

## Crescimento Econômico com Poupança Externa?

LUIZ CARLOS BRESSER-PEREIRA E YOSHIAKI NAKANO\*

Highly indebted countries, particularly the Latin American ones, presented dismal economic outcomes in the 1990s' which are the consequence of the "growth *cum* foreign savings strategy", or the Second Washington Consensus. Coupled with liberalization of international financial flows, such strategy, which did not make part of the first consensus, led the countries, in the wave of a new world wide capital flow cycle, to high current account deficits and increase in foreign debt, ignoring the solvency constraint and the debt threshold. In practical terms it involved overvalued currencies (low exchange rates) and high interest rates; in policy terms, the attempt to control de budget deficit while the current account deficit was ignored. The paradoxical consequence was the adoption by highly indebted countries of "exchange rate populism", a less obvious but more dangerous form of economic populism.

Neste trabalho, fazemos uma crítica da estratégia de crescimento adotada pelos países desenvolvidos nos anos 90 com relação aos países seriamente endividados e dos políticos e equipes econômicas que, internamente, aceitaram sem reservas tais políticas. No entanto, não repetimos as costumeiras críticas às instituições econômicas internacionais, particularmente ao FMI, que enfatizam sua ortodoxia monetária e fiscal em detrimento do emprego. Ao contrário, nosso argumento principal é de que elas adotaram uma restrição fraca da conta corrente, que manteve as economias em desenvolvimento sob a persistente ameaça do balanço de pagamentos e da crise da dívida. Paradoxalmente, ao abandonar as normas mutuamente acordadas sobre o controle dos fluxos internacionais de capital e ao construir uma estra-

---

\* Os autores lecionam economia na Fundação Getúlio Vargas, São Paulo. Para escrever este trabalho contamos com a ajuda de Lilian Furquim, que participou de todo o trabalho, e de Rogério C. Soares, que desenvolveu o teste econométrico com o auxílio de Fernando Garcia. Agradecemos a todos eles e também a Delfim Netto, Barbara Stallings, James Galbraith, John Williamson e Paul Davidson, por seus comentários. O Núcleo de Pesquisas e Publicações da Fundação Getúlio Vargas em São Paulo ofereceu o suporte material necessário. E-mails: bresserpereira@uol.com.br e nakano@fgvsp.br.

tégia de crescimento baseada na abertura financeira, tal política agravou a restrição cambial. No passado, tal restrição significava que países em desenvolvimento não tinham acesso suficiente aos mercados financeiros internacionais; agora, ela deriva da situação oposta — de um acesso excessivo a tais mercados.

Desde a crise da dívida externa dos anos 80, os países endividados, particularmente os latino-americanos, vêm aprendendo a seguinte mensagem básica dos países ricos: “sabemos que vocês não contam com recursos internos suficientes para financiar seu crescimento, mas não se preocupem: controlem o déficit orçamentário, abram e reformem a economia e dêem acesso aos ativos internos, que nós financiaremos seu desenvolvimento econômico”. Em outras palavras, cuidem das finanças do Estado e dêem início às reformas orientadas para o mercado, que os fluxos de capital do mercado internacional cuidarão de vocês, e vocês voltarão a experimentar crescimento econômico. Essa poupança externa — acrescentou-se — virá mais sob a forma de investimentos diretos do que de empréstimos, quanto melhor você se comportar. Esta visão, oriunda dos países desenvolvidos, das organizações internacionais oficiais, das corporações multinacionais que investem no exterior e do sistema financeiro internacional, parece razoável, tão razoável que, no início dos anos 90, quando os fluxos financeiros internacionais foram retomados após a crise da dívida externa, transformou-se numa crença sólida ou em uma opinião comumente aceita tanto nos países desenvolvidos como nos países em desenvolvimento. No entanto, argumentaremos neste trabalho que, dado o elevado endividamento da maior parte dos países em desenvolvimento, essa política de “crescimento com poupança externa” é simplesmente uma política econômica falha, baseada em um pensamento econômico medíocre. Nos anos 70, a expressão correspondente era “crescimento com dívida”. Isso acabou se mostrando um erro, mas não um erro tão grande quanto a política correspondente nos anos 90. À medida que os países a aceitaram, sofreram graves perdas econômicas. Atualmente, como não se empreendeu nenhuma crítica sistemática desse tipo de política, ela continua a ter efeitos deletérios sobre os países em desenvolvimento altamente endividados — embora, como veremos, alguns importantes economistas da corrente dominante comecem a mostrar preocupação com relação a ela. Tornou-se claro, sobretudo, a partir do relatório da Comissão Meltzer, que há um problema de risco moral, ou, em outras palavras, que o Tesouro norte-americano e o FMI não podem socorrer indefinidamente os bancos comerciais que fazem empréstimos irresponsáveis e os governos locais que os aceitam.

O argumento de que países com baixa renda e baixo índice de poupança deveriam crescer mais depressa com o ingresso de poupança externa parece lógico e razoável. Na verdade, se a entrada de capitais financiar os déficits em conta corrente em razão do aumento nas importações de bens de capital, e se a taxa de investimento aumentar, a economia vai crescer mais depressa. Portanto, essa estratégia de crescimento dependente foi aceita sem reservas como ‘verdadeira’ por quase todos na América Latina e se tornou um pressuposto inerente ao raciocínio dos economistas, políticos, homens de negócio e também de todas as decisões governamentais. A maior parte dos países latino-americanos — mas não apenas latino-americanos, como vimos pela crise asiática de 1997 e pela crise russa de 1998 —

seguiu essa receita e experimentou profundas transformações na última década. Os tradicionais desequilíbrios fiscais foram amplamente eliminados, os mercados financeiro e comercial foram liberalizados, removeu-se o preconceito contra o capital estrangeiro, a privatização foi amplamente adotada, e muitas reformas institucionais foram implementadas com o apoio de organizações multilaterais e o aplauso dos mercados financeiros internacionais.

No entanto, os registros empíricos dos resultados dessa política de liberalização e dessa estratégia de crescimento dependente foram decepcionantes na última década: estagnação e continuação da instabilidade macroeconômica. Na Argentina, colapso econômico sem precedentes, profunda crise política e tragédia social.<sup>1</sup> A pergunta que exige uma resposta clara é: o que deu errado?

Ao discutirmos tais questões, estamos pensando nos grandes países latino-americanos, como Brasil, México e Argentina, que estabilizaram os preços após a crise da dívida com a adoção de uma âncora cambial. Em consequência, o sistema financeiro internacional restabeleceu-lhes o crédito, permitindo, assim, que incorressem novamente em grandes déficits em conta corrente, financiados em parte por investimento externo direto. Manteve-se baixa a taxa de câmbio, e as taxas de juros, em geral, altas. O que aconteceu com os índices de investimento e com o crescimento? Por que não aumentaram? O que acabou acontecendo com a própria estabilização macroeconômica? A nova estratégia de crescimento dependente, ou estratégia de desenvolvimento com dívida, reforçou ou, antes, enfraqueceu a estabilidade macroeconômica?

O trabalho é dividido em sete seções, além da conclusão e de um apêndice com o teste econométrico. Na primeira seção, discutimos os pressupostos subjacentes à opinião comumente aceita que, nos anos 90, assumiram a forma da estratégia de crescimento com poupança externa. Na segunda seção, discutimos os limites ao endividamento externo e trazemos para discussão o “quebra-cabeça” Feldstein-Horioka. Na terceira, analisamos o limite de endividamento externo. Na quarta, apresentamos um teste econométrico mostrando a irrelevância da poupança externa para o crescimento, especialmente no caso dos países endividados. Na quinta seção relacionamos a estratégia de crescimento com poupança externa com o ciclo populista e o ciclo de ingresso de capitais. Na sexta seção analisamos essa estratégia, levando em consideração em especial o México, o Brasil e a Argentina. Finalmente, na sétima seção mostramos como a estratégia de crescimento com poupança externa perpetua a instabilidade macroeconômica e acaba levando o país a uma crise interna e a uma crise da dívida, na medida em que mantém a moeda local sobrevalorizada. Este não é um trabalho sobre políticas, e, portanto, não discutiremos o caminho para sair da situação atual, embora na conclusão ofereçamos algumas indicações sobre o assunto.<sup>2</sup>

---

<sup>1</sup> Ver Caballero, 2001.

<sup>2</sup> Com relação ao Brasil, nossa análise e nossas propostas de políticas estão em Bresser-Pereira e Nakano (2002). Em [www.bresserpereira.org.br](http://www.bresserpereira.org.br) estão disponíveis esse documento, escrito a pedido do deputado federal José Aníbal, presidente do PSDB, e a maior parte do debate nacional que ele suscitou.

## ESTRATÉGIA DE CRESCIMENTO COM POUPANÇA EXTERNA OU ESTRATÉGIA DA CONTA CORRENTE FRACA

A teoria do crescimento geralmente aceita no caso das economias abertas afirma que países com menor intensidade de capital e menor renda *per capita* crescerão mais depressa do que aqueles com taxas mais elevadas, porque possuem maior retorno sobre o capital; assim, se não houver restrições à mobilidade do capital, a poupança movimentará e aumentará o investimento e o crescimento naqueles países. A condição é que os países em desenvolvimento abram suas economias, cuidem de sua estabilidade macroeconômica, mantenham os mercados internos livres e desenvolvam um sistema institucional que garanta os direitos de propriedade e os contratos.

O pressuposto inerente a esse modelo é de que os países em desenvolvimento, atingidos pela crise da dívida de 1998, não contam com poupança interna suficiente para financiar seu desenvolvimento econômico. Assim, eles não teriam alternativa senão contar com poupança externa. Esta é uma suposição falsa. Países extremamente pobres, como a maior parte dos países subsaarianos e alguns latino-americanos, como o Haiti, realmente não completaram sua acumulação primitiva nem sua revolução capitalista e continuam incapazes de financiar o crescimento. Todos os países intermediários, no entanto, embora atingidos por uma crise fiscal interna e pela crise internacional da dívida, continuam sendo capazes de financiar seu crescimento. A questão central não é proporcionar-lhes poupança, mas criar um ambiente econômico estável e seguro, em que os empresários possam investir, expandir a capacidade industrial e gerar a poupança necessária.

A presunção teórica subjacente é que, mesmo se amenizarmos o pressuposto anterior, a poupança externa aumentará o investimento interno e impulsionará o desenvolvimento econômico. Fluxos livres de capital promovem a eficiente alocação internacional de recursos, com o capital fluindo de países com elevada relação capital/trabalho para países com baixa relação capital/trabalho. Como os países em desenvolvimento possuem uma taxa mais elevada de retorno sobre o capital, as entradas de capital estrangeiro aumentaram a taxa de investimento nesses países. O capital movimentar-se-ia rapidamente para equalizar a produtividade marginal do capital e, assim, a convergência sobre o resultado *per capita* ocorreria inevitavelmente.

Mais importante: a livre movimentação de capital disciplina os governos, especialmente sua política macroeconômica. Políticas consideradas insustentáveis, que distorcem a alocação do mercado, resultam em saída de capitais para o exterior. A fim de atrair capital estrangeiro para o país, os governos precisam seguir políticas consideradas como exemplares pelos potenciais investidores. Como os mercados internacionais costumam ser eficientes na alocação de recursos, se cada governo limitar a intervenção, mantiver livre o mercado interno e respeitar os fundamentos macroeconômicos, o país crescerá e convergirá para os níveis de crescimento atingidos pelos países desenvolvidos.

O fundamento central de uma política macroeconômica confiável é uma política fiscal responsável, ou o equilíbrio orçamentário. Políticas fiscais populistas devem

ser evitadas e o superávit primário deve ser de tal monta que mantenha sob controle a relação entre a dívida pública interna e o PIB. Com base no fundamento do equilíbrio fiscal, o país deve adotar um regime de taxa cambial fixa (*currency board* ou dolarização seriam uma boa alternativa...). Assim, a política monetária apenas responderia à mobilidade do capital, respeitando a relação de paridade da taxa de juros. A taxa de juros interna é encarada como endógena e precisa apenas ser ajustada à taxa de juros internacional e ao risco-país.

Tendo em vista os choques externos a que têm estado sujeitas as economias em desenvolvimento, em razão de sucessivas crises financeiras internacionais, efeitos de contágio e ataques especulativos, economistas da corrente dominante e organizações multilaterais reviram suas opiniões e passaram a aceitar o regime de flutuação cambial. Neste caso, na medida em que os bancos centrais recuperem alguma liberdade na adoção de uma política monetária ativa, eles devem seguir uma “política conservadora”, que muitas vezes se traduz em altas taxas de juros, e devem ter independência para conquistar a credibilidade dos investidores externos e internos.

Sob tais condições e dada a conversibilidade da conta de capitais, que abre a economia em desenvolvimento para os mercados financeiros mundiais, a poupança externa se tornaria, de acordo com os princípios do pensamento econômico dominante, o fator-chave para um crescimento mais acelerado. O fato de que a poupança externa corresponde ao déficit em conta corrente geralmente não é mencionado. Quando o é, o fundamento lógico que o FMI utiliza para minimizar seu papel é um típico pressuposto da corrente dominante: a teoria dos déficits gêmeos. Manter o déficit orçamentário sob controle significaria, automaticamente, controlar a conta corrente. O fato de que os desequilíbrios da taxa de câmbio muitas vezes falseiam o pressuposto dos déficits gêmeos é ignorado. Os bancos comerciais e, mais amplamente, o sistema financeiro internacional, aos quais respondem o Tesouro e o FMI, não estão interessados nessas questões menores.

Alguns autores tentam fornecer uma evidência empírica para esse raciocínio, argumentando que desde 1930 a América Latina impôs restrições à mobilidade do capital e por isso tem tido um desempenho inferior ao dos países asiáticos que não o fizeram.<sup>3</sup> Não discutiremos este tipo de argumento. Os países latino-americanos restringiram, de fato, a mobilidade do capital, mas todos os outros países fizeram o mesmo. Esse foi um pressuposto dos acordos de Bretton Woods. A mobilidade do capital seria mantida sob controle, dando liberdade aos países para administrar as políticas monetária e cambial. Como observaram Bluestone e Harrison, o “Artigo VI do Acordo de Bretton Woods *exigiu* que seus membros instituíssem tais controles, conforme fosse necessário para manter a estabilidade econômica global”.<sup>4</sup>

Nos primeiros 50 anos, os resultados de tal restrição foram favoráveis na maior parte dos países latino-americanos. Os índices de crescimento foram, na maioria dos casos, satisfatórios e, particularmente no Brasil, excelentes. No entanto, dis-

---

<sup>3</sup> Ver, por exemplo, Taylor, 1999.

<sup>4</sup> Bluestone e Harrison, 2001: 135.

torções começaram a se acumular já nos anos 70 e, no início dos anos 80, a crise da dívida e a crise fiscal do Estado assinalaram o colapso da estratégia desenvolvimentista que havia sido adotada desde os anos 30. Desde meados dos anos 80, os países latino-americanos implementaram ajustes fiscais e reformas orientadas para o mercado extremamente necessários, que vieram a ser conhecidos como o Consenso de Washington; devemos, no entanto, distingui-los do Segundo Consenso de Washington, que dominou os anos 90 e é o objeto deste trabalho. Em primeiro lugar, as reformas do consenso não incluíram a liberalização da conta de capital. Comentando a proposta de Sebastian Edwards de liberalização concomitante dos mercados internos de capital e dos fluxos internacionais de capital, Williamson observou, no livro em que definiu o consenso, que “restrições sobre os fluxos internacionais de capital deveriam ser mantidas mesmo depois que os mercados internos de capital tivessem sido liberalizados e que a reforma comercial tivesse sido amplamente completada”.<sup>5</sup> Em segundo lugar, de acordo com Williamson, o consenso “desaprova tanto as taxas de juros negativas como (em razão do desincentivo ao investimento e das implicações para a solvência do governo e das empresas) as taxas de juros excessivamente positivas”. Em terceiro lugar, as taxas de câmbio deveriam ser competitivas, pois “existe hoje em Washington um consenso muito grande de que o crescimento conduzido pela exportação é o único tipo de crescimento que a América Latina tem alguma chance de atingir na próxima década”.<sup>6</sup>

Assim, o primeiro consenso deve ser claramente diferenciado do segundo, que é um fenômeno dos anos 90, depois que o Plano Brady solucionou a crise da dívida. O Segundo Consenso de Washington foi patrocinado pelas organizações internacionais e pelo governo norte-americano e tornou-se parte da condicionalidade dos empréstimos a esses países. É o resultado da soma da liberalização dos fluxos internacionais de capital com a estratégia de crescimento com poupança. Em termos práticos, envolveu moedas sobrevalorizadas (baixas taxas de câmbio) e altas taxas de juros; em termos de políticas, a tentativa de controlar o déficit orçamentário, enquanto o déficit em conta corrente era ignorado.<sup>7</sup>

---

<sup>5</sup> Na mesma linha de pensamento ver Arteta, Eichengreen e Wyplosz, 2001. Para uma análise da liberalização da conta de capital do ponto de vista da economia política, ver Armijo (2000).

<sup>6</sup> Williamson, 1990: 18, 21, 72. As dez áreas de reforma política incluídas por Williamson no consenso são: disciplina fiscal, reforma dos gastos públicos, reforma fiscal, liberalização financeira interna, taxas de câmbio competitivas, liberalização do comércio, atitude receptiva ao investimento externo direto, privatização e desregulamentação.

<sup>7</sup> Não achamos necessário corroborar com fatos o apoio do FMI a tal estratégia. Basta olhar o caso-limite, a Argentina. Enquanto o peso sobrevalorizado estava produzindo elevados déficits em conta corrente e conduzindo a dívida externa a um nível inimaginável, o FMI estava preocupado com o déficit orçamentário e com a dívida interna. Se se quiser corroborar tal afirmação, basta ler o que os jornais publicaram sobre a Argentina e o FMI a partir do início de 1999, quando a crise começou a ficar mais evidente, até 2001, quando explodiu. O déficit orçamentário e a dívida interna estão sempre presentes, enquanto o déficit em conta corrente e a dívida externa são ignorados.

O primeiro consenso foi amplamente criticado pela esquerda na América Latina, embora a maior parte de suas propostas — que reforçaram o ajuste macroeconômico e as reformas orientadas para o mercado — fossem políticas bastante sensatas, desde que executadas com moderação.<sup>8</sup> O segundo foi mais ambicioso, pois sugeria uma estratégia de crescimento, e suas conseqüências econômicas eram simplesmente desastrosas. Existe atualmente na América Latina uma resistência geral às reformas neoliberais, que são igualadas ao Consenso de Washington, embora tenha sido o Segundo Consenso de Washington aquele realmente prejudicial aos países em desenvolvimento. A teoria da dependência havia sido exaustivamente discutida nos anos 70, com o objetivo de compreender os obstáculos que a América Latina precisou enfrentar para crescer, mas, paradoxalmente, só então, no final dos anos 80 ou início dos 90, é que uma estratégia de crescimento efetivamente dependente — crescimento dependente de poupança externa — foi adotada.

A maior parte dos países latino-americanos, com a notável exceção do Chile, que estabeleceu claros limites ao ingresso de capitais, seguiu a estratégia de crescimento dependente descrita nesta seção, que foi sendo sucessivamente apresentada como exemplo para os outros pelos organismos internacionais. No entanto, todos os países mais importantes acabaram sofrendo uma crise: o México, em 1994; o Brasil, em 1998 e 2002; a Argentina, em 1995 e 2001/2002. Nenhum deles, nem mesmo o México, que mantém relações privilegiadas com os Estados Unidos, resolveu seus desequilíbrios nas contas externas e retomou o crescimento econômico sustentado. É interessante observar os altos índices de crescimento pós-estabilização apresentados pela Argentina no período, e que a crise de contágio em 1995 e a dramática crise de fim do ciclo em 2001/2002 demonstraram ser artificiais. Na Tabela 1 pode-se comparar o desempenho do crescimento dos países latino-americanos, que adotaram a estratégia de crescimento dependente, com a dos países asiáticos e industrializados. Podemos também comparar a década de 70, caracterizada pela economia fechada e pelo Estado intervencionista, com os anos 90, com economias abertas e mercados liberalizados.

É importante observar, no entanto, que essa estratégia de crescimento, que aceita os fluxos internacionais de capital em lugar de lhes impor limites, e a crise recorrente que ela produz não se limitaram à América Latina. Todos os países fortemente endividados foram vítimas da mesma restrição fraca da conta corrente, transformada em estratégia de crescimento. Mesmo os Tigres Asiáticos, embora não tão endividados, sofreram perdas de crescimento como conseqüência da crise de 1997, que ressaltou a instabilidade dos fluxos internacionais de capital. Os países que melhor resistiram a essas políticas, como a China e a Índia, são os únicos que continuam a crescer com regularidade.

---

<sup>8</sup> Por exemplo, desde que não envolvessem privatização de monopólios naturais ou que a flexibilização do regime de trabalho não envolvesse um ataque aos direitos sociais básicos.

Tabela 1: Taxa Anual de Crescimento do PIB dos anos 70 aos anos 90

|                         | 1971/80 | 1981/90 | 1991/2000        |
|-------------------------|---------|---------|------------------|
| Mundo                   | 3,8     | 3,4     | 3,8              |
| Países Industrializados | 3,1     | 2,9     | 2,4              |
| África                  | 3,8     | 2,3     | 2,5 <sup>a</sup> |
| Ásia                    | 5,4     | 7,1     | 7,1              |
| Oriente Médio           | 6,2     | 0,8     | 3,8 <sup>b</sup> |
| América Latina e Caribe | 6,0     | 1,6     | 3,1 <sup>b</sup> |
| Brasil                  | 8,7     | 1,6     | 2,7              |

a: Período até 1998; b: Período até 1999. Fonte: Giambiagi, (2002), página 135.

Perguntamos novamente: o que deu errado? A teoria dos déficits gêmeos não é tão tranquilizadora quanto se poderia esperar em relação aos déficits em conta corrente? Por que a taxa de câmbio tendeu a se sobrevalorizar nos países latino-americanos logo depois que eles estabilizaram seus preços? A explicação seria a adoção da âncora cambial? Mas, então, por que demorou tanto para que essa âncora fosse abandonada? Não é verdade que em um ambiente econômico estável e institucionalmente favorável, a entrada líquida de capitais, ou os déficits em conta corrente, ou a poupança externa (que, por definição, são iguais a déficits em conta corrente) levariam à maior acumulação de capital? Se não, por quê? Em que condições? Em que medida a estabilidade macroeconômica é condizente com a estratégia de crescimento dependente? Ou, mais amplamente, com elevados déficits em conta corrente, mesmo quando financiados por investimento externo direto?

## OS LIMITES AO ENDIVIDAMENTO EXTERNO: A RESTRIÇÃO DA SOLVÊNCIA

Se os fluxos de capital de países com alta renda per capita para os de baixa renda per capita contribuem para aumentar a taxa de crescimento destes últimos, o correspondente déficit em conta corrente no país receptor deveria implicar aumento de sua taxa de investimento. De acordo com a identidade contábil nacional, temos que investimento é igual a poupança interna mais poupança externa, sendo esta última igual a déficit em conta corrente. Assim, um país “beneficiado” por uma maior poupança externa deveria exibir uma taxa mais elevada de investimento. Por outro lado, a opinião comumente aceita sobre os mercados globalizados internacionais e sobre o crescimento dependente, que esboçamos anteriormente, e seu pressuposto relacionado à livre mobilidade do capital afirmam que uma taxa maior de poupança em um país não implica uma maior taxa de investimento nesse mesmo país. Tal concepção confirma a conclusão derivada da identidade contábil: a poupança fluirá dos países maduros, com baixo retorno sobre o investimento, para os países em desenvolvimento, e o crescimento se seguirá nestes últimos.

Feldstein e Horioka, usando uma amostra de 16 países da Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), testaram essa hipótese, mas



“surpreendentemente” encontraram uma forte correlação entre poupança interna e taxa de investimento.<sup>9</sup> Outros estudos demonstraram que essa correlação poupança-investimento é altamente estável e existe também nos países em desenvolvimento mesmo em períodos recentes, após sua liberalização financeira. No entanto, essa sólida correlação empírica de Feldstein e Horioka foi considerada como um “quebra-cabeça” na literatura econômica dominante, no sentido de que ela aparentemente contradiz as inferências permitidas pela alta mobilidade do capital observada, especialmente depois dos anos 70.

Na verdade, outros autores argumentaram que essa correlação não é nenhum quebra-cabeça, mas sim uma relação de longo prazo, refletindo a restrição orçamentária intertemporal ou a restrição da solvência, à qual todo país está sujeito.<sup>10</sup> Um país não pode tomar ou fazer empréstimos indefinidamente: os déficits em conta corrente precisam ser seguidos por superávits, ou vice-versa. A longo prazo os saldos em conta corrente devem levar ao equilíbrio. Durante um certo período, e até uma determinada relação de dívida, um país pode ter déficits em conta corrente, gerando novas dívidas, mas depois de um certo nível o excesso de dívida começa a ter efeitos negativos sobre a estabilidade macroeconômica e o crescimento econômico, de tal forma que seria melhor para o país interromper suas relações de dívida (dívida externa em relação ao PIB e, sobretudo, dívida externa em relação às exportações). Não são apenas os emprestadores externos que não aceitam o jogo de Ponzi de fazer novas dívidas para pagar as antigas dívidas indefinidamente, mesmo recebendo juros crescentes pelo aumento do risco: também os agentes econômicos internos começam a exigir juros mais altos, e os investimentos internos se reduzem. Em outras palavras, quando analisamos um problema macroeconômico não devemos nos esquecer de que há fluxos e estoques. Um fluxo de capital estrangeiro torna-se um estoque de dívida, que tem sua própria dinâmica no tempo. A correlação Feldstein-Horioka se sustenta porque os países tendem a ser cuidadosos e a respeitar a restrição da solvência — uma restrição que a estratégia de crescimento dependente ignorou nos anos 90.

## O LIMITE DE ENDIVIDAMENTO

Assim, existe um limite de endividamento que os países em desenvolvimento não devem ignorar. Nos anos 70, quando Mário Henrique Simonsen foi ministro da Fazenda do Brasil, este notável economista brasileiro costumava dizer que a relação entre dívida externa e exportações não deveria exceder a 2. Mais tarde, em um texto acadêmico, depois de o Brasil ter há muito tempo ultrapassado o limite

---

<sup>9</sup> Ver Feldstein e Horioka, 1980.

<sup>10</sup> Ver Rocha e Zerbini (2002) para pesquisa e outras evidências. Os autores citam estudos feitos por Sinn (1992) e Coakley et al. (1996) como prova de que a correlação Feldstein-Horioka não é um quebra-cabeça, mas apenas expressa uma restrição da solvência.

2, ele precisou melhorar sua visão: um país devedor com uma relação dívida/exportações inferior a 2 está em situação confortável; entre 2 e 4, está em situação duvidosa, e está em situação crítica se essa relação for superior a 4.<sup>11</sup> Na verdade, a relação dívida/exportações parece ser o indicador fundamental da solvência externa. Investidores externos podem estar dispostos a assumir riscos, mas cobram pelo risco e podem, a qualquer tempo, interromper a rolagem de uma dívida que considerem grande demais.

A intuição de Simonsen estava correta. Embora difícil de ser claramente definida, pesquisas empíricas recentes apontam para a existência de um limite além do qual a dívida se torna negativa. O Banco Mundial descobriu que esse limite está em 220% das exportações e 80% do PIB, porque a maior parte dos episódios de crise da dívida e de renegociação aconteceu dentro desses limites. Cohen encontrou números mais baixos: quando a relação dívida/exportações atinge 200% e a relação dívida/PIB, 50%, a probabilidade de reescalonamento aumenta e o efeito sobre o crescimento se torna significativamente negativo.<sup>12</sup> Um recente estudo empírico pormenorizado feito por três economistas do FMI chegou à mesma conclusão. Eles encontraram um efeito não-linear do aumento da dívida sobre o crescimento: “o impacto médio da dívida sobre o crescimento per capita parece se tornar negativo para níveis de dívida acima de 160-170 por cento das exportações e 35-40 por cento do PIB”. O estudo sugere também que “dobrar a dívida retarda o crescimento *per capita* em cerca de meio a um ponto percentual”; assim, quando a relação da dívida aumenta de 100% para 300%, o crescimento *per capita* declina em 2 pontos percentuais por ano.<sup>13</sup>

Uma ampla literatura macroeconômica orientou-se para uma questão semelhante, mas diferente. Em lugar de perguntar se existe um limite para o endividamento externo, questionou a conveniência ou não da liberalização financeira. Acompanhando os pressupostos neoclássicos subjacentes à estratégia de crescimento dependente, a conclusão dedutiva foi de que essa liberalização era tão sólida como a liberalização do comércio. No entanto, os estudos empíricos não confirmam tal dedução. Um trabalho de Rodrik, datado de 1998, conclui que não há prova de que países sem controles de capital tenham crescido mais depressa, investido mais ou experimentado menor inflação. Tais conclusões não foram contestadas por novas evidências. Os controles de capital estão essencialmente desvinculados do desempenho econômico de longo prazo, desde que se controlem os outros determinantes.<sup>14</sup> Ao contrário, há evidência de que alguns países que confiaram nas entradas de capital estrangeiro experimentaram um desastre financeiro, que alia o colapso do balanço de pagamentos a uma crise do sistema bancário (México em 1994, Tailândia em 1997, Argentina em 2001).

---

<sup>11</sup> Ver Simonsen e Cysne, 1995.

<sup>12</sup> Ver Cohen, 1993.

<sup>13</sup> Ver Pattillo, Poirsin e Ricci, 2002.

<sup>14</sup> Rodrik, 1998: 61.

Resumindo, verificamos que a longo prazo o ingresso de poupança externa não aumenta necessariamente a taxa de investimento, na medida em que existe um limite de endividamento; em segundo lugar, que a liberalização financeira, que limita a capacidade de o país em desenvolvimento conter os fluxos indesejáveis de capital, não pode ser igualada à liberalização do comércio. A liberalização do comércio foi necessária aos países latino-americanos e continua sendo necessária, mas envolve um processo contínuo de negociação. A liberalização financeira envolve riscos muito maiores. Seus críticos costumam enfatizar a instabilidade intrínseca que caracteriza os mercados financeiros. Estamos acentuando um aspecto diferente: o risco, a longo prazo, de excessivo endividamento externo — um risco que o mecanismo de mercado não evita e que as organizações multilaterais, começando pelo FMI, não levam em consideração como deveriam. Elas não o fazem porque presumem os déficits gêmeos e, assim, limitam-se a controlar o déficit orçamentário; mais amplamente, porque a teoria econômica adotada começa pelo pressuposto incorreto de que poupança externa significa aumento na taxa interna de investimento.

Num espaço longo de tempo, é possível que um país se beneficie da poupança externa, desde que, na fase de tomada de empréstimos, invista e aumente sua taxa de crescimento potencial de modo permanente, de tal forma que a taxa menor de crescimento na fase de pagamento da dívida seja mais do que compensada. Mas isso só é verdade se analisarmos a dinâmica de curto prazo de poupança, investimento e dívida e invertermos a causalidade entre investimentos e poupança. Em lugar de dizermos, como a teoria econômica neoclássica e a opinião comumente aceita, que uma poupança mais elevada aumentará os investimentos, deveríamos dizer, como Keynes, que, em uma economia fechada, a taxa de investimento determina a taxa de poupança. Em uma economia aberta, a taxa de investimento depende de bens de capital importados e, portanto, enfrenta a restrição cambial. Assim, se o incentivo para investir for grande, se a taxa de lucro esperada for consideravelmente maior do que a taxa de juros do mercado, a taxa de investimento poderá ser mais elevada, com a poupança externa complementando a poupança interna, na medida em que a poupança externa torna o investimento financeiramente viável. Se o crescimento da dívida externa for mantido sob controle (isto é, se as relações da dívida se mantiverem dentro de limites prudentes), o ingresso da poupança externa promoverá a taxa de crescimento da economia. Assim, nessas condições, se na fase de tomada de empréstimos o país tiver uma razoável estabilidade macroeconômica, um programa de investimentos e um forte incentivo para investir de parte da classe empresarial interna e se sua dívida externa não superar o limite de endividamento, a disponibilidade de poupança externa representará um fator positivo na promoção do crescimento econômico. Nenhuma dessas condições existiu na América Latina e na maioria dos países em desenvolvimento altamente endividados nos anos 90.

## POUPANÇA EXTERNA E CRESCIMENTO: TESTE ECONOMETRICO

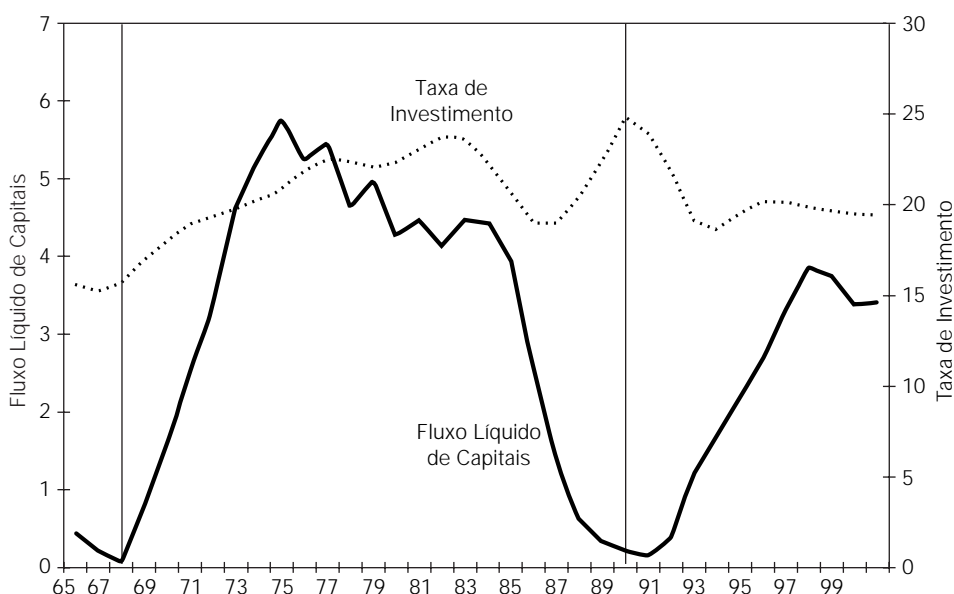
A fim de testarmos a relação entre a poupança externa e o crescimento do PIB, calculamos o impacto econométrico de um aumento da taxa de poupança externa no crescimento do PIB *per capita*. Utilizamos uma amostra de 51 países cujos dados estavam disponíveis. O período estudado foi de 1979 a 1998. Os resultados são bastante claros e condizentes com os achados de Feldstein-Horioka. Para a amostra total, 1% de aumento na poupança externa em relação ao PIB tem um impacto de longo prazo de 0,005% no crescimento do PIB *per capita*, ou seja, a elasticidade de renda da poupança externa é de apenas 0,005. Considerando apenas os países da América Latina, a maioria dos quais está altamente endividada, o impacto da poupança externa no mesmo período, como esperado, é ainda menor: 0,001%, um resultado que não é estatisticamente diferente de zero. Isso demonstra claramente que o crescimento se faz em casa. Se isso é verdade para todos os países no período estudado, é particularmente verdade para aqueles que já estão seriamente endividados. Quando o país está altamente endividado, novos déficits em conta corrente apenas tornarão mais instáveis suas economias, transformando o crescimento em negativo. No Apêndice, apresentamos o modelo econométrico, a fonte dos dados, a relação de países e o teste econométrico.

Em outras palavras, o investimento depende dos “espíritos animais” dos homens de negócio (Keynes), ou de sua capacidade e disposição de inovação (Schumpeter), o que é limitado pela poupança interna e pela capacidade de importar bens de capital. O déficit em conta corrente pode ser um modo de superar essa restrição, desde que a poupança externa correspondente se transforme em investimento, não em consumo. Quando se correlaciona ingresso de poupança externa com aumento da acumulação interna de capital, presume-se que todos os recursos disponíveis por meio das poupanças interna e externa estão produtivamente investidos na economia de cada período. Isso só é possível se o país, além de ter uma forte classe empresarial interna e um governo engajado em políticas industriais, tecnológicas e comerciais ativas e competentes, tiver atingido estabilidade macroeconômica — que aqui não é entendida apenas como estabilidade de preços. A macroestabilidade exige também taxas de juros relativamente baixas, condizentes com relações de dívida mantidas sob controle e com o correspondente risco-país, e uma taxa de câmbio ‘realista’, que assegura superávits comerciais suficientes para garantir o equilíbrio intertemporal do balanço de pagamentos.

Na América Latina, no recente episódio do grande ingresso de capitais, tais condições não estavam presentes, de tal forma que grande parte da poupança externa transformou-se em consumo interno. A taxa de investimento interno total não aumentou, ou aumentou apenas ligeiramente, e o crescimento econômico não se acelerou, pois a poupança externa, em contrapartida, havia reduzido a poupança interna. A entrada de capitais valorizou as moedas locais, aumentou os salários, fez disparar o consumo, reduziu as exportações e aumentou as importações, causando maior instabilidade macroeconômica. Na Figura 1, podemos ver claramente, no caso do Brasil, o ciclo de ingresso de capitais e a taxa de investimento. É interessante

observar que nos anos 70 a taxa de investimento aumenta à medida que o ingresso líquido de capitais se eleva rapidamente até 1974. Em contraste, na maior parte dos anos 80, quando o país se tornou altamente endividado, tendo excedido o limite de endividamento, a taxa de investimento e o fluxo de capitais apresentam sinais inversos. Em 1992 começa um novo ciclo de entrada de capitais, mas a taxa de investimento, depois de aumentar ligeiramente, se estabiliza e declina ligeiramente.

Figura 1  
 Brasil: Ciclo de Ingresso de Capitais e Taxa de Investimento - % PIB  
 (Média Móvel 3 anos)

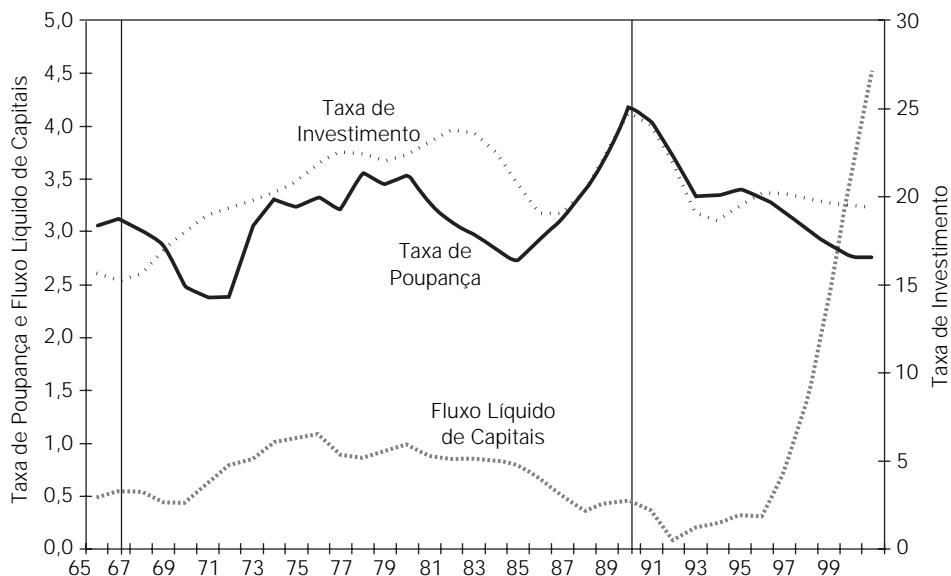


Fonte: FIBGE e Banco Central do Brasil

Na Figura 2 temos outra visão do problema, onde aparece a restrição de Feldstein-Horioka, na medida em que a taxa de investimento e a poupança interna seguem caminhos semelhantes. Nessa figura podemos ver a poupança externa como a diferença entre as duas linhas. Entre 1968 e 1983 a poupança externa é positiva e a taxa de investimento está crescendo. Após um período de transição, o déficit corrente fica próximo de zero, enquanto a taxa de investimento aumenta rapidamente até 1989, como consequência do clássico gasto populista, para cair na mesma proporção logo depois. Com a estabilização dos preços e o ciclo de ingresso de capitais, a conta corrente volta a ser negativa, mas a poupança externa positiva correspondente não provoca aumento na taxa de investimento. Ao mesmo tempo, o investimento externo direto aumenta rapidamente, financiando o déficit em conta corrente, mas não promovendo aumento nos investimentos.

Figura 2

Brasil: Investimento e Taxa de Poupança Interna (Poupança Externa) e Investimento Externo Direto



Fonte: FIBGE e Banco Central do Brasil

## O CICLO POPULISTA E O CICLO DE INGRESSO DE CAPITAIS

Por que o limite de endividamento tende a ser ignorado? Por que os achados de Feldstein-Horioka foram durante muito tempo encarados como um quebra-cabeça, e não como uma restrição da solvência? Para compreendermos o que aconteceu nas economias latino-americanas desde o início dos anos 90, temos de observar mais atentamente os fatos e especificamente dois tipos de ciclos relacionados: o ciclo populista e o ciclo do ingresso de capitais. Do ponto de vista dos países devedores, a explicação reside no ciclo populista. Para os países credores e para o sistema financeiro internacional, reside na dinâmica do ciclo de fluxos de capital. A forte demanda pela estabilização dos preços é uma terceira explicação, na medida em que o uso da âncora cambial é uma tentação permanente (e populista).

O trabalho clássico sobre a matéria foi escrito por Canitrot (1975), que descreve o ciclo populista tendo como inspiração a análise seminal de Díaz-Alejandro (1963) do impacto da desvalorização da taxa de câmbio sobre a distribuição.<sup>15</sup> Por

<sup>15</sup> Ver Canitrot (1975), Díaz-Alejandro (1963, 1981). Observar que o populismo econômico deve ser diferenciado do populismo político — a relação direta de um líder político com os eleitores sem a intermediação dos partidos políticos.

ser argentino, ele está bem familiarizado com o populismo econômico peronista e generalizou três tentativas de distribuir renda a curto prazo por meio de aumentos salariais e da valorização da taxa de câmbio, duas das quais sob administração peronista (1946-1952 e 1973-1975).<sup>16</sup>

O ciclo populista pode ser descrito com fatos estilizados. Começa com inflação alta e recessão. A administração populista aumenta os salários nominais, aumenta os gastos do Estado e fixa a taxa de câmbio. Em breve, a taxa de câmbio fica sobrevalorizada, a taxa de inflação decai, os salários reais aumentam, o consumo e as importações disparam e as exportações declinam. O episódio termina com uma crise do balanço de pagamentos, desvalorização da taxa de câmbio e a adoção de rígidas políticas fiscal e monetária. No início do ciclo, os aumentos do salário nominal são restritos, em princípio, aos servidores públicos. Assim, concluímos que podemos ter três tipos de populismo econômico: populismo fiscal, quando o governo gasta mais do que permitem suas receitas; populismo cambial, quando se tem sobrevalorização da taxa de câmbio; e a soma de ambos: populismo econômico total. O segundo tipo está diretamente ligado aos ciclos de ingresso de capitais.

## INGRESSO DE CAPITAIS E CRISE DA DÍVIDA

Enquanto o ciclo populista tem origem política, os ciclos de ingresso de capitais constituem essencialmente um fenômeno econômico. A partir de inúmeros e recentes estudos empíricos, podemos derivar alguns fatos estilizados novos sobre o fluxo de capital estrangeiro para países em desenvolvimento, que guarda uma clara relação com o ciclo populista. Em primeiro lugar, esses estudos mostram que tais acontecimentos também são cíclicos e iniciados principalmente por fatores exógenos, como baixa taxa de juros ou superávit em conta corrente nos países desenvolvidos, mais do que por condições ou políticas internas que atraem o fluxo de capitais privados. Mais importante: os fluxos de capital foram caracterizados por forte surtos de empréstimos e súbitas reversões. Fatores que afetam as economias e as finanças de países desenvolvidos são uma das causas principais desses surtos de empréstimos.

Um típico episódio de ciclo de ingresso de capitais tem duração média de cerca de seis anos e os indicadores macroeconômicos são afetados da seguinte forma:<sup>17</sup>

- A taxa real de câmbio valoriza-se significativamente;
- A taxa interna real de juros aumenta, enquanto a taxa internacional real de juros incorrida pelo país aumenta, mas de modo menos significativo;
- Há uma reviravolta geral na conta corrente, de um superávit (ou déficit baixo) para um déficit elevado no pico do surto de ingresso de capitais;

---

<sup>16</sup> Posteriormente, Sachs (1989) trouxe também uma significativa contribuição à matéria. Dornbusch e Edwards, e Bresser-Pereira editaram no mesmo ano, 1991, livros sobre o assunto.

<sup>17</sup> Ver Calvo, Leiderman e Reinhart, 1993, 1995; Gourinchas, Valdés e Landerretche 2001.

- O superávit ou o déficit orçamentário do governo pioram significativamente;
- A taxa de investimento aumenta acima da tendência anterior, mas declina em seguida;

- Há uma explosão do consumo, e sua relação com o PIB cresce durante todo o episódio;

- Há um ganho de produção temporário perversamente compensado por um declínio significativo e duradouro no crescimento potencial da produção;

- O episódio termina com os mercados financeiros internacionais suspendendo subitamente a rolagem da dívida, seguindo-se um forte ajuste interno.

Deve-se notar que, diferentemente dos ciclos populistas anteriores, não há aumento dos salários nominais nem orgia de gastos pro-cíclica. O populismo aparece na valorização da taxa de câmbio e no correspondente aumento dos ordenados e salários reais, particularmente das classes médias, cujo consumo mostra um coeficiente mais elevado de importações.

O súbito aumento dos fluxos de capital cria a oportunidade para a estratégia de crescimento com poupança externa ou, em outras palavras, para aumentar o endividamento internacional. A crise da dívida produziu muitos estudos e uma importante literatura sobre a relação entre dívida e padrões de crescimento.<sup>18</sup> No entanto, parece que os economistas na América Latina, em Washington e em Nova York ainda não aprenderam a lição. É fato inequívoco que a dívida acumulada nos anos 70 gerou a crise dos anos 80, quando as taxas internas de investimento desses países altamente endividados caíram muito abaixo da tendência histórica. O excesso de dívida foi interpretado como um “imposto sobre os recursos internos”, com efeito negativo sobre a taxa de investimento e de crescimento. Vimos acima, entre nossos fatos estilizados, que a taxa de crescimento potencial das economias sujeitas ao surto de ingresso de capitais declina significativamente. Por que isso acontece? Qual é o mecanismo de transmissão?

O pressuposto fundamental da opinião comumente aceita é que, em uma economia aberta, os mercados serão um mecanismo eficiente para impor disciplina à política macroeconômica. Assim, na medida em que essa política responda aos sinais do mercado, teremos estabilidade macroeconômica. Uma versão mais simples dessa concepção ensina que liberalização mais responsabilidade fiscal produzirão estabilidade macroeconômica. Assim, se o governo controlar o déficit orçamentário, os mercados considerarão a política macroeconômica como exemplar e merecedora de credibilidade. As palavras-chave dessa visão são estabilidade macroeconômica e credibilidade, no sentido que acabou de ser descrito.

A maior parte dos governos latino-americanos nos anos 90 seguiu tal prescrição ou tentou fazer o possível para segui-la. Assim, o FMI e outras instituições internacionais que encararam o México como um exemplo no início dos anos 90 consideraram a Argentina e o Brasil como exemplares durante a maior parte da década. Na prática, a política macroeconômica desses países responde, na maior

---

<sup>18</sup> Ver, por exemplo, Cohen, 1994.



parte do tempo, aos sinais do mercado financeiro. Inicialmente, porque os mercados financeiros respondem mais rapidamente a qualquer informação e tentam antecipar os acontecimentos e comportar-se com base em expectativas. Em segundo lugar porque, na estratégia de crescimento dependente, o que interessa são os fluxos de capital: o setor real da economia já está sendo atendido pelo mercado. A política econômica tem um claro viés financeiro.

No entanto, as previsões da estratégia de crescimento com poupança externa não deram certo. Não porque os mercados não fossem livres ou porque o ajuste fiscal não tivesse sido suficiente (embora sempre pudesse ter sido melhor), mas porque tal estratégia não leva à estabilidade macroeconômica e à credibilidade. Ao contrário, ela leva à manutenção da instabilidade derivada da fragilidade financeira do setor externo. Essa política econômica dominante desestabiliza intrinsecamente a economia por dois motivos, pelo menos: a dinâmica de crescimento da dívida externa (e interna) combinada com a miopia dos mercados e a tendência à sobrevalorização da moeda local. A política macroeconômica reage a uma estratégia de curto prazo, não a uma estratégia de longo prazo, e o ingresso de capitais tende então a valorizar a moeda local e acaba causando uma crise financeira.

Além disso, sabe-se que é impossível ter ao mesmo tempo uma taxa de câmbio fixa ou controlada, uma política monetária autônoma e mobilidade de capital. Temos de escolher duas dessas três variáveis políticas. Como a estratégia do crescimento com poupança externa enfatiza apenas a mobilidade do capital e como os investidores externos buscam reduzir o risco cambial, o Segundo Consenso de Washington originalmente propôs regimes cambiais fixos (*currency board* ou, preferencialmente, dolarização), o que significava, de acordo com o trilema macroeconômico, que os países não teriam uma política monetária autônoma. Os países em desenvolvimento, de qualquer modo, seriam incompetentes para usar tais políticas. Adotado o consenso, a taxa de juros interna é determinada pelo “risco-país” e por outras condições existentes nos mercados internacionais de capital e tenderia a ser alta a fim de poder atrair fluxos de capitais. Mas, à medida que aumenta a taxa de juros, crescem também as dívidas externa e pública, e o risco-país passa a ser cada vez mais elevado.

A alternativa, que países como a China, a Índia e o Chile adotaram a fim de manter o controle de suas economias, foi estabelecer alguns controles sobre os ingressos de capitais. Ao fazer isso, esses países conseguiram praticar uma política monetária e uma política cambial ativas e autônomas.

## A TAXA DE CÂMBIO SOBREVALORIZADA

A estratégia de crescimento com poupança externa geralmente começa com a adoção de uma âncora cambial para controlar a inflação. Esse fato leva a uma taxa de câmbio sobrevalorizada, que tende a se perpetuar, na medida em que essa taxa, por um lado, responde ao interesse político das classes média e alta, e, por outro lado, é o resultado de uma tendência intrínseca nessa direção, envolvida na idéia

do ingresso de capitais e dos déficits permanentes em conta corrente. Para compreendermos isso, examinemos o recente fluxo de capitais para a América Latina, que começou no início dos anos 90. Os fatos estilizados acima citados nos contam que baixas taxas internacionais de juros (ou superávits em conta corrente nos países desenvolvidos) promovem uma expansão do fluxo de capitais para os “mercados emergentes”.<sup>19</sup> Depois da crise da dívida dos anos 80, a maior parte dos países latino-americanos comprometeu-se com o ajuste fiscal e implementou reformas liberalizantes. No início dos anos 90 a maioria deles já havia aberto suas economias e controlado a inflação usando a âncora cambial. O Brasil foi o último país importante a alcançar a estabilidade de preços, em 1994.

A maior parte desses países adotou um regime de câmbio fixo ou algum tipo de sistema de paridade. Os ingressos de capital trouxeram uma pressão adicional sobre a taxa de câmbio real, valorizando-a, enquanto o preço dos ativos internos aumentou com a demanda. Os bancos centrais, a fim de evitar o aumento explosivo do meio circulante e do crédito, tiveram de implantar uma política de esterilização, que resultou em taxas internas de juros mais elevadas. Esse aumento da taxa de juros atraiu mais capital, criando um círculo vicioso de déficits em conta corrente e de expansão dos empréstimos. Na medida em que a taxa interna de juros reais está acima da taxa internacional, há uma grande atração dos fluxos de capitais de curto prazo, interessados em ganhos de arbitragem. Assim, com exceção do Chile, que implementou um mecanismo de controle de capitais de curto prazo, essa política criou um viés a favor dos fluxos de capitais de curto prazo.

Com o abundante suprimento de moeda estrangeira e a conseqüente valorização da taxa de câmbio, a demanda por mercadorias estrangeiras aumenta, causando uma enorme reviravolta na balança comercial, de superávit para déficit. No entanto, apesar do déficit em conta corrente, a taxa global de investimento aumenta apenas ligeiramente, porque a maior parte do déficit comercial se deve a uma explosão do consumo, que aumenta as importações de bens e serviços. O consumo de mercadorias nacionais também cresce com a valorização da taxa de câmbio, aumentando a produção interna. A taxa global de investimento aumenta apenas ligeiramente porque apenas as empresas que têm acesso aos mercados financeiros internacionais têm a possibilidade de obter crédito barato, e porque esse tipo de estratégia de crescimento recompensa o consumo, não o investimento. A entrada de capital estrangeiro não afeta muito a taxa de investimento. Em alguns casos, a tendência declinante anterior da taxa de investimento não se altera. Quando, em lugar de investimentos de portfólio e arbitragem de curto prazo, temos investimento estrangeiro direto, tais investimentos consistem principalmente em incorporações e aquisições.

Por outro lado, a valorização da taxa de câmbio e o conseqüente aumento artificial dos salários e ordenados reduzem a poupança interna, de forma tal que isso compensa perversamente a poupança externa resultante dos déficits em conta corrente. Em um país como o Brasil, no final dos anos 90, a poupança externa repre-

---

<sup>19</sup> Ver Calvo, Leiderman e Reinhart, 1993, e Gavin, Hausmann e Leiderman, 1996.

sentava cerca de 4% do PIB: era quase a mesma proporção em que diminuiu a relação da poupança interna com o PIB nessa década.

Evidentemente, essa política de valorização da taxa de câmbio e de aumento dos salários reais e do consumo, enquanto a inflação está sob controle, tem forte apelo popular. Na verdade, é uma forma moderna de populismo: apenas populismo cambial, ou neopopulismo. Como o país apresenta um pequeno déficit primário, ou mesmo um superávit primário, os déficits orçamentários parecem estar sob controle, e a política global tem o apoio dos mercados financeiros, de economistas da corrente dominante e do FMI. Na verdade, no período de expansão do ingresso de capitais, os governos são capazes de financiar seus déficits orçamentários, que, apesar das tentativas governamentais de controlar os gastos, continuam aumentando, levando a uma elevada dívida interna. O déficit orçamentário cresce mesmo com um saldo primário, porque as taxas internas de juros continuam altas. Depois de algum tempo, essas taxas de juros conduzem a dívida interna também para uma trajetória explosiva.

Depois de algum anos de enorme acumulação de dívidas externa e interna, a situação financeira se deteriora. Tal deterioração cria expectativas negativas sobre parte das empresas locais e internacionais, como aconteceu na Argentina desde 1999, e a taxa de investimento diminui, levando à recessão. A conseqüente redução das receitas governamentais aumenta perversamente o déficit orçamentário. Por outro lado, os credores ficam cada vez mais inquietos. O risco-país aumenta, na medida em que a relação dívida externa/exportações cresce muito além do limite de endividamento. Há tentativas de ataques especulativos. A reversão dos fluxos de capital pode começar por contágio, comportamento de manada e profecia que se cumpre por si mesma. O país está então sujeito ao *default* internacional e à crise interna.

É interessante observar que a expansão do ingresso de capitais dos anos 90 se deu principalmente com capital privado. E, por isso, os defensores da estratégia dependente argumentam que não existe o tal problema da dívida. Como a dívida foi feita pelo setor privado, haverá alguma solução de mercado. O problema não é tão simples, porque com a forte pressão do setor privado será o governo quem por fim fornecerá cobertura para os detentores de passivo em moeda estrangeira. À medida que cresce a demanda de moeda estrangeira para cobertura, a taxa de câmbio se eleva, e o Banco Central, antes que os credores estrangeiros suspendam a rolagem da dívida, precisa vender sua reserva de moeda estrangeira e obter financiamento de organizações multilaterais como o FMI, o Banco Mundial e o BID. Isso se faz para evitar o aumento explosivo da taxa de câmbio (o que teoricamente retomaria a rolagem da dívida e faria com que os fluxos de capital voltassem à situação de equilíbrio) e, portanto, para evitar a inflação. Como os empréstimos das organizações internacionais são insuficientes para estabilizar a taxa de câmbio, o governo precisa também emitir títulos indexados à moeda estrangeira. Isso cria um outro problema com a dívida, porque agora uma grande parte da dívida interna depende da taxa de câmbio, e essa proporção tende a aumentar, na medida em que um número crescente de investidores internos prefere títulos governamentais indexados à moeda estrangeira. A resistência a ter uma taxa de câmbio realista fica mais forte, à medida que o desequilíbrio das contas externas se agrava.

Em momentos diferentes, nos anos 90 ou no início deste século, todos os países latino-americanos sofreram ataques especulativos desencadeados por diferentes motivos. Em todos os casos, havia por trás a estratégia de crescimento com poupança externa. Todos haviam desvalorizado sua taxa de câmbio e não tinham alternativa senão pedir dinheiro ao FMI. No final dos anos 90, após a crise asiática de 1997, quando esses países estavam em uma situação fiscal muito melhor do que os latino-americanos, começou a surgir em Washington uma preocupação com a “arquitetura financeira internacional”. O relatório da Comissão Meltzer, criada pelo Congresso norte-americano, foi um primeiro sinal de que já estava na hora de reverter a estratégia de crescimento com poupança externa. Sua recomendação principal era de que os países em desenvolvimento deveriam mostrar mais transparência em seus relatórios financeiros e que o FMI deveria deixar de socorrer os bancos comerciais. Era uma condenação indireta, mas importante, da estratégia de crescimento dos anos 90. Quando Anne Krueger, no final de 2001, veio a ser a nova economista principal do FMI, ela propôs o mecanismo de falência, ou sistema do artigo 11, a países incapazes de rolar suas dívidas externas soberanas. Foi, novamente, um sinal claro, por um segundo economista de destaque da corrente dominante (o primeiro foi Allan Meltzer), de que estava na hora de reexaminar a aliança do FMI com os bancos comerciais e, mais amplamente, com os mercados internacionais. Seu papel é controlar esse sistema, e não ser cooptado por ele. No entanto, não se deve concluir que os Estados Unidos e os organismos internacionais tenham mudado suas políticas em relação aos países em desenvolvimento. Kenneth Rogoff, o economista-chefe do FMI, escrevendo a convite da revista *The Economist*, afirmou que os países desenvolvidos, cuja população está envelhecendo, deveriam ter grandes superávits em conta corrente com os países em desenvolvimento:

Os isolacionistas nos países industrializados deveriam parar e examinar a crescente evolução etária da estrutura de suas populações. Quando a relação de dependência explodir mais tarde neste século, quem fornecerá bens e serviços para todos os aposentados? Há muitos elementos para uma solução, especialmente se permitir-se a expansão da imigração do mundo em desenvolvimento, com sua população muito mais jovem. Independentemente disso, será desejável que os países industrializados poupem no exterior, mantendo grandes superávits em conta corrente para com o mundo em desenvolvimento. Esses superávits acumulados, que no momento atual facilitariam um investimento que é extremamente necessário aos países mais pobres, poderiam no futuro ser consumidos, à medida que a geração dos *baby-boomers* [nascidos entre o final da Segunda Guerra Mundial e o início dos anos 60] parasse de trabalhar.<sup>20</sup>

Rogoff pode estar certo ao dizer que há um ganho potencial de bem-estar social em permitir que o Norte poupe mais do que investe e em exportar o capital para

---

<sup>20</sup> Rogoff, 2002.

o Sul. A questão é como conseguir isso sem cair em crises de dívida que fazem mais do que anular os potenciais benéficos. A solução seriam investimentos em participação acionária, em vez de investimentos em dívida, mas investimentos reais de capital, e não apenas investimentos de portfólio, que são tão líquidos e perigosos quanto a dívida financeira, se não mais.

## CONCLUSÃO

Em conclusão, os países latino-americanos estão sujeitos a um processo cíclico de expansões de fluxo de capitais. Os ciclos iniciam-se geralmente por uma baixa taxa de juros ou superávit na conta corrente dos países desenvolvidos. Adotando, nos anos 90, a estratégia de crescimento dependente ou de crescimento com poupança externa — uma versão revista da estratégia de crescimento com dívida dos anos 70 —, o ingresso de poupança externa aumenta ligeiramente a taxa de investimento num primeiro momento, mas não cria condições para o pagamento no futuro dessa dívida mais elevada. A maior parte da poupança externa é canalizada para o consumo. A taxa de crescimento pode crescer, mas a taxa de crescimento potencial declina significativamente. Com a acumulação da dívida e o aumento das taxas de juros, os pagamentos de juros absorvem parcelas cada vez maiores das receitas das exportações. Por outro lado, o aumento das taxas internas de juros leva a uma dívida interna crescente, à redução dos investimentos e finalmente à recessão. Os países que esperavam ter alcançado a estabilidade macroeconômica ao atingirem a estabilidade de preços começam a compreender que a verdadeira estabilidade macroeconômica está cada vez mais distante. Uma crise de demanda interna e uma crise da dívida externa estão a caminho.

Há alguma maneira de sair da crise antes que o país perca o controle da economia? A saída envolve um ajuste fiscal mais forte, acima dos níveis geralmente exigidos pelo FMI, combinado com redução da taxa de juros interna e desvalorização da moeda local. O compromisso com a austeridade fiscal e com baixos níveis de inflação, condizente com os padrões internacionais, precisa ser combinado com igual compromisso com taxas de câmbio realistas que estabilizem o equilíbrio intertemporal nas contas externas. O obstáculo central enfrentado pelos países que adotaram a estratégia de crescimento com poupança externa é a restrição externa, mas isso não significa que os países irão superá-la por meio de empréstimos adicionais. Ao contrário, esses países precisam aumentar as exportações ou comprometer-se com a substituição competitiva das importações a fim de reduzir as relações da dívida externa e atingir o equilíbrio das contas externas. Do mesmo modo que os países latino-americanos se comprometeram, no final dos anos 80, com a responsabilidade fiscal e o controle da inflação, eles precisam agora assumir um compromisso semelhante com uma taxa de câmbio razoavelmente estável e compensadora para os exportadores. A estratégia de luta contra a inflação com a âncora cambial terá de ser abandonada de uma vez por todas. A estratégia correlata de crescimento com poupança externa precisa ter o mesmo destino. Os investimentos externos no país

continuam a ser extremamente interessantes para países altamente endividados como os latino-americanos, desde que ajudem o país a reduzir sua dívida financeira, e não como um meio de legitimar um contínuo e perigoso aumento nos ativos externos, cujos juros precisam ser pagos. O compromisso com a taxa de câmbio, que representará um grande incentivo para que as empresas invistam na capacidade de exportação, deve ser acompanhado por uma política comercial ativa, pois o aumento das exportações é agora o objetivo mais importante — a única saída de uma crise desencadeada por uma estratégia equivocada de crescimento dependente. A poupança externa e a abertura financeira podem ajudar países que não estão fortemente endividados e que tenham alcançado estabilidade macroeconômica. Enquanto essas condições não forem preenchidas, representam uma grande ameaça para os países em desenvolvimento.

## APÊNDICE

Seguindo o modelo-padrão de crescimento e acrescentando o pressuposto de que  $I = S + CAD$ , onde  $I$  é investimento,  $S$  é poupança interna e  $CAD$  é déficit em conta corrente, podemos chegar à seguinte equação:

$$\ln(Y/L) = \alpha + \frac{\alpha}{1-\alpha} \ln s + \frac{\alpha}{1-\alpha} \ln(1+\gamma) - \frac{\alpha}{1-\alpha} \ln(n+g+d) + \mu$$

onde  $(Y/L)$  é o Produto Interno Bruto por trabalhador;  $s$  é a poupança interna por trabalho efetivo;  $\gamma = \frac{CAD}{S}$ ;  $n$  é a taxa de crescimento da população;  $g$  é o índice de inovação;  $d$  é a desvalorização do capital.

Tomando a derivativa parcial com relação a  $s$  e  $CAD$ ,

temos  $\frac{\partial y}{\partial s} \frac{s}{y} = \beta_1 - \beta_2 \cdot \frac{cad}{S + CAD}$ , onde  $cad = CAD$  por trabalho efetivo,

e  $\frac{\partial y}{\partial CAD} \frac{CAD}{y} = \beta_2 \cdot \frac{CAD}{S + CAD}$ .

Para estimarmos o efeito do déficit em conta corrente sobre o PIB, utilizamos um conjunto de dados longitudinais de 51 países para o período de 1979-1998. A fonte dos dados é o *CD-ROM 2001 do World Development Bank*. A equação diferencial de primeira ordem estimada é:

$$\Delta \log(ypc)_{it} = \alpha_0 + \beta_1 \Delta \log(1+\gamma)_{it} + \beta_2 \Delta \log(1+\gamma)_{it} + \beta_3 \Delta \log(n+g+d)_{it} + \beta_4 d80_t + \dots + \beta_{22} d98_t$$

onde  $ypc$  é o Produto Interno Bruto per capita;  $s$  é poupança interna/ $PIB$ ;  $n$  é a taxa de crescimento da população;  $g$  é o índice de inovação (2%);  $d$  é a desvalorização do capital (3%)<sup>21</sup>;  $g = cad / s$  (com  $cad$  sendo o déficit em conta corrente); e  $d80-d98$  são “variáveis dummies de tempo”. O grupo de países é mostrado na Tabela A.1.

<sup>21</sup>  $g$  e  $d$  foram calculados por Mankiw, Romer e Weil, 1992.

Tabela A.1

|    |                      |    |                |    |                   |
|----|----------------------|----|----------------|----|-------------------|
| 1  | Argentina            | 18 | Gana           | 35 | Noruega           |
| 2  | Austrália            | 19 | Guatemala      | 36 | Paquistão         |
| 3  | Áustria              | 20 | Honduras       | 37 | Paraguai          |
| 4  | Bangladesh           | 21 | Hong Kong      | 38 | Peru              |
| 5  | Bélgica              | 22 | Islândia       | 39 | Filipinas         |
| 6  | Bolívia              | 23 | Índia          | 40 | Portugal          |
| 7  | Brasil               | 24 | Irlanda        | 41 | África do Sul     |
| 8  | Canadá               | 25 | Itália         | 42 | Espanha           |
| 9  | Chile                | 26 | Jamaica        | 43 | Suécia            |
| 10 | Colômbia             | 27 | Japão          | 44 | Suíça             |
| 11 | Costa Rica           | 28 | Quênia         | 45 | Tailândia         |
| 12 | República Dominicana | 29 | Coréia         | 46 | Trinidad e Tobago |
| 13 | Equador              | 30 | Malásia        | 47 | Tunísia           |
| 14 | Egito                | 31 | Ilhas Maurício | 48 | Reino Unido       |
| 15 | El Salvador          | 32 | México         | 49 | Estados Unidos    |
| 16 | Finlândia            | 33 | Países Baixos  | 50 | Uruguai           |
| 17 | França               | 34 | Nova Zelândia  | 51 | Venezuela         |

No primeiro passo, foram computadas estimativas de mínimos quadrados ordinários (*OLS - Ordinary Least Squares*) de todos os parâmetros. As quantidades entre parênteses são os erros-padrão usuais em OLS; as quantidades entre colchetes são erros-padrão robustos tanto para a correlação serial como para a heterocedasticidade. O teste para correlação serial AR (1) produz  $t = 13,34$ ; há, portanto, correlação serial. Então, as estimativas de  $b$ 's foram computadas pelo estimador de mínimos quadrados generalizados factível (*FGLS - Feasible General Least Squares*).

Tabela A.2 — OLS

|                         |        |                             |                                    |                                |
|-------------------------|--------|-----------------------------|------------------------------------|--------------------------------|
| $\Delta \log(y_{pc,t})$ | .00548 | + .2530241 $\Delta \log(s)$ | + .0294989 $\Delta \log(1+\gamma)$ | - .128073 $\Delta \log(n+g+d)$ |
|                         | (.005) | (.032)                      | (.006)                             | (.063)                         |
|                         | [.005] | [.036]                      | [.008]                             | [.061]                         |
|                         |        | $n = 969$                   | $R^2 = 0.18$                       |                                |

Teste de White para heterocedasticidade:  $F = 4.42$ ;  $p$ -valor = .0123.

Teste de correlação serial para serial AR (1):  $\rho = .3942$ ;  $t = 13.34$ .

Tabela A.3 — FGLS

|                              |         |                            |                                   |                               |
|------------------------------|---------|----------------------------|-----------------------------------|-------------------------------|
| $\Delta \log(y_{pc}_{it}) =$ | -.00210 | + .206784 $\Delta \log(s)$ | + .024251 $\Delta \log(1+\gamma)$ | -.182154 $\Delta \log(n+g+d)$ |
|                              | (.004)  | (.039)                     | (.005)                            | (.072)                        |
|                              |         | $n = 918$                  | $R^2 = 0.15$                      |                               |

test  $\Delta \log(s) = \Delta \log(1 + \gamma)$ :  $\Delta \log(s) - \Delta \log(1 + \gamma) = 0,0$   
 $F(1, 897) = 22.39$ , Prob > F = .0000

Tabela A.4

|  |         |
|--|---------|
| $\frac{\partial y}{\partial CAD} \frac{CAD}{y} = \beta_2 \cdot \frac{CAD}{S + CAD}$                | = .005  |
| $\frac{\partial y}{\partial CAD} \frac{CAD}{y} = (\beta_2 + \beta_{23}) \cdot \frac{CAD}{S + CAD}$ | = .001* |

(\*) Estimado com uma interação entre CAD e países latino-americanos.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ARMIJO, Leslie (2000) "Skewed Incentives to Liberalize Trade, Production, and the Capital Account". Trabalho apresentado no 18º Congresso da International Political Science Association, IPSA, Quebec, julho 1-5, 2000.
- ARTETA, C., B. EICHENGREEN and C. WYPLOSZ (2001) "When Capital Account Liberalization Help More than Hurts?". *NBER Working Paper*, no. 8414.
- BARRO, R., G. MANKIW and X. SALA-I MARTIN (1995) "Capital Mobility in Neoclassical Models of Growth", *The American Economic Review*, 85 (1): 103-115.
- BHADURI, Amit (1987) "Dependent and Self-Reliant Growth with Foreign Borrowing". *Cambridge Journal of Economics*, 11: 269-273.
- BHADURI, Amit and Rune SKARSTEIN (1996) "Short-Period Macroeconomic Aspects of Foreign Aid". *Cambridge Journal of Economics*, 20: 195-206.
- BLUESTONE, Barry and Bennett HARRISON (2001) *Growing Prosperity*. Berkeley: University of California Press.
- BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos e Yoshiaki NAKANO (2002) "Uma Estratégia de Desenvolvimento com Estabilidade". *Brazilian Journal of Political Economy*, 21(2) Julho 2002.
- BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos, ed. (1991) *Populismo Econômico*. São Paulo: Editora Nobel.
- DORNUBSCH, R. and S. EDWARDS, eds. (1991) *The Macroeconomics of Populism in Latin America*. Chicago: The University of Chicago Press.
- CABALLERO, Ricardo (2000) "Aggregate Volatility in Modern Latin America: Causes and Cures". *In Dealing with Economic Insecurity in Latin America*, World Bank.
- CABALLERO, Ricardo (2001) *Macroeconomic Volatility in Reformed Latin America*. Inter-America Development Bank, Washington.
- CALVO, G., L. LEIDERMAN and C. REINHART (1993) "Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America: The Role of External Factors". *IMF Staff Papers*, 40 (1): 108-151.
- CALVO, G., L. LEIDERMAN and C. REINHART (1995) "Capital Inflows to Latin America with Reference to the Asian Experience". *In Edwards, Sebastian, Capital Controls, Exchange Rates and Monetary Policy in the World Economy*, Cambridge: Cambridge University Press.
- CANITROT, Adolfo (1975) "La Experiencia Populista de Distribución de Renda". *Desarrollo Económico*, 15(59) Outubro 1975: 331-351



- CANITROT, Adolfo (1975) "A Experiência Populista de Redistribuição de Renda". In Bresser-Pereira, org. (1991) *Populismo Econômico*. São Paulo: Nobel, 1991. Publicado originalmente em 1975.
- Banco Central do Brasil (2002) *Boletim Estatístico*, <http://www.bcb.gov.br>.
- CLINE, William R. and Sidney WEINTRAUB, eds. (1981) *Economic Stabilization in Developing Countries*. Washington: The Brookings Institution.
- COAKLEY, J., F. KULASI, and R. SMITH (1996) "Current Account Solvency and the Feldstein-Horioka Puzzle", *The Economic Journal*, 106, 1996: 620-627. Citado em Rocha e Zerbini (2002).
- COHEN, Daniel (1993) "Low Investment and Large LDC Debt in the 1980's", *The American Economic Review*, 83 (3): 437-449.
- COHEN, Daniel (1994) "Growth and External Debt", in Van der Ploeg, Frederick (ed.), *The Handbook of International Macroeconomics*, Cambridge.
- DÍAZ-ALEJANDRO, Carlos (1963) "A Note on the Impact of Devaluation and the Redistribution Effect". *Economic Journal*, 71(6), 1963.
- DÍAZ-ALEJANDRO, Carlos (1981) "Southern Cone Stabilization Plans". In Cline e Weintraub, eds. (1981: 119-148).
- DORNBUSCH, R. and S. EDWARDS, eds. (1991) *The Macroeconomics of Populism in Latin America*. Chicago: The University of Chicago Press.
- EASTERLY, William (2001) "The Lost Decades: Developing Countries' Stagnation in Spite of Policy Reform 1980-1998", *Journal of Economic Growth*, 6: 135-157.
- FELDSTEIN, Martin and C. HORIOKA (1980) "Domestic Savings and International Capital Flows". *Economic Journal*, 90(358), June 1980, 314-29.
- FISHER, Stanley (1998) "Capital-Account Liberalization and the role of the IMF", in *Essays in International Finance*, no. 207, Princeton University.
- Fundação Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (2002) *Sistema de Contas Nacionais*, [www.fibge.gov.br](http://www.fibge.gov.br).
- GAVIN, M., R. HAUSMANN. and L. LEIDERMAN (1996) "Los Aspectos Macroeconomicos del Flujo de Capitales a America Latina" in Hausmann, R. and Rojas-Suárez, L. (eds) *La Volatilidad de los Flujos de Capital: Cómo Controlar su impacto en América Latina*, Banco Interamericano de Desarrollo.
- GIAMBIAGI, F. (2002), "Restrições ao Crescimento da Economia Brasileira: Uma Visão de Longo Prazo", *Revista do BNDDES*, v. 9, n.º 17, pp. 117-152.
- GOURINCHAS, P., R. VALDÉS and O. LANDERRETICHE (2001), "Lending Booms: Latin America and the World", *NBER Working Paper*, no. 8249.
- HAUSMANN, R. and L. ROJAS-SUÁREZ. (1996) *La Volatilidad de los Flujos de Capital: Cómo Controlar su Impacto en América Latina*. Inter-America Development Bank, Washington.
- LÓPEZ -MEJÍA, Alejandro (1999) "Large Capital Flows: A Survey of the Causes, Consequences, and Policy Responses", *IMF Working Paper* no. 99/17.
- MANKIW, G., D. ROMER, and D. WEIL (1992) "A Contribution to the Empirics of Economic Growth", *Quarterly Journal of Economics*, 110 (3): 681-712.
- PATILLO, C., H. POIRSON, and L. RICCI (2002) "External Debt and Growth", *IMF Working Paper*, no. 02/69.
- ROCHA, Fabiana and Maria Beatriz ZERBINI (2002) "Using Panel Structure to Discuss the Feldstein-Horioka Puzzle in Developing Countries". São Paulo: Departamento de Economia da Faculdade de Economia e Administração da Universidade de São Paulo, maio, 2002, cópia.
- RODRIG, Dani (1998) "Who Needs Capital — Account Convertibility?", in *Essays in International Finance*, 207. Princeton University.
- ROGOFF, Kenneth (2002) "Managing the World Economy". *The Economist*, 01 de agosto de 2002.
- SACHS, Jeffrey D. (1989) "Social Conflict and Populist Policies in Latin America". In R. Brunetta and C. Dell-Arringa, eds. (1989) *Labor Relations and Economic Performance*. Londres: Macmillan Press. Cambridge, Mass: *NBER Working Paper* n.º.2897, março 1989.
- SIMONSEN, Mario H. e Rubens P. CYSNE (1995), *Macroeconomia*. São Paulo: Editora Atlas.
- SINN, S. (1992) "Saving-investment Correlations and Capital Mobility: On the Evidence from Annual Data". *Economic Journal*, Setembro, 1992, n.º.102: 1162-1170. Citado em Rocha e Zerbini (2002).
- TAYLOR, Alan M. (1999) "Latin America and Foreign Capital in the Twentieth Century: Economics, Politics, and Institutional Change". *NBER Working Paper* no. 7394.
- WILLIAMSON, John, ed. (1990) *Latin American Adjustment: How Much Has Happened?*. Washington: Institute for International Economics.
- World Bank (2001) *World Development Indicators CD-Rom*.