficiente dinamismo das exportações, num contexto de expansão significativa das importações estimuladas pela abertura econômica.

No último biênio, para uma taxa de crescimento média da exportação de 4,7% ao ano, a importação cresceu 27,1%, ou seja, 5,8 vezes maior. Essa situação contrasta violentamente com o que vinha sendo observado anteriormente. Entre 1990 e 1994, a importação já vinha crescendo mais rápido do que a exportação de 12,4% frente a 8,5%, porém em proporção extremamente inferior.

O problema mais grave da balança comercial localiza-se precisamente nos produtos da indústria de transformação. O déficit desse setor superou o da economia como um todo em US\$ 1,8 bilhão em 1994 e em US\$ 1,4 bilhão em 1996. Isso indica que parte importante do déficit dos produtos desses setores tem sido financiado por superávit gerado por produtos agropecuários. Em 1999, as projeções de superávit acabaram não se confirmando e o país amargou déficit de US\$ 1,2 bilhão.

De acordo com o MDICT, considerados a redução dos saldos positivos e o aumento dos saldos negativos da balança comercial de produtos da indústria de transformação, chega-se ao volume de US\$ 17,7 bilhões no período 1993/1996. Isso serviria de indicador do volume do mercado perdido pela produção interna, representando nada menos do que 25,8% do PIB da indústria de transformação, ou seja, 7,9% ao ano – durante três anos o que equivale a mais do que o dobro da taxa de crescimento da produção alcançada no mesmo período.

O pouco dinamismo da produção industrial é reflexo da incapacidade do setor de expandir as vendas externas em ritmo compatível com as necessidades de importação de produtos industriais, geradas pelo novo padrão de desenvolvimento. Um dos traços marcantes desse padrão é a substituição de importações, o que diminui a repercussão do crescimento da demanda final sobre o restante do sistema produtivo. Com efeito, a parte

dos insumos importados no total das importações representou 47% em 1996, frente a 44,3% e apenas 33% em 1990.

Um impacto importante ocorre com o aumento do peso de bens de capital importados, no abastecimento da demanda interna que também vem ocorrendo, ainda que em menor proporção do que no caso dos insumos. No caso dos bens de capital, entretanto, além da redução dos preços, que também tem ocorrido no caso dos insumos, a importação contribui em maior medida para a atualização tecnológica do parque industrial e o aumento de sua competitividade.

Para os *policy makers*, portanto, a indústria brasileira estaria sob forte impacto da abertura comercial, sofrendo um processo perverso de especialização, na medida que vem substituindo segmentos produtivos internos por produtos de origem externa em proporção superior à que expande a exportação dos segmentos restantes, provocando um baixo crescimento da produção industrial e um alto crescimento do déficit comercial.

A conclusão óbvia é que têm faltado os estímulos adequados da política econômica para que os diferentes segmentos sejam competitivos no mercado internacional e mesmo no mercado interno.

Em síntese, teria ocorrido uma melhora razoável no panorama do investimento na economia brasileira e na indústria, frente à situação prevalecente nos anos iniciais da década de 90. Essa mudança não seria, entretanto, suficiente para assegurar a sustentação de um novo ciclo de expansão a uma taxa de crescimento superior à que vindo sendo observada a partir de 1993, a qual tampouco asseguraria uma expansão do produto, compatível com a manutenção do equilíbrio da balança comercial e com a melhoria da situação ocupacional

É igualmente importante registrar que a deterioração da posição na balança comercial é um fenômeno generalizado em relação aos produtos dos diferentes setores da indústria. Em 18 dos 19 segmentos considerados pelo MDICT, à exceção de couros e peles, houve uma piora entre o saldo comercial e o valor do comércio externo, no período 1996/1997, numa indicação de que em cada um dos segmentos apresentou-se a tendência a importar mais do que a exportar. Isso aplica-se tanto aos produtos dos setores em que o país era superavitário no início da década, quanto aos produtos em que era deficitário. O caso de couros e peles foi tratado como uma situação atípica, isso por

que derivara-se de substancial retração do mercado interno em decorrência da crise do setor de calçados.

Quanto a BP, em maio de 2000, segundo o Banco Central, o resultado mostrou-se equilibrado, com redução em haveres de curto prazo de US\$245 milhões. O resultado em transações correntes apresentou déficit de US\$ 1,6 bilhão, mantendo-se no mesmo patamar de maio de 1999. O crescimento do superávit comercial compensou as maiores despesas líquidas com serviços. No período janeiro-maio, entretanto, o déficit em transações correntes apresentou melhora, alcançando US\$ 8,8 bilhões, o equivalente a 3,31% do PIB, comparativamente a 4,31% do PIB em igual período do ano anterior (Tabela 3).

O déficit em serviços cresceu US\$ 86 milhões, relativamente a maio do ano anterior, totalizando US\$ 2,2 bilhões. Os pagamentos líquidos de juros somaram US\$ 1,3 bilhão. Com relação aos pagamentos efetuados pelo governo federal, registraram-se US\$ 254 milhões referentes a bônus do tipo Global e US\$ 123 milhões relativos ao empréstimo do FMI, dentro do programa de assistência financeira. Em relação aos demais pagamentos, destacaram-se os relativos a empréstimos bancários e *notes*, nos valores de US\$ 171 milhões e US\$ 361 milhões, respectivamente. As receitas e juros totalizaram US\$ 120 milhões. As despesas líquidas com viagens internacionais totalizaram US\$ 158 milhões. Os gastos têm apresentado tendência de crescimento em relação ao primeiro trimestre de 1999, reflexo da acomodação ao novo patamar da taxa de câmbio.

Tabela 3. Projeções Cenário Básico

	1998	1999	2000	2001
Setor Externo				
Conta Corrente (% do PIB)	-4,3	-4,6	-4,2	-4,1
Conta corrente	-33,6	-24,4	-25,1	-24,5
Saldo comercial	-6,6	-1,2	1,2	4,2
Exportação	51,1	48,0	54,3	57,8
variação	-3,5	-6,1	13,2	6,4
Importação	57,7	49,2	53,1	53,6
variação	-5,9	-14,8	8,0	0,9
Serviços	-28,8	-25,2	-28,2	-30,7
Transferência unilaterais	1,8	2,0	1,9	2,0
Capital	25,6	16,2	18,0	25,5
Investimento direto estrangeiro	25,9	30,0	25,0	23,0
Crédito, portfólio e outros	-0,2	-13,8	-7,0	2,5
Nível das Reservas (inc. FMI)	44,6	36,3	29,3	30,3
PIB	-0,1	1,0	3,1	3,8

Fonte: LCA Consultores, 2000.

Os investimentos diretos líquidos totalizaram US\$ 9,7 bilhões nos cinco primeiros meses de 2000, enquanto a nossa projeção para o total de investimento direto externo para 2000 fica entorno de US\$ 25 bilhões. Os investimentos em carteira apresentaram fluxos líquidos estáveis, com saídas líquidas de US\$ 16 milhões, e ingressos líquidos foram em Anexo V, US\$ 505 milhões, e as maiores saídas líquidas foram de investimentos em ações (Anexos I a IV) e de fundos de renda fixa, US\$ 373 milhões e US\$ 81 milhões, respectivamente.

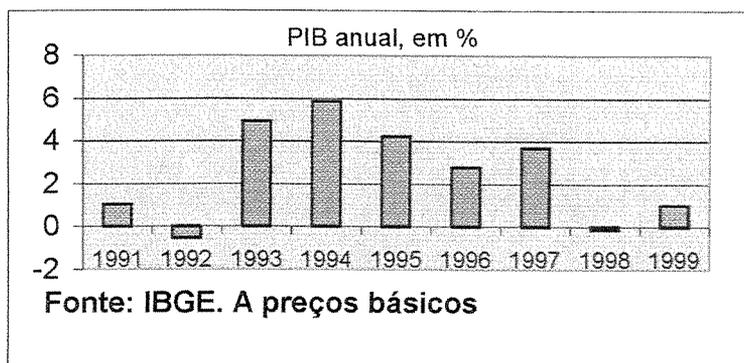
A intensificação do ritmo do processo de investimento na economia brasileira já constitui, a essa altura dos acontecimentos, um fato indiscutível. As taxas de investimento para o biênio 1995-1996, medidas a preços constantes de 1980, já superam às do início da década. Se a isso agrega-se o fato dos preços de bens de capital nacionais e importados haverem-se reduzindo bastante, pode-se pensar em taxas de investimento ainda mais altas nos últimos dois anos. Contudo, esses investimentos tratam-se em sua maioria de complementação, reposição e modernização de unidades produtivas, que afetam positivamente a capacidade de produção, mas que tendem a exercer papel altamente destrutivo de postos de trabalho. O lento crescimento relativo da indústria tem muito a ver com o fato do processo de investimento da economia ainda não haver avançado substancialmente, produzindo os estímulos de demanda necessários a uma maior expansão da demanda interna de produtos industriais. Por sua vez, o déficit crescente da balança comercial tem exercido um efeito depressivo sobre a demanda interna de produtos industriais.

Para o MDICT, há uma tendência de recuperação dos investimentos, principalmente os investimentos potenciais na indústria de transformação, que chegam a à cifra de US\$ 94 bilhões no período 1995-2000. O fluxo líquido total de capital estrangeiro direto também vem crescendo substancialmente. A cifra total alcançada em 1996, da ordem de US\$ 9,2 bilhões, é igual a três vezes a verificada em 1995, que, por seu turno, supera a de 1994 em 55%. Desde logo, parte substantiva dessa cifra destina-se à aquisição de empresas já existentes, não constituindo investimento líquido e, portanto, não contribuindo para o aumento da capacidade de produção da economia nem para a ampliação da demanda interna de produtos industriais.

As estimativas de projeção para o PIB voltaram a ser bem otimistas no ano de 2000. O PIB cresceu 3,08% no primeiro trimestre de 2000 em relação ao mesmo período do ano anterior. Segundo fontes do IBGE, no primeiro trimestre de 1999, o PIB havia crescido 0,73% se comparado a igual período em 1998.

Conforme o IBGE, o PIB não apresentava crescimento tão significativo desde o segundo trimestre de 1997, quando o índice foi de 5,27% superior ao do segundo trimestre de 1996. Esses fatos decorrem da relativa calma no mercado externo sobre o final do ano anterior. O crescimento projetado de 1999 foi de 1,01% - contra projeção anterior medida em fevereiro de 0,84%. No ano de 1999, o PIB no primeiro trimestre foi sustentado pela agropecuária (14,49%), sendo que o segmento de lavouras apresentou o maior crescimento de 21,65%. Naquele período, a indústria havia registrado queda de 3,93%, puxada principalmente pelo setor de construção (- 4,63%). Conforme Gráfico 7.

Gráfico 7



O desempenho do PIB no primeiro trimestre foi puxado pela indústria, que registrou um aumento de 5,69%. Somado ao resultado do quarto trimestre de 1999

(3,24%), a indústria interrompeu uma tendência de queda que vinha sendo observada desde o primeiro trimestre de 1991. Esse resultado positivo da indústria foi um efeito da mudança do regime cambial, bastante sentido no saldo da balança comercial. O setor de serviços também exerceu grande influência neste resultado, fechando o primeiro trimestre em 2,28%. As maiores altas foram os segmentos de comunicações e de comércio. A agropecuária, ao contrário do primeiro trimestre do ano anterior, caiu 0,84% nos primeiros meses de 2000. Na indústria, todos os subgrupos apresentaram neste primeiro trimestre crescimento, mas o destaque foi para a indústria de transformação, com crescimento de 7,61% e de serviços industriais de utilidade pública. Esses índices demonstram um retorno à trajetória de crescimento, depois de dois anos de estagnação e é um sinal positivo de superação das dificuldades econômicas do país.



5. CONCLUSÃO

O desafio do Brasil é mesmo exportar e crescer ao mesmo tempo. Há dez anos falamos que o país não tem política de exportação. Na verdade, o Brasil tem um problema de inserção internacional. Participa com apenas 1% do comércio mundial e o equívoco está no enfoque dado a esse comércio, historicamente utilizado como instrumento de ajuste da economia local e não como alternativa de alavanca de negócios que geram divisas.

Alguns analistas de mercado prevêem que se o Brasil crescer à taxa média do PIB de 3% ao ano, como espera o mercado, não haverá volume excedente de produtos para venda externa. O Brasil necessitaria gerar algo em torno de US\$ 10 bilhões de superávit comercial ao ano para sinalizar aos investidores internacionais que o déficit em transações correntes não torna o país tão dependente de capitais externos. Não há dúvidas de que os fundamentos domésticos são positivos, mas isso não é suficiente para conquistar investidores internacionais, porque algumas condições mudaram significativamente nos mercados nos últimos meses.

O Brasil não atrai investidores porque passou a existir nos Estados Unidos um mercado de volatilidade de terceiro mundo com qualidade e risco de primeiro mundo. O cenário está mexendo, inclusive, com as empresas brasileiras afetando as renovações de captações externas. A percepção que prevalece entre os investidores estrangeiros é de que a economia é emergente.

É fato que o Brasil ganhou mais liberdade com o processo de estabilização econômica deflagrado pelo Plano Real em meados de 1994, mas também é fato que esse processo custou um aumento da dívida equivalente a US\$ 200 bilhões e o país continua dependente de capital externo. É exatamente assim que os investidores observam o país: em progresso, mas dependente do exterior apesar da forte desvalorização cambial.

Os otimistas crêem que daqui a pouco tempo teremos uma inflação civilizada, mas já temos e nem por isso a economia brasileira parece ter percalços menores. Depois da passada agitação do início de 1999 e com a supervisão do FMI, as coisas parecem se acalmar. A ênfase da política econômica atual não é mais o câmbio, e sim metas a serem alcançadas quanto à inflação e superávit da Balança Comercial. Em relação a isso, em

dezembro de 1999, o BNDES fez algumas projeções. Segundo o órgão, até 2006 o PIB crescerá 4,2% ao ano, em média. O câmbio, após a liberalização de 1999, onde chegou a 55% de desvalorização, teria uma desvalorização média anual de 1,5%, sendo que em 2006 ele ficaria por volta de 0%. A taxa de juros, que tem sido nos últimos dias a grande vedete das páginas de jornais, dependendo da diminuição do “risco-país” pode cair para até 10% a. a. daqui a sete anos. O BNDES prevê ainda para o período 2000-2006, um aumento de recursos de capital estrangeiro (principalmente devido à desvalorização da moeda) e uma queda da taxa de desemprego (devido ao crescimento da economia) a partir de 2001, passando dos 7,6% atuais para 3,6% em 2006. Embora as projeções sejam coerentes (o PIB só cresce se os juros baixarem, o desemprego só diminui se o PIB crescer), é bom lembrar que o BNDES é um órgão governamental e essas podem ser previsões um tanto otimistas.

No curto prazo, a pressão de compras de matérias-primas e petróleo, faz com que as projeções de importações para 2000 fiquem em torno de US\$ 53 bilhões. Com isso, o saldo comercial previsto para 2000 fica em torno de US\$ 1,3 bilhão. Essa projeção é otimista, pois, mesmo com o recuo do dólar de R\$1,85 para R\$ 1,80, e com a nova alta do preço do petróleo, supomos que, de junho a dezembro de 2000, as importações apresentarão recuo de 6%, diante da média de fevereiro-maio, descontada a sazonalidade. Com isso, o déficit em conta corrente estimado para o ano ficará entorno de US\$ 25,2 bilhões, ficando em 4,2% do PIB. Esse elevado déficit segue sendo financiado pela elevação dos investimentos externos, a conta de investimento externo direto ficará por volta de US\$ 25 bilhões. As reservas internacionais caem de US\$ 36,3 bilhões em 1999 para US\$ 29,4 bilhões em 2000.

No médio prazo, o superávit comercial projetado para 2001 ficará por volta de US\$ 4,7 bilhões, menor do que as projeções mais otimistas, dada a expectativa de maior expansão interna e de aumento das importações de matérias-primas, bem como de provável desaquecimento dos Estados Unidos. A melhora perante 2000 deve decorrer da expansão das exportações de básicos e do avanço na substituição de importações de petróleo, bens de consumo e seus componentes. O déficit em conta corrente deve cair para US\$ 24 bilhões.

Durante a década de 80, para produzir superávits absolutamente sem precedentes na balança comercial, o Brasil pagou um preço extremamente elevado, sob a forma de recessão, fortes pressões adicionais sobre a taxa de inflação, aumento do desemprego, redução dos salários e retração dos investimentos.

A capacidade de gerar saldos comerciais indica, sem dúvida, que a dimensão cambial do problema da transferência foi equacionada, mas já na década de 80, questionava-se a durabilidade dos resultados comerciais das contas externas brasileiras a uma situação internacional marcada por profunda instabilidade e incerteza.

Portanto, retomar o crescimento superior às taxas que estamos mantendo é uma tarefa difícil. Há inúmeras maneiras que as restrições econômicas impõem ao crescimento auto-sustentado de uma nação. No caso do Brasil, vejamos as principais limitações.

Em primeiro lugar, há as limitações de natureza econômica à retomada do crescimento e essas estão concentradas no desequilíbrio público. A trajetória do déficit público tem componentes potenciais explosivos cujos efeitos sobre a percepção de risco pelos investidores internos e externos podem representar obstáculos à rolagem da dívida pública, exigindo a manutenção de elevado prêmio nos juros interno e externo, com impactos sobre a produção e consumo.

A obrigação de manter a estabilização dos preços, apesar do choque no câmbio e dos sucessivos aumentos de tarifas e combustíveis, tem sido a principal preocupação do governo. No sucesso da condução da política monetária centrada em metas de inflação encontram-se depositadas as expectativas de manutenção do bom comportamento dos índices de preços. A restrição está em que momento a ameaça do fantasma da indexação poderia, em caso de pressões de demanda, ser detonada. Isso sem contar a possibilidade entre as políticas de curto prazo e a retomada do crescimento.

Outra limitação está relacionada à necessidade de aumento da taxa de poupança doméstica como condição para a retomada dos investimentos. Isso exigirá a recomposição das taxas de juros aos níveis internacionais e maior inserção competitiva do Brasil no comércio exterior, equacionamento das imperfeições fiscais e o fim do impasse nas relações com o Mercosul. A política cambial brasileira garantiu a setores da

economia argentina uma competitividade que eles não teriam com outros mercados, criando uma situação de dependência do Brasil.

A principal limitação é a necessidade de aumento das exportações e, por conseqüência, de maior inserção do país no comércio internacional, pois a consistência do crescimento está fortemente correlacionada à abertura comercial.

Nesse caso temos como principal ponto de gargalo da economia brasileira após o Plano Real, a valorização do câmbio de forma extremada. É fato que com a desvalorização conseguimos reverter um pouco nossa fragilidade no saldo comercial. Mas também, ainda continuamos a importar mais do que deveríamos. A fragilidade dos produtos nacionais em concorrer, interna e externamente, perpetua-se, mesmo após o choque da desvalorização cambial de janeiro de 1999. Para que nossos produtos tenham maior competitividade é preciso criar sistemas de comércio eficazes, como já estão sendo buscados pelo governo federal. Contudo, necessitamos de um esforço conjunto, governo e empresas privadas, no contexto da globalização financeira, para tornar nossos produtos mais competitivos no mercado internacional.

Para o governo o crescimento econômico, na média, do triênio 2001-2002 será superior a 4% ao ano. Se a economia crescer 3% este ano e 4% em 2001, será necessário que cresça cerca de 5,3% em 2002 para que sejam cumpridas as previsões mais otimistas.

Ainda que não exista causalidade entre as decisões recentes da área econômica e os objetivos políticos do governo, foram criadas algumas importantes condições para um crescimento maior nos próximos anos, mesmo que longe do potencial da economia brasileira. Tudo caminhando para formar um cenário mais confortável ao governo. Isso significa que tudo está se adequando para formar um cenário mais confortável ao governo para o jogo crucial – o da sucessão presidencial – que só termina em 2002, mas cujas primeiras rodadas estão sendo jogadas agora. Confortável, se não houver turbulências maiores no *front* externo, com reflexo nas diferentes variáveis internas que dependem dele. A área do governo segue firme em prever um superávit comercial daqui até o final do ano de 2000. Afinal taxas de juros menores e crédito mais farto aumentam o poder de consumo e o grau de satisfação dos eleitores.

ANEXO

Taxa de câmbio real

A taxa de câmbio nominal consiste no preço da moeda estrangeira em relação a moeda doméstica. A taxa de câmbio real, teoricamente, é uma medida do poder aquisitivo de um país ou como uma medida da competitividade externa dos bens produzidos no país relativamente aos bens produzidos no resto do mundo.

Portanto, a taxa de câmbio real permite comparar a variação dos preços e dos custos de produção domésticos com a evolução da taxa de câmbio nominal, descontada a variação dos preços externos. Um nível constante do câmbio real representa uma remuneração constante do setor exportador, enquanto uma redução da taxa (valorização cambial) significa menores receitas (na moeda doméstica), e um aumento da taxa de câmbio (desvalorização) favorece ao setor exportador.

Se, por um lado, as variações no nível da taxa de câmbio real são indicadores de oscilações no nível de rentabilidade, por outro, maior ou menor variabilidade desta taxa promove impactos diretos sobre as expectativas e decisões dos agentes econômicos. Isso ocorre porque uma mudança na taxa de câmbio nominal pode afetar não só a rentabilidade no setor produtivo de uma economia, mas também determinar perdas ou ganhos para os agentes endividados ou com títulos financeiros nesta moeda.

Metodologia para o cálculo da taxa de câmbio real

Convencionalmente, define-se a taxa de câmbio real como o produto da taxa de câmbio nominal vezes a razão entre os preços externos e os preços domésticos. Essa definição, formulada a partir da teoria da Paridade do Poder de Compra, assume que todo os bens, comerciáveis ou não-comerciáveis, têm seus preços sujeitos à arbitragem internacional.

e $PPP = EP^*/P$, onde E representa a taxa de câmbio nominal

P^* representa os preços externos

P representa os preços praticados internamente

Os indicadores de taxa de câmbio real construídos com base na teoria da Paridade do Poder de Compra têm como hipóteses: custos e fretes e barreiras comerciais ausentes, baixos custos de transação e perfeita substitubilidade entre bens e serviços locais e estrangeiros.

Recentemente, vários autores, dentre eles Zini e Pastore, têm preferido calcular a taxa de câmbio real separando os bens comerciáveis (bens internacionais) dos não-comerciáveis (bens domésticos). Essa preferência fundamenta-se em dois argumentos bastante razoáveis. Um, de que no conceito teórico, a taxa de câmbio real é definida como a razão entre os preços dos bens internacionais e os preços dos bens domésticos. O segundo é de que somente um indicador que capte a variação dos preços relativos, ou seja, que diferencie bens domésticos dos bens internacionais, pode auferir os efeitos de uma desvalorização ou valorização no câmbio nominal sobre o saldo comercial de um país. Pastore e Pinotti (1997) testaram a validade empírica desse segundo argumento para a economia brasileira e constataram que somente as taxas de câmbio reais deflacionadas por um índice composto por bens domésticos foram capazes de obter elevadas correlações com o saldo comercial.

A correlação entre as variações no câmbio e no saldo comercial ocorre porque a mudança da taxa de câmbio real significa alterações dos preços relativos: os preços internacionais se elevam em relação aos domésticos quando há uma desvalorização e vice-versa.

Quando os preços dos bens internacionais crescem relativamente aos dos bens domésticos, o consumo do primeiro apresenta uma queda relativamente ao consumo dos bens domésticos. Além dessa alteração no consumo, os fatores de produção são mobilizados para elevar a produção dos bens internacionais. Substituição no consumo e aumento da produção dos bens internacionais conduzem ao crescimento de oferta de

produtos para a exportação e provoca o crescimento dos saldos comerciais. Portanto, os saldos comerciais são alterados porque a desvalorização provoca uma mudança nos preços relativos dos bens domésticos e internacionais.

Os bens comerciáveis ou internacionais são aqueles produtos facilmente produzidos e trocados entre países numa economia aberta, enquanto os bens domésticos são geralmente serviços do governo, habitacionais ou pessoais. Parece razoável reconhecer que a arbitragem internacional iguala apenas os preços dos bens comerciáveis.

Vários autores analisaram a metodologia de cálculo para a taxa de câmbio real e optaram pela que mais se aproxima da razão entre o preço dos bens comerciáveis e não-comerciáveis, uma vez que o primeiro é arbitrado pelo comércio internacional e que o preço dos bens não-comerciáveis é estabelecido domesticamente. Alterando a equação da taxa de câmbio real para:

e $TNT = EPt/Ptnt$ onde E é a taxa de câmbio nominal

Pt são os preços dos bens tradeables

Ptnt são os preços dos bens non-tradeables

Em síntese, o segundo método de cálculo da taxa de câmbio torna-se mais adequado para acompanhar a evolução da taxa de câmbio real e sua relação com o saldo comercial do país, por ser uma relação de preços de bens internacionais e domésticos que representa realmente o ganho da alocação de fatores de produção e do consumo para bens comerciáveis, quando o câmbio está depreciado, em detrimento da produção dos bens domésticos.

A escolha dos deflatores

Quando se opta por calcular a taxa de câmbio real que capte a diferença entre os preços relativos, ou seja, através do método de diferenciação entre bens domésticos e internacionais, a escolha do deflator torna-se um passo importante..

Um primeiro problema que surge reside nas diferenças entre os índices de preços de diversos países. Esses índices são compostos por diferentes cestas de bens, aos quais são atribuídos pesos diferentes. Por se tratar de um problema comum a qualquer tipo de deflator, a escolha do mesmo para calcular a taxa de câmbio real tem de ser feita a abstração dessas diferenças entre os índices de preços.

A discussão sobre a metodologia de cálculo se acentua na escolha de indicadores da variação dos preços. Normalmente, os autores costumam escolher entre o índice de produto ao consumidor e o índice de produtos atacados. Outros indicadores, como o deflator do produto nacional e o índice de custo unitário da mão-de-obra, também são às vezes utilizados, porém com menos frequência. A complicação dessa escolha é bem ilustrada pela dificuldade de um consenso até mesmo nas principais instituições internacionais, uma vez que o FMI usa o IPC como deflator da taxa de câmbio real, enquanto o Banco Mundial utiliza o IPA.

O cálculo dos indicadores de preços normalmente não diferencia entre bens internacionais e domésticos de maneira regular. Contudo, é coerente afirmar que o IPA, ao apresentar maior proporção de bens agrícolas e industriais, pode ser utilizado como uma *proxy* dos bens internacionais, enquanto o IPC, que capta a variação dos preços do setor de serviços, é uma boa *proxy* dos bens tidos como domésticos.

Alguns analistas preferem utilizar o índice de preços por atacado – IPA – como deflator da taxa de câmbio real porque ele confere grande peso aos bens comerciáveis (setores industrial e agrícola) e é relevante para comparações de preços relativos para os produtores. Um problema não desprezível é que a taxa de câmbio calculada pelo IPA desconsidera que os bens comerciáveis homogêneos tendem a ter seus preços igualados entre os países, devido à arbitragem internacional, principalmente quando se trata de economias abertas com expressivos e irrestritos fluxos comerciais. Abstraindo qualquer tipo de proteção tarifária e de divergência de produtividade entres os fatores de

produção dos países, se a taxa de câmbio for deflacionada por um índice de preços no qual são predominantes bens internacionais, como é o caso do IPA, corre-se o risco de estar deflacionando a taxa de câmbio pela própria taxa de câmbio, retirando desse indicador total possibilidade de estar estimando um preço relativo entre os bens produzidos internamente e os bens externos. A escolha do IPA como deflator da taxa de câmbio real também pode ser mais adequada se o objetivo for apenas medir o impacto de uma valorização (desvalorização) da taxa de câmbio sobre as exportações do país. Nesse caso específico, essa taxa de câmbio estará comparando a competitividade do setor externo (bens exportáveis e importáveis) entre dois países. Por exemplo, comparando os preços relativos praticados pelos produtores do Brasil com os praticados pelos produtores da Coreia do Sul.

O índice de preços ao consumidor – IPC – é favorecido por ser mais abrangente e acusar a variação nos preços dos bens domésticos. Por esse motivo, o IPC torna-se um deflator mais adequado para fazer a comparação dos preços domésticos com os preços externos, principalmente quando se trata de uma metodologia de cálculo que pretende captar os efeitos das variações cambiais sobre o saldo comercial de um país.

BIBLIOGRAFIA.

- AVERBUG, A. *Abertura e Integração Comercial na Década de 90*. Texto retirado do Site do BNDES. 1999.
- ANDREI, C.; SAMPAIO; F.A.A. ; PORTUGAL, J.G.J. *Gestão Estatal no Brasil – Limites do liberalismo –1990 – 1992*. IESP/FUNDAP. 1995. SÃO PAULO.
- AZEVEDO, A.F.Z e PORTUGAL, M.S. *Abertura Comercial Brasileira e instabilidade da demanda de importações*. NOVA ECONOMIA. BELO HORIZONTE JULHO 1998
- BAUMANN, R. “*Uma visão econômica da globalização*” In: *O Brasil e a economia global*, Rio de Janeiro, Campus, 1995
- BACHA, E.L. *PLANO REAL: uma avaliação preliminar*. REVISTA DO BNDES. RIO DE JANEIRO, JUN 1995
- BARREIRAS EXTERNAS ÀS EXPORTAÇÕES BRASILEIRAS, 1999/ equipe técnica: RENATO FONSECA (COORDENADOR); Mário C. Carvalho Jr. (et. Ali.): Brasília, D.F.: CNI; RIO DE JANEIRO: FUNCEX, 1999.
- BATISTA JR., P.N. *Formação de capital e transferência de recursos ao exterior*. In: Revista de Economia Política, vol. 7 nº1. Janeiro-março/1987
- BANCO CENTRAL. *Boletim Mensal*, Brasília, diversos números.
- BIELSCHOKSI, R. & STUMPO, G. “*A internalização da indústria brasileira: números e reflexões depois e alguns anos de abertura*.” R. Bauman (org.) *O Brasil e a Economia Global*.: Campus & Sobbet. 1996 Rio de Janeiro, RIO DE JANEIRO
- BOLETIM CONJUNTURAL. Trimestral. Vários números. IPEA. BRASÍLIA
- CANUTO, O. & LAPLANE, M. “*Especulação e instabilidade na globalização financeira*”. *Economia & Sociedade*, nº 5,dez 1995. Campinas : IE/UNICAMP 1995
- CANUTO, O. “*Abertura comercial, estrutura produtiva e crescimento econômico na América Latina*”. Em: *Economia e Sociedade*, nº 03, dezembro, pp. 43-46, 1994.
- CANUTO, O. “*Padrões, especialização, hiatos tecnológicos e crescimento com restrições de divisas*”. In: Encontro Nacional de Economia, 24, Águas de Lindóia, 1996, Anais. Águas de Lindóia: ANPEC, 1996.
- CANUTO, O; XAVIER, C.L “*Padrões de Especialização e Competitividade no Comércio Exterior Brasileiro: Uma análise Estrutural-diferencial*”. Mimeo 1999

- CARTA LCA: CONJUNTURA E CÊNARIOS. EDITORES: LUCIANO COUTINHO E LUIZ GONZAGA BELLUZO. Vários números.
- CASTRO, A.B. “*A capacidade de crescer com problema*”. Em: O REAL, O CRESCIMENTO E AS REFORMAS. Coord João Paulo Dos Reis Velloso. Editora José Olympio 1996 RIO DE JANEIRO, RJ.
- CASTRO, A.C. “*Estabilização , crescimento e política industrial*”. IN ESTABILIDADE E CRESCIMENTO: OS DESAFIOS DO REAL. Coord. João Paulo dos Reis Velloso. Editora José Olympio RIO DE JANEIRO, RJ.
- CASTRO, A.S. e CAVALCANTI, M.A *Estimação de equações de exportação e importação para o Brasil 1955/95*. Em: Pesquisa e Planejamento Econômico. Vol 28 abril 1998. Número 1. IPEA.BRASÍLIA, DF.
- COUTINHO, L.G. e CAMARGO, F. *Balanço de Pagamentos: restrição externa segue expressiva*. Em CARTA LCA. JULHO DE 1999. SÃO PAULO,
- COUTINHO, L. *Área de Livre Comércio das Américas – riscos e oportunidades da integração continental assimétrica e acelerada*. Seminário da Alca: riscos e oportunidades para o Brasil. São Paulo. IPRI.1998
- EITHER, W. *The new regionalism*. The Economic Journal. July. 1998
- ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA, 24, Águas de Lindóia, 1996 , Anais ... Águas de Lindóia: ANPEC, 1996
- ENDERS, W . *Applied econometric time series*. New York: Wiley, 1995.
- ENGLE, D; GRANGER, C.W. *Co-integration and error correction; representation, estimation and testing*. *Econometrica*, v. 55, p.251-76, 1987
- FRANCO, G. *A Inserção Externa e o Desenvolvimento*. Mimeo. Banco Central. 1995
- GARCIA, R.J. *A retomada do crescimento – há saída para crise?* Revista Conjuntura Econômica, Setembro, 1999. FGV. Rio de Janeiro.
- GARCIA, M. A *O Brasil e a Alca: regionalização e projeto nacional de desenvolvimento*. Seminário da Alca: riscos e oportunidades para o Brasil. São Paulo: IPRI. 1998

- GIAMBIAGI, F.; MOREIRA, M.M *et alli*. *A economia brasileira nos Anos 90*. BNDES Rio de Janeiro. 1ª edição 1999
- GONÇALVES, R. *Globalização financeira, liberalização cambial e vulnerabilidade externa da economia brasileira*. Texto para discussão. IEI nº 338. Rio de Janeiro: IEI/UFRJ, julho, 1995
- GONÇALVES, R. *Globalização financeira, liberalização cambial e vulnerabilidade externa da economia brasileira*. In: “O Brasil e a Economia Global” Renato Baumann [org] – Rio de Janeiro: Campus, 1998
- GONÇALVES, R. *Ô Abre-alas: a nova inserção do Brasil na economia mundial*. Rio de Janeiro. Ed. Remule-Dumará, 1994
- GONÇALVES, R *et alli*. “*A nova Economia internacional: uma perspectiva brasileira.*” Rio de Janeiro: Campus. 1998
- HAGUENAUER, L; FERRAZ, J.C. e KUPFER, D. *Competição e Internacionalização na Indústria Brasileira* in O Brasil e a Economia Global. Renato Bauman (org.) Editora Campus, Rio de Janeiro 1996.
- HOUTHAKKER, H. and MAGEE, S. “Income and Price Elasticities in World Trade”, *Review of Economics and Statistics*, 51 11-125 .
- HOLANDA, F.M. *Inserção Externa, Liberalização e Estabilização – A experiência de Liberalização Comercial no Brasil na década de 1990*. Tese de mestrado. Orientador: Prof. Dr. Ricardo Medeiros Carneiro. IE/UNICAMP. Campinas, agosto de 1997.
- HOLLAND, M.; CANUTO, O E XAVIER, C. *Taxas de câmbio, elasticidade-renda e saldo comercial na economia brasileira*. Texto para Discussão. IE/UNICAMP, Campinas, n. 59 mar, 1997.

- HOLLAND, M. “*Taxa de câmbio e Regimes Cambiais no Brasil*”. Tese de doutoramento. Orientador: Prof. Dr. Otaviano Canuto. Campinas, 1998
- KALDOR, N. – *Causes of the slow rate of economic growth in the United Kingdom*, Cambridge: Cambridge University Press. 1966
- KRUGMAN, P. “*A model of innovation, technology transfer, and world distribution of income*” *Journal of Political Economy*, vol. 87 n 2, abr , pp 253-66, 1966
- KRUGMAN, P. “*Differences in income elasticities and trends in real exchange rates in real exchange rates*”, *European Economic Review*, vol 33 (p. 1031-54)
- KUME, H. “A tributação nas exportações brasileiras: o ICMS e o imposto de importação”, 1995
- KUME, H. “A política de Importação no Plano Real e a Estrutura de Proteção Efetiva”. Texto para discussão nº 423. IPEA, maio de 1996.
- LAPLANE, M. F. e SARTI. “Investimento Direto e a retomada do crescimento sustentado nos anos 90”. *Economia e Sociedade*, Campinas, 143-81, jun. 1997
- MARÇAL, E. “Paridade do poder de compra: a evidência empírica brasileira”. Dissertação de mestrado. Orientador Prof. Dr. Otaviano Canuto. Agosto, 1998
- MARÇAL, E. “Paridade de Poder de Compras e co-integração”. *Leituras de Economia Política*, 2(1) IE/UNICAMP. Campinas, 1997
- MARÇAL, E.; ALMEIDA, J.G. “Comércio Exterior Brasileiro: Desempenho no 1º semestre de 1999 e projeções. Nota Técnica do IED. São Paulo. 1999
- McCOMBIE, J.S.L e THIRWALL, A.P. *Economic Growth and the Balance-of-Payments constraint*. London: Macmillan 1994

MERCADANTE, A *et alii*. O BRASIL PÓS-REAL: A POLÍTICA ECONÔMICA EM DEBATE. 1997. Editora UNICAMP, Campinas 1997

MDCIT. Secretaria de Política industrial. Vários documentos. Site da internet www.mdicit.gov.br. abril de 2000.

MIRANDA, J.C.R. Economia Internacional em Perspectiva. Rio de Janeiro, 1998.
Mimeo

MOLLO, M.L.R e SILVA, M.L.F. “A liberalização do câmbio no Brasil: revisitando a discussão dos Pressupostos teóricos embutidos nas Prescrições Cambiais Alternativas”. Em Est. Econ. São Paulo, v. 28 n.2 p. 189-227, abril-jun 1999

MOREIRA, M.M.; CORREA, P.G. *Abertura comercial e indústria: o que se pode esperar e o que se vem obtendo*. Texto para Discussão BNDES, N. 49, outubro

NAJERBG, S. e MOREIRA, M.M, *Abertura Comercial: criando ou exportando empregos?* Texto para Discussão, 59 BNDES, Rio de Janeiro, Outubro, 1997

NISHIJIMA, M. *Fluxos de Comércio no Brasil e seus Determinantes Básicos – Uma Análise de Co-Integração*. Dissertação de mestrado. Otaviano Canuto (orient.) e Pedro Luiz Valls Pereira (co-orient.) UNICAMP/IE. CAMPINAS, 1998

PASTORE, A. C. “Reforma Monetária, inércia e estabilização” em ESTABILIDADE E CRESCIMENTO: OS DESAFIOS DO REAL. Coord. João Paulo Velloso. Editora José Olympio, 1995. RIO DE JANEIRO, RJ

PASTORE, A.C e PINOTTI, M.C. “O futuro do Real: o uso das políticas fiscal e monetária” Em: O REAL, O CRESCIMENTO E AS REFORMAS. Coord. João Paulo dos Reis Velloso. FÓRUM NACIONAL. Editora José Olympio. 1996 RIO DE JANEIRO, RJ

- PASTORE, A. C. e PINOTTI, M.C. Câmbio e Inflação. Em: O REAL E O FUTURO DA ECONOMIA. Coord. João Paulo Velloso Editora: José Olympio, 1995. RIO DE JANEIRO, RJ.
- PASTORE, A.C. e PINOTTI, M.C. “Inflação e Estabilização: Algumas lições da experiência brasileira”. 1996. MIMEO
- PASTORE, A.C. , BLUM, B.S., PINOTTI, M. C. “Paridade de poder de compra, câmbio real e saldos comerciais. 1997.*mimeo*
- PASTORE, A.C.& PINOTTI, M. C. *Globalização, Fluxos de Capitais e Regimes Cambiais: Reflexões sobre o Brasil*. MIMEO, 2000.
- PASTORE, A.C. e PINOTTI, M.C. *Taxa cambial real e os saldos comerciais*. Mimeo. 1997.
- PINHEIRO, A. C., Índices de Preços e Quantidades para o Comércio Exterior Brasileiro – 1974/92 in PERSPECTIVAS DA ECONOMIA BRASILEIRA 1994, IPEA. VOL2,
- PINHEIRO, A.C.; ALMEIDA, G. B. *Padrões setoriais de proteção na Economia Brasileira*. Texto para Discussão. IPEA, BRASÍLIA, 1994
- PORTUGAL, J.G. Jr; SAMPAIO, F.A A. O governo Itamar Franco: 1992-1994/ Em: GESTÃO ESTATAL NO BRASIL. José Geraldo Portugal, Jr.; Fernando Azevedo de Arruda Sampaio (org). Cristian Andrei ... [et alli] – São Paulo, FUNDAP, 1998
- PRATES, D.M. *Abertura financeira e vulnerabilidade externa*. Mimeo. 1998
- PRESSER, M.F. “*Câmbio, custos e competitividade: política cambial e estabilidade macroeconômica*” Em ESTUDO DA COMPETITIVIDADE DA INDÚSTRIA BRASILEIRA, LUCIANO COUTINHO (ORG) 1993

RICUPERO, R. Introdução: O programa de estabilização e a crise brasileira, in ESTABILIDADE E CRESCIMENTO: os desafios do Real. Coord. João Paulo Velloso. Editora: José Olympio, 1995.

RIGOLON, J.Z.F, GIAMBIAGI, F.A. "Economia Brasileira." Junho, 1999. BNDES

SECEX. *IMPLANTADO O SISCOMEX IMPORTAÇÃO*. Site da internet. www.mdic.gov.br. abril 2000.

SIMONSEN, M.H. "Novos desafios da economia brasileira." in: O REAL E O FUTURO DA ECONOMIA. Coord. João Paulo Velloso Editora: José Olympio, 1995

THIRWALL, C.A. *Balance of payment theory and United Kingdom experience*, LONDRES: Macmillan.

ZINI, A. A. J. "As minidesvalorizações Brasileiras: Política Cambial Adequada com Choques de Oferta?" in Política Cambial. Est, Econ., São Paulo, V. 18, nº 1, p. 51-91, jan-abr, 1988

ZINI, A.A. J. "Taxa de câmbio e política cambial no Brasil". São Paulo, EDUSP, 1993.

UNICAMP
BIBLIOTECA CENTRAL
SEÇÃO CIRCULANTE