



## O Movimento de Capitais Externos e o Crescimento Econômico

Gerson Lima\*  
Patrícia A. Hartmann\*\*

### Resumo

A oferta de divisas no mercado brasileiro de câmbio tem sido particularmente afetada pela entrada de capitais externos, atraídos pela taxa de juros oferecida no mercado financeiro nacional. O influxo de capitais causa, portanto, a valorização do real. Como consequência, ocorre um déficit em transações correntes, ou seja, uma entrada de poupança externa. Estes capitais externos poderiam ser utilizados na importação de máquinas e equipamentos para promover o crescimento do país. Neste trabalho investigou-se a hipótese de que existiria uma relação positiva entre o total da poupança externa e a taxa de crescimento do PIB do Brasil. A conclusão geral é que não se encontraram evidências de que, na sua totalidade, a entrada de capitais externos no Brasil promova o crescimento econômico.

**Palavras-chave:** capitais externos; déficit externo; crescimento.

### Abstract

The supply of foreign currency in Brazil has been mainly affected by the inflow of foreign capital, attracted by the high interest rates of the national financial market. Financial capital inflow therefore causes national currency valorisation. As a consequence a deficit in current transactions occurs, or an external savings input. This external capital could be used to finance the importing of machinery and equipment to promote growth for the country. This paper researched the hypothesis that there could be a positive relationship between the total of savings input and GDP growth in Brazil. The general conclusion is that there is no evidence that the flow of external capital in Brazil promotes economic growth.

**Key words:** foreign capital; external deficit; growth.

\*Economista, Doutor em Economia pela Universidade de Paris. Professor do Departamento de Economia da Universidade Federal do Paraná (UFPR).  
E-mail: limag@netpar.com.br

\*\*Economista. Este artigo é uma versão ampliada de sua monografia, apresentada ao Departamento de Economia da Universidade Federal do Paraná em 2000. Os autores agradecem o apoio e o incentivo da Prof<sup>a</sup>. Denise Maria Maia e do Prof. Ramón Garcia Fernandez.

## Introdução

O resultado de um investimento de capital financeiro num certo país é o aumento da produção nacional. Isso acontece independentemente do local de residência dos investidores, seja ele no próprio país ou no exterior. Assim, uma entrada de capital externo, na forma de investimento direto ou de empréstimo, seria muito bem-vinda se o resultado fosse a ampliação da produção e do emprego no Brasil em geral. Contudo, se essa entrada de capitais externos assume uma proporção relevante, a moeda nacional se valoriza, direta ou indiretamente, e a consequência é um déficit em transações correntes.

As alternativas apontadas por vários autores quanto ao que se fazer diante de um desequilíbrio externo em conta corrente convergem para a solução única: tomar dinheiro emprestado. O problema é que o país que provê o empréstimo talvez o faça na condição de que o país tomador do empréstimo lhe retribua o favor importando suas mercadorias. Afinal, se o Brasil empresta dólares, só pode gastar estes dólares no exterior. Pode assim surgir a dependência externa, além de um círculo vicioso de fazer mais dívida para pagar os juros do período anterior, e assim sucessivamente.

A despeito dos potenciais problemas, em geral afirma-se que esse déficit, que teoricamente corresponde à internalização de uma poupança externa, é útil, porque resulta da importação de máquinas e equipamentos necessários para o crescimento nacional, assim como também gera a receita para posterior pagamento dos encargos decorrentes. Essa argumentação sustenta, portanto, que os capitais externos são necessários para promover o crescimento. Este artigo pretende expor alguns dos diferentes tratamentos dados pela teoria econômica às causas e consequências de uma valorização cambial decorrente da entrada de capitais. O objetivo principal é verificar se, no caso do Brasil, a relação entre a poupança externa e o crescimento econômico tem o sinal positivo como se poderia prever a partir de uma certa linha de pensamento teórico em economia.

O trabalho está organizado em três tópicos. No primeiro tópico, discutem-se alguns dos principais modelos de equilíbrio externo, quais sejam, a linha BP, Mundell-Fleming, o equilíbrio em transações correntes e, por último, a estrutura do mercado cambial. No segundo tópico, apresentam-se informações práticas da América Latina quanto ao relacionamento entre poupança externa, entrada de capitais, desenvolvimento

nacional e valorização cambial. Os dados empíricos da realidade brasileira fecham este tópico. O último tópico contém as principais conclusões do trabalho, dentre as quais se destaca que, vista em conjunto, a entrada de capitais não promove, pelo contrário, impede o crescimento do Brasil.

## 1 A teoria do equilíbrio do setor externo

As relações econômicas entre países têm sido analisadas sob o ângulo do equilíbrio, que pode ser dividido em dois tipos básicos. O primeiro é o do equilíbrio do total do balanço de pagamentos, isto é, incluindo o movimento de capitais autônomos. Neste caso, os modelos mais frequentes são o da linha BP e o de Mundell-Fleming, resumidos a seguir. Na seqüência, apresenta-se a estrutura do mercado cambial, observando que ele pode lidar tanto com este primeiro como com o segundo tipo de equilíbrio, o qual se restringe à condição de que o saldo em transações correntes seja nulo, ou seja, de que não haja movimento de capitais para compensar déficits e superávits nas transações correntes de um país. O objetivo maior deste tópico é enfatizar os pontos críticos dos modelos teóricos.

### 1.1 O modelo da linha BP

O efeito de uma elevação relativa da taxa de juros doméstica é o aumento da entrada de capitais externos autônomos (ignorando o componente risco). Tem-se assim um aumento no saldo da conta capital, no saldo do balanço de pagamentos e no nível de reservas. No outro sentido, o efeito de um aumento relativo do nível da taxa internacional de juros, que é exógena, é a saída de capitais, uma redução do saldo da conta capital, do saldo do balanço de pagamentos e do nível de reservas. Neste caso, os capitais voláteis migram em busca da maior remuneração no exterior.

O tradicional modelo ISxLM estendido às economias abertas incorpora uma nova condição de equilíbrio, que corresponde às posições em que o saldo do balanço de pagamentos é zero. Essa condição de equilíbrio tornou-se conhecida como linha BP, ou curva de equilíbrio externo BP<sup>1</sup>. A linha BP é uma relação entre a taxa de juros e o nível de renda, definida pela igualdade entre o saldo em transações correntes STC e o saldo do movimento da conta capital SCK.

A linha BP representa uma particular definição de equilíbrio externo, a igualdade entre o saldo em transações correntes STC e o saldo do movimento da conta capital SCK, o que significa que pode estar ocorrendo déficit em transações correntes. Segundo alguns autores, tal déficit se deve à importação de máquinas, equipamentos, tecnologia e matérias-primas para o desenvolvimento do país. Ainda que isso ocorresse, o fato é que o déficit da conta corrente é equilibrado pela entrada de capitais, o que implica o aumento da dívida externa e a remessa futura de juros ou dividendos.

A esse respeito, SILVA (p.113) observa que

Existe, porém, uma situação de equilíbrio que pode gerar problemas futuros para o país. Trata-se do caso em que o país registra significativo e persistente déficit em conta corrente, sempre coberto por um ingresso de capital externo (investimento direto ou empréstimos) capaz de compensá-lo ou, até mesmo, de superá-lo. Naturalmente essa não é uma situação sustentável por muito tempo. Cada novo déficit em conta corrente significa um acréscimo das obrigações do país no exterior nos períodos seguintes, ou seja, esses déficits são crescentes, num verdadeiro “efeito bola de neve”. (...) esse problema não é captado pela curva BP, já que, a rigor, não ocorre qualquer desequilíbrio no setor externo.

O problema metodológico do modelo IS-LM-BP, portanto, é que se define como equilíbrio uma situação na qual claramente haverá um desequilíbrio num momento posterior, pois a dívida externa estaria seguindo uma trajetória explosiva, levando a uma crise cambial.

## 1.2 O modelo Mundell-Fleming

O pressuposto básico do modelo Mundell-Fleming<sup>2</sup> é que os ativos domésticos e estrangeiros são substitutos perfeitos entre si, com mobilidade perfeita de capitais. Os investimentos e as poupanças se movimentam de forma a igualar a taxa de juros entre os países. Por hipótese, o diferencial de risco entre ativos de diferentes países não é importante, e os custos das transações são negligenciáveis. Se um ativo qualquer tivesse uma taxa de juros ligeiramente maior, os investidores mudariam para este ativo até que sua taxa baixasse ao nível anterior, restaurando a igualdade. No termos do modelo da linha BP, isso significa dizer que, como um país qualquer não consegue influenciar na taxa de juros internacional  $r^*$ , resulta que a sua curva BP é horizontal.

Na sua essência, a equação do modelo Mundell-Fleming pode ser associada à identidade básica da contabilidade social, segundo a qual a soma dos saldos dos três setores da economia, o privado, o governo e o exterior, é zero:

$$(S - I) = G - T + BC$$

onde S é a poupança das famílias, I é o investimento privado, G representa o gasto do governo, T é a receita tributária e BC deveria ser o saldo em transações correntes mas, no modelo Mundell-Fleming, usa-se apenas a balança comercial (FROYEN, 1999, p.581). Adicionando a essa identidade as variáveis explicativas de cada termo, tem-se a seguinte equação:

$$S(Y) = I(r) + G - T + BC(Y, Y^*, TC)$$

onde Y é a renda interna, r é a taxa de juros,  $Y^*$  é a renda externa e TC a taxa de câmbio. Considerando que a taxa de juros é dada para cada país, e supondo pleno emprego ( $Y = Y^{PE}$ ) e equilíbrio nas contas do governo ( $G = T$ ), a taxa de câmbio seria dada pela equação:

$$BC(Y^{PE}, Y^*, TC) = K$$

onde K é uma constante cujo valor depende dos níveis de poupança e de investimento.

Se o câmbio fosse flexível, no modelo Mundell-Fleming as tentativas isoladas de expansão fiscal deslocando a IS para a direita elevariam localmente a taxa de juros e atrairiam capitais externos. Na lógica do modelo, esta entrada de capitais provocaria a valorização da moeda nacional, desestimularia as exportações e causaria um deslocamento da IS para a esquerda, frustrando, assim, o efeito inicial expansivo da política fiscal. Ao contrário, uma expansão monetária, deslocando a LM para a direita, causaria uma queda na taxa de juros, uma saída de capitais e a desvalorização cambial e, portanto, um deslocamento da IS também para a direita. Com isso, haveria um aumento do nível de renda. Esta é uma das implicações teóricas mais citadas do modelo Mundell-Fleming, a de que a política monetária é eficiente com relação à renda quando a taxa de câmbio é flexível, o contrário acontecendo com a política fiscal.

Contudo, quando a taxa de câmbio mantém-se fixa, por decisão de política econômica, o ajustamento do mercado externo não pode obviamente realizar-se mediante variações do câmbio. Como a oferta monetária reage ao desequilíbrio externo, expandindo-se em caso de superávit e contraindo-se em caso de déficit, a posição

da LM varia em função de desajustes externos. Neste caso de taxa fixa de câmbio, portanto, a responsabilidade por conciliar o equilíbrio interno e externo recai sobre a política fiscal, deslocando a IS até encontrar a LM no mesmo patamar de taxa de juros.

Visto de outro ângulo, dada uma situação de equilíbrio externo, seria possível aumentar a renda interna por meio de uma política fiscal. Uma expansão fiscal poderia deslocar a IS para a direita e tenderia a aumentar a taxa de juros. A conseqüente entrada de capitais forçaria a emissão de moeda e assim o deslocamento da LM, também para a direita, e o novo ponto de equilíbrio se daria num nível de renda maior. A política fiscal é eficiente em termos de renda quando a taxa de câmbio é fixa, o contrário acontecendo com a política monetária.

Apesar do sucesso, o modelo Mundell-Fleming tem alguns problemas que vale a pena destacar. Em primeiro lugar, ele repete a deficiência metodológica observada com relação ao modelo IS-LM-BP, pois a sua equação básica não leva em conta a renda líquida enviada ao exterior, mas somente as importações e as exportações. Ou seja, esse modelo contempla apenas a balança comercial, e não o saldo em transações correntes, que engloba a renda líquida enviada ao exterior, incluindo-se aí o pagamento dos juros da dívida externa. Assim, o modelo não permite ao analista considerar que, na presença de déficits crônicos em transações correntes, a dívida externa segue uma trajetória explosiva. No contexto, LEITE (p.332) lembra que o modelo de Mundell-Fleming “Implica que os déficits em conta corrente podem ser irrestritamente compensados por superávits da conta capital, mas o excessivo endividamento externo restringe esta opção, conforme revela o caso brasileiro”.

Em resumo, quando se lembra que a entrada de capitais obriga o país a pagar juros e dividendos depois, é melhor não ficar na dependência de capitais externos para equilibrar o balanço de pagamentos.

Se o equilíbrio do balanço de pagamentos está sendo obtido com o elevado ingresso de capitais (obviamente com déficits em conta corrente da mesma magnitude), atraídos por uma alta taxa de juros praticada no país, é desejável que se faça uma desvalorização cambial, de modo a eliminar, ou pelo menos reduzir, o déficit em conta corrente e, eventualmente, até mesmo reduzir a taxa de juros”. (SILVA, 1999, p.145).

Se o governo optar por impedir a desvalorização, o endividamento externo para cobrir o déficit será

crescente. Com a dívida externa crescendo, em algum momento no tempo começarão as desconfiças com relação à capacidade do país de honrar os compromissos externos com juros e dividendos. Neste momento, como o movimento de capitais externos se inverte, saindo mais do que entrando no país, uma situação de crise fica desenhada.

### 1.3 O mercado cambial

O problema metodológico, ou seja, o fato de o método não lidar com o desequilíbrio implícito no endividamento externo, pode ser evitado se for adotado o conceito de equilíbrio externo em nível da conta de transações correntes. Neste caso, o equilíbrio pode ocorrer sem o movimento de capitais, ou seja, sem endividamento. DORNBUSCH e FISCHER (1990) seguem esse princípio, lembrando que um déficit em conta corrente não pode ser financiado por empréstimos do exterior sem que surja a questão de como o empréstimo será pago. Se a contrapartida do déficit externo for o investimento doméstico produtivo, haverá aumento da produção interna e pouca preocupação sobre a forma de pagamento do empréstimo externo.

Neste caso, parte do aumento da produção poderá ser exportada ou então destinada a substituir bens anteriormente importados, gerando assim os dólares necessários. Entretanto, se o empréstimo for gasto com bens de consumo, podem surgir problemas no pagamento da dívida externa. Em qualquer caso, “... a manutenção e o financiamento de déficits em conta corrente por períodos muito longos ou indefinidos é impossível” (DORNBUSCH e FISCHER, 1990, p.878). A economia tem de encontrar alguma forma de eliminar o déficit em transações correntes. Isso pode acontecer automaticamente, ou por meio de uma política econômica. Para esta análise, faz-se a seguir uma revisão da estrutura e da dinâmica do mercado cambial.

O mercado de câmbio pode ser visto como o lugar onde se transacionam moedas estrangeiras (divisas), e cujas forças de oferta e demanda determinam a taxa de câmbio de equilíbrio, ou seja, o preço das divisas em termos da moeda nacional. As exportações de mercadorias e serviços, as rendas recebidas do exterior e a entrada de capitais geram uma oferta de divisas, enquanto as importações de mercadorias e serviços, a remessa de renda e a saída de capitais geram a demanda das divisas.

O mercado de câmbio inclui o movimento de capitais, além das transações comerciais pois, dado que tais capitais precisam ser convertidos em moeda nacional antes de serem aplicados no país, as entradas de capitais externos resultam numa oferta de divisas. Saídas de capital exigem a compra de moeda estrangeira, por isso representando uma demanda de divisas.

A demanda de divisas corresponde à soma das importações de mercadorias e serviços  $Z$ , da renda enviada ao exterior  $RLE$  e das saídas de capital  $SK_{EXT}$ , ficando:

$$D = Z + RLE + SK_{EXT}$$

As importações  $Z$  dependem dos preços praticados no exterior  $PE$ , e estão inversamente relacionadas com a taxa de câmbio real  $TC$  e com o nível dos preços internos  $P$ :

$$Z = f(PE, P, TC)$$

Por sua vez, as saídas de capital são inversamente influenciadas pelo diferencial da taxa de juros externa  $r^*$  com relação ao cupom cambial, que é a diferença entre a taxa de juros interna  $r$  e a desvalorização cambial esperada ( $\Delta TC/TC$ ). Portanto:

$$SK_{EXT} = f(r^*, r, \Delta TC/TC)$$

Em resumo, a demanda de divisas é uma relação, com sinal negativo, entre a quantidade de divisas  $D$  e a taxa de câmbio  $TC$ , relação esta que pode ser deslocada lateralmente pelas variáveis exógenas preços externo e interno, taxa de juros externa e interna, expectativa de variação cambial e renda líquida enviada ao exterior. Em termos matemáticos:

$$D = f(TC, PE, P, r^*, r, \Delta TC/TC) + RLE$$

Por sua vez, a oferta de divisas é dada pela soma de valores oriundos das exportações de mercadorias e serviços  $X$  e das entradas de capitais  $K_{EXT}$ :

$$Q = X + K_{EXT}$$

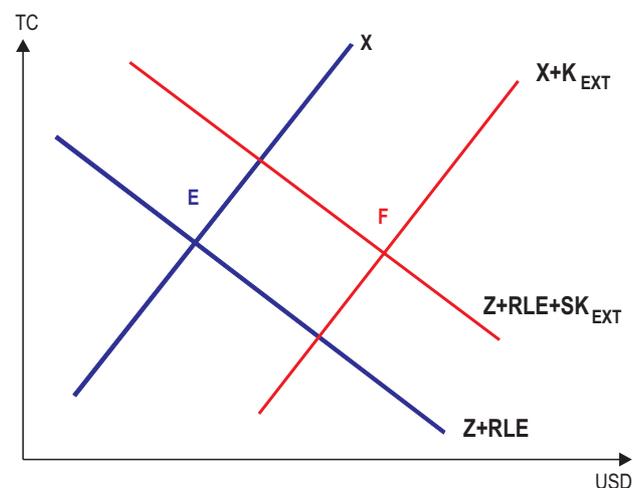
As exportações, por serem uma demanda de produtos nacionais por parte de residentes no exterior, são representadas por uma relação negativa entre a quantidade exportada  $X$  e a preço interno  $P$ , relação esta que pode ser deslocada pela variável exógena renda do importador  $YE$ , em moeda estrangeira, e pela taxa de câmbio  $TC$ , necessária para fazer a conversão entre a moeda nacional e a moeda estrangeira na qual se expressa a renda externa  $YE$ :

$$X = f(P, YE, TC)$$

A entrada de capitais externos  $K_{EXT}$  é uma função da rentabilidade relativa de suas aplicações. Ou seja, tanto quanto a saída de capitais externos, a entrada é explicada pela diferença entre a taxa de juros externa e o cupom cambial. *Ceteris paribus* o risco, se o cupom cambial é menor do que a taxa de juros externa, os capitais saem do país. *Mutatis mutandis*, se o cupom cambial é maior do que a taxa externa de juros, os capitais são atraídos para o país. Portanto, a entrada de capitais pode ser expressa por:

$$K_{EXT} = f(r, r^*, \delta TC/TC)$$

Na sua primeira definição, o equilíbrio do setor externo é dado pela igualdade entre o volume total ofertado e o volume total demandado de divisas, indicado pelo ponto  $F$  no gráfico. Em regime de câmbio livre, quando a taxa de câmbio é determinada exclusivamente pelas forças de mercado, não pode haver problemas de desequilíbrios no balanço de pagamentos. A razão para isto é que, neste caso, a taxa de câmbio de equilíbrio é tal que o volume de divisas que entra (exportações mais influxo de capital externo) é igual ao volume de divisas que saem (importações, remessas de renda e refluxo de capital). Quando o mercado cambial é livre de intervenção, a taxa de câmbio ajusta-se para tornar a soma das contas corrente e de capital igual a zero; “isto significa que o balanço de pagamentos zera em um sistema de flutuação limpa”. (DORNBUSCH e FISCHER, 1990, p.208/9).



Entretanto, a situação mostrada no gráfico não reflete de fato uma condição de estabilidade a longo prazo, pois a igualdade entre os volumes ofertado e demandado de divisas depende do movimento de capitais, implicando uma remessa de renda  $RLE$  positiva. Este é o caso típico de um país financia seu déficit em

transações correntes com a entrada de capitais externos na forma de empréstimos ou de investimentos internacionais. Esta é uma situação de desequilíbrio, pois, no período seguinte ( $t+1$ ), haverá uma expansão da demanda de divisas causada pela necessidade de se enviar renda para o exterior por conta dos juros do empréstimo ou dos dividendos derivados do investimento. Se a oferta de divisas permanecer a mesma, haverá uma desvalorização da moeda nacional.

Por sua vez, supondo que não haja um aumento da taxa de juros de forma a oferecer um cupom cambial atraente para o capitalista externo, no período posterior ( $t+2$ ) haverá uma redução na entrada de capitais. Ou seja, haverá uma contração da oferta de divisas, ao mesmo tempo em que a demanda continua se deslocando para a direita. A desvalorização será então maior, até que o cupom cambial seja inferior à taxa de juros externa e os capitais comecem a sair do país.

A partir de um certo momento, o fluxo de renda se inverte, passando a ser em direção ao país, ao invés de ser enviado ao exterior. A moeda pararia então de ser desvalorizada e tenderia a ter o comportamento contrário. A única situação real de equilíbrio é quando deixa de haver movimento de capitais externos, seja de entrada, seja de saída. Caso o mercado cambial fosse livre de intervenções do banco central, a taxa de câmbio seria flutuante e o ponto de equilíbrio seria aquele indicado por E no gráfico. Este ponto marca a interação entre a oferta e a demanda de divisas, ambas sem o componente de capital. A oferta é dada pelas exportações X e a demanda pelas importações Z e remessa líquida de renda para o exterior RLE, ou seja, no ponto E ocorre o equilíbrio em transações correntes. Em outros termos, o equilíbrio é estável no ponto E mas instável no ponto F. O equilíbrio de longo prazo do setor externo ocorre quando os volumes ofertado e demandado de divisas são iguais entre si, mas sem movimento de capitais.

Apesar dessa evidência, sempre ocorre um movimento de capitais na vida real. Esse movimento se dá em função do diferencial da taxa de juros, e exige que as condições institucionais e os fundamentos econômicos do país sejam favoráveis. Ou seja, alguns países adotam medidas que favorecem o movimento de capitais, sendo que, dentre estes, alguns adotam medidas que favorecem o movimento de capitais num único sentido, a entrada de capitais. Como a taxa de juros está inversamente relacionada com a taxa de câmbio, uma taxa de juros interna alta serve de estímulo

à entrada de capital estrangeiro e, portanto, age no sentido de reduzir a taxa de câmbio, ou seja, de valorizar a moeda nacional. Com isso, há um incentivo às importações e um desestímulo às exportações, gerando-se então um déficit em transações correntes.

Se esse déficit for financiado pela obtenção de créditos no exterior ou de investimentos externos, implica o aumento da dívida externa. Com isso haveria uma necessidade crescente de entrada de divisas, até o ponto em que haveria déficit no balanço de pagamentos e, conseqüentemente, o país seria obrigado a recorrer ao socorro do Fundo Monetário Internacional. De todo modo, com ou sem apoio do FMI, a tendência de desvalorização continuaria existindo e, depois de um certo tempo, haveria uma crise cambial que obrigaria a um realinhamento da taxa de câmbio e da dívida externa.

Apesar dessa inevitável tendência à explosão da dívida externa e a conseqüente crise, tudo indica que o caso de flutuação limpa, quando o governo permite a livre determinação da taxa de câmbio pelo mercado cambial, permanece no campo teórico. De acordo com SILVA (1999, p.99) “... em todo o mundo, os bancos centrais procuram manter algum controle sobre as variações da taxa de câmbio, mesmo nos regimes institucionalmente estabelecidos como de livre mercado de divisas”. Os bancos centrais, ao invés de permitir a livre flutuação da taxa cambial, em função dos déficits ou dos superávits em conta corrente, intervêm nos mercados cambiais, justificando esta atitude com o argumento de que a desvalorização estaria causando inflação. Trata-se então de num sistema de taxas de câmbio fixas, quando os bancos centrais se encarregam de comprar ou vender suas moedas a um preço fixo em termos de dólares. No Brasil, até 1990, o Banco Central fixava a taxa de câmbio com relação ao dólar comprando e vendendo qualquer quantidade à taxa fixada (DORNBUSCH e FISCHER, 1990, p.206, nota do tradutor).

Mais recentemente, adotou-se um regime de bandas cambiais, por meio do qual a intervenção se dá apenas quando o mercado tende a sair da banda. Se a cotação do dólar atinge o piso, o banco central compra a divisa e, se o mercado atinge o teto, o banco central vende dólares. A banda tem sido reajustada de tempos em tempos em função dos fundamentos da economia brasileira e do que acontece no mercado financeiro internacional. Num sistema como esse é possível ao banco central usar suas reservas de divisas para financiar déficits em transações correntes durante algum tempo.

“Este é o caso, por exemplo, quando o governo acumula reservas internacionais para aumentar seu poder de controlar a taxa nominal de câmbio doméstica, como ocorreu no Brasil no Plano Real.” (FROYEN, 1999, p.542). De acordo com SAYAD (1999, p. 49), a taxa de câmbio brasileira é fixa com correção gradativa praticada pelo governo, que atua todos os dias no mercado cambial. Segundo ele, as autoridades afirmam que a taxa de câmbio é livre, determinada pelo mercado, mas a taxa cambial está fixa. As autoridades monetárias têm poder regulatório e legislativo para operar qualquer modificação desejada.

Uma taxa de juros interna alta atrai o capital externo, agindo de modo autônomo como um mecanismo de incentivo e, ao mesmo tempo, de financiamento do déficit de conta corrente. Todavia, as divisas entradas não são oferecidas, no seu total, diretamente o mercado cambial. Na prática, o banco central converte a quase totalidade do capital externo que entra no país em moeda nacional, mas retém os dólares se a taxa de câmbio de mercado está dentro da banda. Ou seja, esses dólares não são imediatamente vendidos no mercado de câmbio e, portanto, a oferta não se desloca como mostrado no gráfico.

Em realidade, o banco central administra o nível das reservas internacionais do país como um certo “estoque amortecedor”. Ele está disposto a comprar dólares no mercado sempre que a cotação pressionar o piso determinado e, no caso inverso, o banco central está disposto a vender dólares sempre que o mercado pressionar o teto da banda. Mais do que vender dólares, o banco central também utiliza outros mecanismos, em especial a venda de divisas no mercado futuro (com liquidação em reais) e a venda de títulos da dívida com correção pela variação do dólar. No limite, quando as reservas se aproximam do esgotamento absoluto, e nem os outros mecanismos conseguem satisfazer a demanda de divisas causada pela saída de capitais, o banco central recorre aos empréstimos do FMI.

Em resumo, a administração da taxa de câmbio está associada à existência de um déficit crônico em conta corrente. Em vez de propostas de medidas para eliminá-lo, prevalece na literatura econômica o pressuposto de que um déficit em transações correntes corresponde à interinação da poupança externa na forma de importação de máquinas, equipamentos e tecnologia modernas, atuando assim com um “fator de promoção do desenvolvimento econômico, através do incremento do investimento e da capacidade produtiva nacional”. (LEITE, 1994, p.313). No tópico seguinte

avalia-se a hipótese de que seja verdadeiro esse pressuposto de que a poupança externa age como promotora do crescimento da economia nacional.

## **2 A poupança externa e o desenvolvimento nacional**

### **2.1 Poupança e desenvolvimento**

GAVIN, HAUSMANN e TALVI (1997) analisaram o caso da América Latina para verificar a hipótese de que o déficit em transações correntes atua como “fator de promoção do desenvolvimento econômico”. De modo geral, as evidências coletadas pelos autores não confirmam esse princípio. Em primeiro lugar, observou-se que o crescimento precede a poupança e não o inverso. É somente depois de um sustentado período de crescimento que a poupança passa a ser importante. O maior determinante da poupança no longo prazo é o crescimento econômico. A América Latina tem cronicamente uma baixa poupança, que é uma consequência e não a causa da região ter baixo e volátil crescimento econômico.

Em segundo lugar, as políticas econômicas voltadas ao controle de preços reduzem a poupança por longos períodos e, deste modo, aumenta a dependência da economia em relação aos fluxos de capital volátil. Por último, quando corretamente mensurados, os influxos de capitais na América Latina estão associados com declínios da poupança interna<sup>3</sup>.

### **2.2 Entrada de capitais e valorização cambial**

STEINER (1994) analisou a entrada de capitais na América Latina, observando que todos os países considerados (Argentina, Brasil, Chile, Colômbia e México) passaram por um período de abundante oferta de divisas. No geral, a região recebera entradas significativas de capitais externos. Na maioria dos casos, houve superávits expressivos na conta capitais, que financiaram tanto déficits em transações correntes quanto a acumulação de reservas internacionais.

No caso do Brasil, em 1992 aparecem entradas substanciais de capitais, de forma que o superávit na conta capital foi maior do que o necessário para

financiar o déficit em transações correntes. Conseqüentemente, houve um proposital e desnecessário acúmulo de reservas internacionais cuja destinação prática só pode ser o de regular o fluxo de divisas no mercado cambial. Os capitais têm sido atraídos para a América Latina porque tem havido expectativas de altas taxas de retorno. São apontados quatro elementos que fazem com que estas taxas de lucro sejam elevadas:

- a) é alta a probabilidade de valorização do ativo comprado, ou seja, da moeda local, porque a moeda está depreciada.
- b) as taxas de juros domésticas são mantidas em níveis elevados porque são utilizadas como um elemento de luta contra a inflação.
- c) as taxas de lucro aumentam na América Latina na medida em que o desenvolvimento nos países da OCDE é baixo.
- d) o risco tem sido reduzido.

Um dos problemas levantados refere-se ao fato de que o capital entrado um dia sairá. A advertência de Steiner é que os responsáveis pela política econômica às vezes imaginam que o capital jamais sairá. Entretanto, na prática é impossível prever quanto tempo o capital permanecerá no país, pois até mesmo um investimento de longo prazo pode se transformar em uma entrada especulativa de curto prazo. Se é fato que o IDE (investimento direto estrangeiro) tem uma natureza mais permanente, também é fato que os mesmos países da América Latina que realizaram reformas mais significativas e atraíram maior porção de IDE são os mesmos com entrada de capitais de natureza mais volátil.

Em resumo, a permanência dos capitais externos depende da estabilidade dos fatores responsáveis por sua atração. Contudo, dentre os fatores responsáveis pela atração dos capitais externos incluem-se alguns fatores externos aos países receptores. Nos comentários ao trabalho de STEINER (1994), Guillermo Calvo lembra que 50% dos fluxos de capitais podem ser explicados por *fatores externos*, enquanto os outros 50% seriam provavelmente explicados por fatores internos do país (1994, p.132). Além disso, segundo esse autor, os países da América Latina não pretendem adotar o sistema de taxa de câmbio flutuante porque querem evitar grandes flutuações na taxa de câmbio. Na opinião dele, esta decisão é acertada, porque um mercado cambial livre de intervenções não parece proporcionar a estabilidade dos fluxos de capital externo.

Defendendo então e sempre a entrada de capitais externos, Calvo sugere a necessidade do fortalecimento do sistema financeiro doméstico, alertando que o apoio internacional não terá utilidade nenhuma se as políticas internas não forem bem estruturadas.

Deveríamos dar atenção especial à políticas que contribuem para a redução da vulnerabilidade financeira. A esterilização (operação em mercado aberto) é interessante porque reduz o impacto dos fluxos de capitais na expansão dos créditos bancários domésticos concedidos ao setor privado". (1994, p.133).

Em outros termos, deste ponto de vista o capital externo é "necessário" para permitir que a América Latina aumente suas importações, mas o respectivo efeito inflacionário deve ser controlado.

Resumindo, STEINER (1994, p.123) observa que a entrada de capitais externos tende a valorizar a taxa de câmbio real (e, portanto, causar um déficit externo). Apesar disso, afirma que é a entrada de capitais que dá sustentabilidade à política cambial (de valorização). Assim, na visão desses autores citados, a entrada de capitais provoca um déficit externo e este déficit externo deve ser mantido pela entrada de capitais externos. Não se comenta o fato matemático de que o déficit faz com que a dívida externa seja explosiva. Acredita-se que as entradas de capitais dão impulso ao investimento, pela apreciação da taxa de câmbio, já que os bens importados ficam mais baratos. Entretanto, STEINER (1994, p.119) mesmo adverte que as entradas de capitais poderiam tolher o crescimento, caso as políticas fiscal e monetária adotadas sejam restritivas. De fato, a deterioração da balança comercial tem sido significativa nos países em que o controle da inflação é o objetivo mais importante, o que faz com que as políticas fiscal e monetária desses países sejam restritivas.

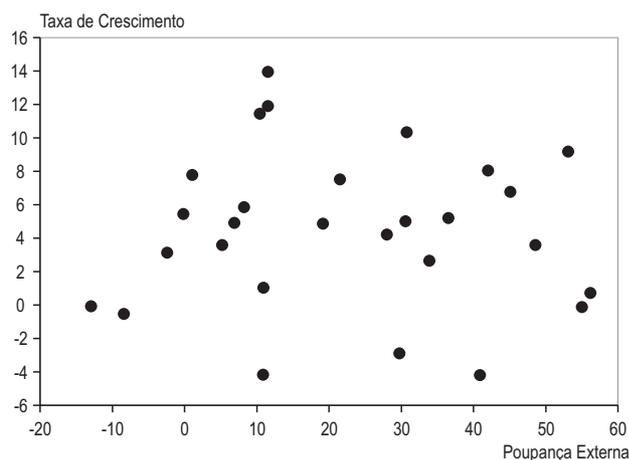
## 2.3 O caso brasileiro

Diante do exposto, conclui-se que a poupança externa seria indispensável para o crescimento dos países da América Latina, segundo a teoria econômica predominante. Ou seja, primeiro um fato exógeno precisaria fazer com que a poupança aumentasse para, a partir daí, haver crescimento. Não se considera a informação de que a poupança pode ser, ao contrário, conseqüência de um período de crescimento sustentado. Aquele fato exógeno parece ser, no caso do Brasil, a entrada de capitais externos atraídos por taxas elevadas de juros, mesmo que a moeda nacional fique valorizada.

Entretanto, DELFIM NETO (1999) ressalta que importantes economistas do passado já apontaram que o câmbio valorizado acaba fragilizando a economia e que todo influxo dos capitais externos tende a aumentar os encargos externos futuros de forma permanente, sem necessariamente gerar divisas para o seu atendimento. Comenta também que há equívocos na política econômica brasileira moderna, por exemplo quando se acredita que o aumento da produtividade pode ser promovido pela valorização cambial. Assim sendo, o objetivo deste tópico é verificar se é positiva a relação entre a poupança externa, medida pelo total do saldo em transações correntes STC, e o crescimento do Brasil.

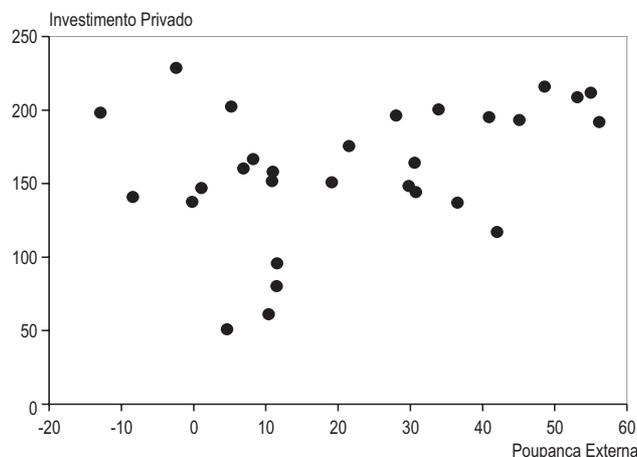
De modo geral, as evidências empíricas são no sentido da rejeição da hipótese de que *o total* do déficit em transações correntes esteja associado ao desenvolvimento do país. O gráfico 1 mostra a taxa de crescimento do PIB real do Brasil no período de 1970 a 1998 em função da poupança externa<sup>4</sup>, evidenciando que não há relação entre estas duas variáveis. No longo prazo da história brasileira, se algum motivo há para que a poupança externa seja uma das causas do crescimento interno, esta causalção está sendo anulada pelo comportamento de outras variáveis de política econômica, em especial o controle da inflação.

GRÁFICO 1 - POUPANÇA EXTERNA E CRESCIMENTO



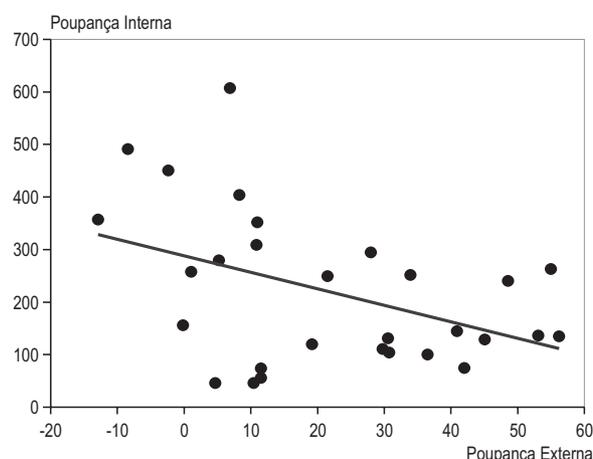
O gráfico 2 apresenta o mapa de dispersão do investimento privado interno em relação à poupança externa, mais uma vez mostrando que não há relação estatística alguma entre as variáveis. Se, por um lado, pode-se esperar que parte dos capitais externos que entraram no país neste longo período foram transformados em investimentos produtivos, por outro, fica claro que a totalidade da poupança externa não impulsionou o total do investimento privado.

GRÁFICO 2 - POUPANÇA EXTERNA E INVESTIMENTO PRIVADO



A conclusão geral permitida por esses dois gráficos é a de que não se encontrou, nas informações estatísticas, suporte empírico para o que afirma a teoria predominante a respeito do benefício da entrada de capitais externos para o crescimento econômico no Brasil. Uma única relação que transparece é aquela entre as poupanças interna e externa, cujo sinal aparenta ser negativo como mostrado no gráfico 3.

GRÁFICO 3 - POUPANÇA EXTERNA E INTERNA



Essa observação empírica tem como referência teórica a identidade contábil básica da economia, já comentada no tópico sobre o modelo Mundell-Fleming, segundo a qual a soma dos saldos do governo, do setor privado e do setor externo tem que ser zero. Reescrevendo a identidade, pode-se obter uma relação entre S e STC com sinal negativo:

$$S = -STC + I + T - G$$

Ou seja, há contabilmente uma relação negativa entre a poupança interna S e a poupança externa STC. Tal observação traz suporte teórico e empírico a uma

das conclusões de GAVIN, HAUSMANN e TALVI (1997), segundo a qual a entrada de capitais na América Latina está associada com quedas na poupança interna.

A partir de uma perspectiva keynesiana, o investimento não exige que, previamente, seja feita uma poupança de valor idêntico. O elo que existe é que o investimento causa um aumento da renda e este aumento, dada uma propensão a consumir menor do que a unidade, faz crescer a poupança. Assim, sempre se espera que haja um sinal positivo entre investimento e poupança. Indo além da identidade das contas nacionais, pode-se encontrar uma relação entre o investimento e a poupança, tanto interna quanto externa, dentro de certas condições.

Baseado no método desenvolvido em LIMA (1998), estimou-se uma equação na qual o investimento  $I$  é função da poupança interna  $S$  e pela poupança externa  $STC$ , fazendo-se *ceteris paribus* o custo de produção, composto do salário mínimo  $SM$ , da dívida pública  $DIV$  e da taxa de câmbio  $TC$ . A equação<sup>5</sup> obtida foi:

$$I = - 30,2 + 0,39 S - 1,71 STC + 1,30 SM \\ - 29,98 TC - 0,08 DIV$$

Nesta regressão, o custo de produção e, portanto, a oferta agregada de produtos nacionais, estão sendo mantidas na condição *ceteris paribus*. Por outro lado, as variáveis de renda como o gasto fiscal do governo, a renda líquida enviada ao exterior e a renda do exterior não estão na regressão, o que significa que elas estão variando. Ou seja, a relação acima mostraria como estariam relacionados o investimento com as poupanças interna e externa, quando varia apenas a demanda agregada enquanto a oferta agregada é mantida constante.

O sinal da poupança interna é positivo, como é de se esperar, mas o sinal da poupança externa é negativo. Isso significa que a poupança externa medida pelo total do déficit em conta corrente, e *ceteris paribus* a poupança interna, contribuiria para *reduzir* o investimento interno. Pode-se dizer que, se não houvesse poupança interna mais do que suficiente para superar o efeito negativo do déficit em transações correntes, não haveria investimento no país. Ou, visto de outro ângulo, o déficit brasileiro em transações correntes não é poupança. *Ceteris paribus* a poupança nacional, os déficits em conta corrente têm contribuído para reduzir o investimento no país e, portanto, impedido e não ajudado o Brasil a se desenvolver.

A falta de uma clara relação entre o total da poupança externa e o crescimento talvez seja uma

conseqüência do fato de que a política econômica dá prioridade a outros objetivos internos que são conflitantes com este. Provavelmente, o mais importante destes objetivos conflitantes é o controle dos preços, como observado por GAVIN, HAUSMANN e TALVI (1997) e comentado no item 2.1. A análise desta possibilidade, entretanto, ultrapassa a delimitação dada a este trabalho.

## Conclusão

Tendo em vista a globalização do movimento de capitais, qualquer que seja o quadro das relações internacionais, o fato é que a entrada de capitais e a conseqüente valorização da moeda de alguns países reduzem a competitividade externa e provocam déficit em transações correntes. Assim, aumenta o nível de desemprego nesses países, com um empobrecimento cada vez maior dos países importadores.

Porém, desemprego e empobrecimento ocupam pouco espaço na teoria predominante. Para esta, o tema de base é o déficit em transações correntes, que necessariamente deve ser financiado pela entrada de capital externo e nunca por meio da desvalorização da moeda nacional. Defende ainda a teoria predominante de que o déficit decorre em grande parte dos investimentos em máquinas e equipamentos, os quais, *ceteris paribus* o resto, são utilizados para gerar o crescimento da economia. Esse crescimento, por sua vez, geraria recursos para o pagamento dos encargos do capital externo. Nesse sentido, não haveria razão alguma para preocupações, até mesmo porque que no longo prazo o máximo de bem-estar se instalará na economia automaticamente pelo pleno emprego.

O objetivo deste trabalho foi verificar essa simples relação entre crescimento e poupança externa, ou melhor, averiguar se a entrada de capitais externos está relacionada ao crescimento da economia. Observou-se que não existe uma relação clara ou explícita entre essas variáveis, que deveriam apresentar-se no gráfico com uma relação positiva. Assim sendo, a conclusão geral é de que não foram encontradas evidências de que, no seu total, a entrada de capitais externos está relacionada ao crescimento.

Pode-se concluir que os capitais externos podem ser benéficos para o país se, de fato, forem bem utilizados. Por outro lado, o custo desses capitais deveria ser relativamente baixo, mas o que se pode

perceber é que o governo brasileiro está atraindo esses capitais (de curto, médio ou longo prazo, não importa), mediante uma política monetária que se utiliza de altas taxas de juros apenas para cobrir o déficit em transações correntes. Isso custa muito caro para o país. Além disso, o fator que tem em grande parte causado déficit em transações correntes é o pagamento de juros, conseqüentes dessa política monetária que privilegia a remuneração do capital financeiro em detrimento do crescimento econômico.

O que se observa nesse contexto é que todo um conjunto de medidas por parte do governo brasileiro tem sido realizado no sentido de remunerar o capital financeiro, tirando-se do lado real a possibilidade de crescimento. Isso significa, em termos concretos, aumento de impostos, corte de cestas básicas, corte de verbas na saúde, corte na educação, corte no asfalto cedido à terceirização, privatizações cujas receitas desaparecem, apagões, aumento do desemprego, etc.

## Notas

<sup>1</sup>Para uma exposição competente do assunto, ver SILVA (1999) ou GONÇALVES et al. (1998).

<sup>2</sup>Em linhas gerais, a apresentação que se faz do modelo Mundell-Fleming segue a estrutura da exposição feita por GONÇALVES et al.

<sup>3</sup>No tópico seguinte volta-se a discutir esta relação negativa, teórica e empiricamente, com base no caso Brasil.

<sup>4</sup>Nos gráficos 1, 2 e 3 foi utilizado, para corrigir as séries, o deflator implícito do Produto Interno Bruto. A fonte é sempre o Sistema de Contas Nacionais do Brasil, elaboradas pela Fundação Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística.

<sup>5</sup>O desempenho da regressão (estatísticas “t” entre parênteses) é:

$$I = -30,15 + 0,3870 S - 1,7062 STC + 1,3026 SM - 0,0814 DIV - 29,9845 TC$$

(-1,4)	(4,9)	(-2,6)	(4,1)	(-3,1)	(-2,9)
	R2 = 0,91		F = 47,1		DW = 1,58

Esta é uma regressão em nível macroeconômico, de modo que poupança não causa investimento, mas sim varia junto. O STC também é uma variável endógena e, como todas as variáveis endógenas variam quando há uma variação exógena, não faz sentido macroeconômico supor que o déficit externo possa ficar constante enquanto o investimento varia. O salário mínimo é uma variável exógena que influencia o mercado de trabalho e, portanto, determina o salário médio na economia. Por isso, ele é um componente exógeno do custo de produção mas, pelo menos no caso do Brasil, o salário mínimo tem também um forte efeito renda, daí o seu sinal positivo na regressão. O nível da dívida é a variável-chave da política monetária e a principal determinante exógena da taxa de juros sendo, portanto, um segundo componente exógeno do custo de produção. Por sua vez, a taxa de câmbio influencia o custo dos componentes e matérias primas importadas, sendo assim o terceiro componente exógeno do custo de produção.

## Referências

DELFIM NETTO, A. Opções de política econômica. **Revista de Economia Aplicada**, São Paulo, v. 3, mar. 1999. Número especial.

DORNBUSCH, R; FISCHER, S. **Macroeconomia**. 5.ed. São Paulo: Makron Books, 1990.

FROYEN, R. T. **Macroeconomia**. 5.ed. São Paulo: Saraiva, 1999.

GAVIN, M.; HAUSMANN, R.; TALVI, E. Saving behaviour in Latin America: overview and policy issues. In: PROMOTING savings in Latin America. Paris: Inter-American Development Bank, Development Centre of the Organization for Economic Co-operation and Development, 1997.

GONÇALVES, et al. **A nova economia internacional: uma perspectiva brasileira**. 1.ed. Rio de Janeiro: Campus, 1998.

- KALECKI, M. **Crescimento e ciclo das economias capitalistas**. São Paulo: Hucitec, 1977.
- KEYNES, J. M. **A teoria geral do emprego, do juro e da moeda**. London: MacMillan, 1936.
- LEITE, J. A. A. **Macroeconomia**: teoria, modelos e instrumentos de política econômica. 1.ed. São Paulo: Atlas, 1994.
- LIMA, G. Taxa de câmbio, crescimento e estabilização. **Revista Econômica do Nordeste**, Fortaleza, v. 29, p. 827-44, jul. 1998.
- MANKIW, N. G. **Macroeconomia**. 3. ed. Rio de Janeiro: LTC, 1998.
- MARSHALL, A. **Principles of Economics**. 8. ed. London: MacMillan, 1986.
- SAYAD, J. A política cambial do Plano Real. **Revista de Economia Aplicada**, São Paulo, v. 3, mar. 1999. Número especial,
- SILVA, J. C. F. da. **Modelos de análise macroeconômica**: um curso completo de macroeconomia. 1. ed. Rio de Janeiro: Campus, 1999.
- STEINER, R. Entrada de capitais na América Latina: causas, conseqüências e opções de política econômica. In: **POLÍTICAS para o crescimento: a experiência da América Latina**. Rio de Janeiro: Banco Central, 1994.
- TANZI, V.; SCHUKNECHT, L. **Public spending in the 20<sup>th</sup> century**. Cambridge: University Press, 2000.