

# **Crescimento da Economia Brasileira e Fluxo de Capitais a Partir do Modelo de Thirlwall: 1968-1980 e 1992-2000\***

Luciano Nakabashi\*\*

Sumário: 1. Introdução; 2. O modelo de crescimento de Thirlwall e Hussain; 3. Metodologia e dados; 4. Análise empírica; 5. Conclusão.

Palavras-chaves: Elasticidade renda das importações. Fluxo de capitais. Restrição no balanço de pagamentos.

Keywords: Income elasticity of imports. Capital flows. Balance of payment constraint.

Códigos JEL: E12; N16; O11 e O54.

Fluxo de capitais é importante no crescimento econômico por aliviar a restrição no balanço de pagamentos. A explicação é que pelo fato de ocorrer uma elevação no nível de importações quando há um crescimento da renda de uma determinada economia deverá ocorrer uma entrada de recursos via exportações ou fluxo de capitais para que seja possível o fechamento do balanço de pagamentos (BP). O foco do presente trabalho está na avaliação de como o fluxo de capitais afetou o crescimento da economia brasileira em 1968-1980 e 1992-2000 considerando que as elasticidades renda das importações mudam ao longo do tempo.

Capital flows are expected to be important in the process of economic growth because they relax the balance of payments constraints. Economic growth leads to an increase in the level of imports, as a result there is a necessary increase in the export level or in the volume of capital inflows as imposed by the balance of payment constraints. The goal of the present paper is to

---

\* Artigo recebido em ago. 2006 e aprovado em nov. 2006.

O autor agradece os comentários de Gabriel Porcile.

\*\* Professor do departamento de economia da Universidade Federal do Paraná e das Faculdades Eseei.

investigate how capital flows during the periods 1968-1980 and 1992-2000 have stimulated the Brazilian economy by means of Thirlwall's model, taking into consideration that income elasticity of imports changes over.

## 1. Introdução

O debate sobre quais são os determinantes do crescimento econômico tem sido vigoroso. A abordagem pós-keynesiana tem enfatizado o papel da demanda através da utilização do modelo desenvolvido por Thirlwall (1979), em que as restrições externas ao crescimento possuem um papel fundamental neste processo e, portanto, a demanda externa é um dos principais motores do dinamismo econômico. Posteriormente, o modelo foi estendido por Thirlwall e Hussain (1982) para incluir fluxos de capital. Moreno-Brid (1998) traz avanços adicionais ao introduzir uma restrição que limita o crescimento do déficit em conta corrente como proporção da renda doméstica. O país tem que manter certa proporção entre as duas variáveis de modo a obter um crescimento sustentável no longo prazo. McCombie e Thirlwall (1997) fazem avanços similar no sentido de introduzir uma restrição para que a razão entre os déficits comerciais e a renda seja constante. No entanto, Barbosa-Filho (2002) mostra que esta condição não é suficiente para impedir uma elevação da dívida externa em níveis que não sejam sustentáveis, pois mesmo com uma razão constante entre déficit em conta corrente e renda doméstica, a trajetória do crescimento da dívida pode chegar a níveis que geram crise de confiança de modo a tornar insustentável o padrão atual de crescimento. O autor inclui na análise, de forma explícita, o pagamento de juros e a dinâmica da dívida externa para contornar o problema.

As várias vertentes do modelo já foram testadas inúmeras vezes, inclusive para o caso brasileiro. Bértola et. al. (2002) fazem uso do modelo mais simples e encontram uma relação de longo-prazo entre o desempenho do PIB brasileiro, termos de troca e o crescimento da renda mundial, no período 1890-1973, favorecendo a Lei de Thirlwall. Na análise do período 1955-1998, Jayme Jr. (2001), utilizando o método de cointegração em séries temporais, encontra que há cointegração entre o crescimento das

exportações e o crescimento econômico, o que indica a validade do modelo de Thirlwall. Nakabashi (2003) mostra que o modelo com fluxos de capital é compatível com o crescimento da economia brasileira para o período 1947-2000, enquanto o mesmo não é verdade para o modelo sem fluxos de capital (Lei de Thirlwall). Porcile et al. (2003) e Barbosa-Filho (2004), por outro lado, empregam o modelo de Thirlwall para analisar questões de curto prazo. Os primeiros combinam o modelo de Thirlwall com o conceito minskyano de fragilidade financeira adaptado para uma economia aberta para analisar a conjuntura econômica latino americana, enquanto que o segundo tem como objetivo estudar o *trade-off* entre crescimento e taxa de câmbio. Seus resultados indicam que para a economia brasileira experimentar uma elevação adicional de 1% na taxa de crescimento da renda é necessário uma desvalorização cambial de 7% para se manter constante a razão saldo da balança comercial/PIB. Suas conclusões são de que a elasticidade renda das importações do Brasil é muito elevada e as elasticidades preço das importações e exportações baixas, prejudicando o alcance de um elevado crescimento sustentável da economia.

É preciso, porém, atentar para a questão da relação de causalidade entre as elasticidades renda das importações e exportações e a taxa de crescimento da renda. Krugman (1988) sugere que são as elasticidades renda das importações e das exportações que se ajustam às taxas de crescimento dos países (*45-degree rule*). Para Krugman, não há muitas razões para se supor que as restrições externas causem impactos sobre a taxa de crescimento da renda, no longo prazo: “It just seems fundamentally implausible that over stretches of decades balance of payments problems could be preventing long term growth, especially for relatively closed economies like the US in the 1950s and 1960s. Furthermore, we all know that differences in growth rates among countries are primarily determined by differences in the rate of growth of total factor productivity [...]” (KRUGMAN, 1998, p. 12).

No entanto, Thirlwall também tem boas razões para suspeitar que o desempenho das importações e exportações possa ter um papel crucial no crescimento de uma determinada economia e/ou como uma restrição

ao crescimento, pois déficits em conta corrente, restringindo o crescimento econômico, parecem ser um problema de grande importância por, pelo menos, três motivos: 1) efeitos sobre os setores diretamente afetados pelo aumento das importações e/ou queda das exportações; 2) nenhum país pode crescer mais rápido que a taxa de crescimento com equilíbrio no BP, pelo menos a longo prazo, pois um déficit crescente na conta corrente financiado através da conta capital aumentaria o risco de desvalorizações cambiais até o ponto em que não valeria mais a pena investir em tal região ou país e este teria que se ajustar à nova situação por meio de medidas recessivas (espontâneas ou forçadas); e 3) um déficit crescente em conta corrente levaria o país ou região a praticar taxas de juros mais elevadas para atrair fluxos de capital, estimulando a parte financeira em prejuízo da parte real da economia.

A essência do modelo é que o país deve manter o saldo do BP em equilíbrio, a longo prazo, pois um país não pode se endividar continuamente sem nunca ter que pagar sua dívida.<sup>1</sup> Como o montante de importações depende da demanda do país, que por sua vez é uma função da renda doméstica, caso o país tenha um déficit na balança comercial chegará um momento em que ele deverá reduzir seu crescimento, elevar o montante de bens e serviços exportados para inverter o déficit ou reduzir a elasticidade renda das importações para pagar a dívida existente. Esta última não tem sido enfatizada na literatura teórica ou empírica principalmente pelo fato do modelo de Thirlwall (1979) e de suas derivações terem, por suposição, uma elasticidade renda das importações constante, sendo este um dos principais focos do presente do estudo.

No curto prazo, o país pode crescer mais do que a taxa com restrição no BP, pois pode existir um superávit na conta capital. Assim, é de se esperar que a economia tenha um melhor desempenho nos períodos em que o saldo da entrada de capitais seja positivo, sendo o seu crescimento

---

<sup>1</sup> Na verdade, um país até pode se endividar continuamente sem nunca ter que pagar a dívida acumulada, mas essa situação só é sustentável caso haja um crescimento da economia de modo a não elevar a relação dívida/PIB além de um determinado limite.

maior do que o determinado pela lei de Thirlwall. Após 1950 houve dois períodos na história em que a quantidade de capitais disponíveis era abundante para os países em desenvolvimento e, em particular, para o Brasil. Em nossa história, esses períodos favoráveis ao crescimento estão situados após as reformas realizadas no regime militar (período do milagre) e durante a década de 1990. Apesar do cenário internacional ter sido favorável, em ambos os períodos, o crescimento alcançado no primeiro deles foi consideravelmente maior.

O objetivo do presente trabalho é tentar responder, com base no modelo desenvolvido por Thirlwall e Hussain (1982), para incluir fluxos de capital, o motivo pelo qual o aproveitamento do cenário internacional favorável foi maior na época do regime militar, tendo em vista quatro aspectos da política econômica do Brasil: 1) a política de promoção de exportação; 2) de substituição de importação; 3) a variação da taxa de câmbio real e seus efeitos sobre a balança comercial e o equilíbrio no balanço de pagamentos (BP); 4) a entrada e a saída de capitais pela conta capital e pelo balanço de serviços. Além disso, procura-se mostrar que as restrições externas não são tão severas quanto preconizadas pela Lei de Thirlwall, já que as elasticidades não são constantes através do tempo, que a explicação teórica de restrição ao crescimento baseada no modelo desenvolvido por Thirlwall e Hussain (1982) é apenas parcialmente compatível com argumentos e com as séries de dados e que a mudança nas elasticidades serve para suavizar o crescimento da economia.

Além desta introdução, o estudo está dividido em: 2) apresentação do modelo de Thirlwall e Hussain (1982); 3) metodologia e dados; e 4) apresentação dos resultados empíricos juntamente com uma análise histórica.

## **2. O modelo de crescimento de Thirlwall e Hussain**

Seguindo o modelo desenvolvido por Thirlwall e Hussain (1982), com a inclusão de fluxos de capitais, nele se começa com a suposição de

equilíbrio no BP (e possível desequilíbrio na balança comercial quando  $F$  ““ 0) medido em unidades de moeda doméstica:

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

em que  $X$  representa o volume de exportações,  $F$  o valor nominal do fluxo de capitais em moeda doméstica, embora no presente trabalho tenhamos utilizado a soma dos fluxos de capital e serviços pelo fato deste ser de extrema importância no caso brasileiro,  $P_d$  é o preço das exportações, em moeda doméstica,  $M$  é a quantidade de importações  $P_f$  é o preço das importações, em moeda estrangeira, e  $E$  é a taxa de câmbio nominal (preço doméstico da moeda estrangeira).

Transformando em taxas de crescimento obtemos:

$$\theta(p_d + x) + (1 - \theta)f = p_f + m + e \quad (2)$$

em que as letras minúsculas representam as taxas de crescimento das variáveis,  $q$  e  $(1 - q)$  são as parcelas das exportações e dos fluxos de capitais somados aos da conta de serviços no total da receita obtidas com o setor externo, ou seja, qual a parcela do total de importações é paga pelas exportações e qual é pela entrada de capitais e conta de serviços.

A quantidade demandada de importações pode ser especificada como uma função multiplicativa dos preços das importações (medidas em unidades monetárias domésticas), dos preços dos seu substitutos e da renda doméstica:

$$M = \alpha \left( \frac{P_f E}{P_d} \right)^\varphi Y^\pi \quad (3)$$

em que  $\alpha$  é uma constante,  $\varphi$  é a elasticidade preço da demanda por importações ( $\varphi < 0$ ),  $Y$  é a renda doméstica e  $\pi$  é a elasticidade renda da demanda por importações ( $\pi > 0$ ).

Em taxas de crescimento temos:

$$m = \varphi(p_f + e - p_d) + \pi y \quad (4)$$

A quantidade demandada de exportações também pode ser representada por uma função multiplicativa dos preços das exportações, do preço das mercadorias que competem com as exportações (medidas em unidades de moeda doméstica) e do nível da renda mundial:

$$X = \beta \left( \frac{P_d}{P_f E} \right)^\eta Z^\varepsilon \quad (5)$$

em que  $\beta$  é uma constante,  $\eta$  é a elasticidade preço da demanda por exportações ( $\eta < 0$ ),  $Z$  é a renda mundial e  $\varepsilon$  é a elasticidade renda da demanda por exportações ( $\varepsilon > 0$ ). Transformando em taxas de crescimento, temos:

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

Substituindo as equações (4) e (6) em (2) e resolvendo para taxa de crescimento da renda doméstica, consistente com o equilíbrio no BP, encontramos:

$$y_b = \frac{(\theta\eta + \varphi + 1)(p_d - p_f - e) + \theta\varepsilon z + (1 - \theta)(f - p_d)}{\pi} \quad (7)$$

Nessa equação, a nossa variável dependente ( $y_b$ ) é a taxa de crescimento com equilíbrio no BP. Na equação (7), ainda podemos considerar que  $\varepsilon z = x$ , onde  $x$  é a taxa de crescimento das exportações.

### 3. Metodologia e dados

Neste trabalho será testado o modelo de Thirlwall e Hussain (1982) para o caso brasileiro com o objetivo de se analisar sua capacidade explicativa e ver se ele contribui para um melhor entendimento do papel das restrições

externas sobre o crescimento. Para isto, foram feitas várias regressões pelo método dos Mínimos Quadrados Ordinários. Mas, nesse caso, não foi realizado o teste tradicional proposto por Thirlwall e Hussain (1982), que seria o de verificar se a taxa de crescimento com restrição no BP, apresentada na equação (7), é estatisticamente igual à taxa real de crescimento da economia.

A metodologia utilizada foi a de calcular a elasticidade renda das importações de acordo com a lei de Thirlwall ( $\delta'$ ), ou seja, no caso em que o crescimento do país realmente está sendo restringido pela performance no BP.

$$y_b = aj + bx + cf_r \quad (8)$$

em que,  $y_b$  é a taxa de crescimento da renda real,  $x$  é a taxa de crescimento das exportações ( $x = \mathcal{E}z$ ),  $f_r$  é a taxa real de crescimento dos fluxos de capital e serviços ( $f_r = f - p_d$ ),  $a = (\theta\eta + \varphi + 1)/\pi'$ ,  $b = \theta/\pi'$ ,  $c = (1 - \theta)/\pi'$ ,  $j = (p_d - p_f - e)$ . Se soubermos qual a parcela da entrada de divisas é composta pelas exportação de bens e serviços ( $q$ ), podemos achar  $\delta'$  (elasticidade renda das importações caso a taxa de crescimento da economia esteja restrita ao desempenho do BP) através do coeficiente  $b$ .

Em seguida,  $\delta'$  foi comparada com a elasticidade renda das importações real da economia ( $\delta^*$ ) calculada a partir do comportamento das importações como resposta ao crescimento da renda no Brasil. Para isso, foram feitas regressões a partir da equação (4), que também pode ser expressa como:

$$m = \vartheta + \pi^* y \quad (9)$$

em que  $m$  é a taxa de crescimento das importações,  $j$  é a elasticidade câmbio real das importações e  $\delta^*$  é a elasticidade renda das importações real da economia.

Considerando que as elasticidades mudam através do tempo, as regressões foram feitas para vários sub-períodos diferentes, de quatro anos

cada ( $n = 4$ ), totalizando 21 regressões, uma para cada elasticidade<sup>2</sup> dos diferentes sub-períodos. Desse modo, podemos verificar qual o comportamento das elasticidades e se, ao longo do tempo, elas apresentam as mesmas tendências ou se são opostas. É importante notar que  $q$  também varia para cada sub-período e, portanto, existem 21  $q$  diferentes.

A análise será uma comparação entre dois períodos da história econômica brasileira em que ocorreram entradas de capitais: 1) o período do regime militar, entre 1968 e 1980; e 2) a década de 1990, entre 1992 e 2000. Os dados da renda, das importações, das exportações, da movimentação da conta de capitais e serviços, da taxa de câmbio e do índice de preços do Brasil foram retirados do Boletim do Banco Central e IBGE e estão em reais. A série de índices de preços do Estados Unidos foi retirada do *Bureau of Labor Statistics Washington*. As séries foram deflacionadas (preços de 1995).

## 4. Análise empírica

### 4.1 Milagre econômico e II PND (1968 – 1980)

Em 1967, houve troca de governo e a sua estratégia, por meio do Programa Estratégico de Desenvolvimento (PED)<sup>3</sup>, que era semelhante à do governo anterior: a busca do crescimento econômico promovido pelo aumento de investimentos em setores diversificados; uma diminuição do papel do setor público e o estímulo a um maior crescimento do setor privado; e incentivos à expansão do comércio exterior (SYVRUD, 1974 apud LAGO, 1990, p. 234-235). Entretanto, os objetivos principais buscavam a aceleração do desenvolvimento e a contenção da inflação (LAGO, 1990, p. 235).

De fato, o desempenho da economia brasileira passou por grandes mudanças e as taxas de crescimento atingidas foram excepcionais. Em alguns

---

<sup>2</sup> 13 regressões para o período entre 1968 e 1980 e 8 para o período que vai de 1992 até 2000.

<sup>3</sup> Apresentado publicamente em julho de 1967 (LAGO, 1990, p. 234-235).

anos, elas foram superiores a 10% (Tabela 1). O país passou de um período de desaquecimento econômico para outro de acelerado crescimento.

Devido à existência de alguns problemas externos, principalmente à crise do petróleo, as taxas de crescimento foram menores, em 1974 e 1975, o que está de acordo com o modelo de Thirlwall, visto que o aumento do preço de um insumo de grande importância no processo produtivo do país, com reduzida elasticidade no curto prazo, teria como consequência a elevação do valor das importações com impactos negativos sobre o BP. Pela Tabela 1 pode se ver a grande elevação do déficit na balança comercial como proporção do PIB que foi de 1,17, em 1973, para 5,62, em 1974. No entanto, até o ano seguinte (1976), a economia do país apresentou um grande dinamismo<sup>4</sup> e as taxas de crescimento permaneceram elevadas até 1980 (Tabela 1).

**Tabela 1 - Exportação, Importação, Renda e Saldo Da Balança Comercial: Período 1968-1980**

	<i>Taxa de crescimento das exportações (%)</i>	<i>Taxa de crescimento das importações (%)</i>	<i>Taxa de crescimento da renda (%)</i>	<i>Saldo da Balança Comercial (% do PIB)</i>
1968	14,4	27,7	9,8	-0,76
1969	23,1	9,5	9,5	-0,01
1970	14,0	20,6	8,7	-0,42
1971	2,3	22,5	11,3	-1,74
1972	26,1	21,0	11,9	-1,59
1973	22,9	15,9	14,0	-1,17
1974	5,8	59,6	8,2	-5,62
1975	-1,1	-12,9	5,2	-3,80
1976	7,1	-5,9	10,3	-2,39
1977	8,4	-11,7	4,9	-0,66
1978	-3,0	4,6	5,0	-1,19
1979	15,5	26,3	6,8	-2,09
1980	36,4	32,2	10,2	-2,22

Fonte: Elaboração própria utilizando dados do IBGE.

<sup>4</sup> Não existe um consenso absoluto em relação ao período do milagre econômico. Baer (1988, p. 407 - 408), por exemplo, o classifica como anos entre 1968-1973, enquanto que Jaguaribe (1989, p. 92), o classifica entre 1971-1976. Mas a maioria dos economistas e outros especialistas classificam esse período entre os anos de 1968 e 1973. De qualquer forma, o país obteve expressivas taxas de crescimento do PIB até 1980, principalmente nos anos de 1968 a 1976 (Tabela 3.9).

O desempenho do setor exportador foi excepcional, mas não o suficiente para acompanhar o crescimento das importações. Embora seja importante ressaltar que o crescimento das exportações quase que compensou completamente a elevação das importações. O grande dinamismo dessas variáveis levou o país ao caminho inverso ao de fechamento do mercado (Tabela 2), que tinha sido a tendência do modelo de crescimento via substituição de importações. Essa era uma estratégia de integração à economia mundial, estando prevista no Plano Nacional de Desenvolvimento<sup>5</sup> (I PND). A meta pretendida visava o aumento das importações a uma taxa de 8%, ao ano, e de 10% para as exportações (lorenzo-fernández, 1980, p. 283).

No II PND,<sup>6</sup> a continuidade das metas de integração e as perspectivas de aumento das exportações não se concretizaram. Após 1974, o desempenho das exportações foi inferior e as políticas econômicas de desenvolvimento, via substituição de importações, voltaram a ter um papel preponderante no rol de políticas econômicas passíveis de serem implementadas, levando novamente ao fechamento do mercado, a partir de 1975, como podemos ver nas Tabelas 1 e 2.

Neste período, tanto as exportações quanto as importações aumentaram mais do que quatro vezes, resultando em um crescimento médio anual<sup>7</sup> de 12,54% e 13,51%, respectivamente. A renda aumentou um pouco mais do que duas vezes e meia, correspondendo a um crescimento médio de 8,8% ao ano.

Os incentivos dados às exportações incluíam a adoção do sistema de minidesvalorização da moeda, a partir de agosto de 1968. A moeda brasileira passou a sofrer pequenos reajustes em intervalos variados de tempo<sup>8</sup>

---

<sup>5</sup> Esse Plano cobriu o período de 1970 a 1973.

<sup>6</sup> Esse plano cobriu o período entre 1973 e 1979.

<sup>7</sup> Taxa média de crescimento composta, ou seja, se o crescimento das exportações e importações fossem de 11,53% e 12,41%, respectivamente, durante todos os anos do período, o resultado, no final do período, seria o mesmo.

<sup>8</sup> Desde o acordo de Bretton Woods a moeda brasileira era vinculada ao esquema de taxa de câmbio fixa em que os reajustes se processavam em maior escala e com grandes intervalos.

(FURTADO, 1998, p. 195). Além da “desburocratização administrativa”, outras medidas adotadas sugeriam a promoção governamental direta de produtos de exportação no exterior, melhoramentos na infra-estrutura de transporte e comercialização etc. (REDWOOD, 1976 apud LAGO, 1990, p. 273).

Com o maior grau de integração ao mercado internacional, os coeficientes de importações e exportações passaram, respectivamente, de 6,7% e 6%, em 1968, para 11,2% e 9%, em 1980 (Tabela 2). Como o aumento das importações foi superior ao das exportações, a balança comercial, que já apresentava um déficit em 1968, piorou ainda mais sua situação no decorrer do período (Tabela 1).

**Tabela 2 - Exportação, Importação, Renda e Coeficientes de Importação e Exportação: Período 1968–1980**

	<i>Exportações (1968 = 100)</i>	<i>Importações (1968 = 100)</i>	<i>Renda (1968 = 100)</i>	<i>Coeficiente de Importação</i>	<i>Coeficiente de Exportação</i>
1968	100	100	100	6,72	5,96
1969	123,15	109,46	109,5	6,72	6,71
1970	140,34	131,97	119,04	7,45	7,03
1971	143,54	161,62	132,54	8,19	6,46
1972	180,94	195,62	148,37	8,86	7,27
1973	222,46	226,76	169,09	9,01	7,84
1974	235,33	361,82	182,88	13,29	7,67
1975	232,82	315,3	192,33	11,02	7,22
1976	249,41	296,72	212,06	9,40	7,01
1977	270,38	261,93	222,52	7,91	7,25
1978	262,18	274,08	233,58	7,88	6,69
1979	302,82	346,09	249,37	9,33	7,24
1980	413,1	457,53	274,76	11,19	8,97

Fonte: Elaboração própria utilizando dados do IBGE.

Além do excelente desempenho das exportações, ocorreu também maior diversificação devido ao crescimento relativo dos produtos manufaturados. Isto ocorreu, em parte, pelos estímulos governamentais.

Após 1964, a exportação de produtos manufaturados foi beneficiada por subsídios e incentivos fiscais. A partir de 1965, firmas exportadoras de manufaturados se beneficiaram da isenção do imposto de renda sobre

os lucros dos bens que eram exportados e, no fim de 1966, elas poderiam se beneficiar do regime de compensação. A criação, em 1967, do imposto sobre valor adicionado deu ao governo a oportunidade de aumentar os incentivos fiscais. Em 1972, a BEFIEIX<sup>9</sup> foi criada para administrar um programa especial para exportação de produtos manufaturados<sup>10</sup> (MADDISON, 1992, p. 77). Os efeitos práticos destas medidas foram uma elevação da elasticidade renda externa por produtos domésticos, fazendo com que o crescimento das exportações fosse mais do que proporcional ao aumento da renda mundial. Essa tendência dá suporte à visão de Krugman (1988), em que ele emprega um modelo de concorrência monopolística para explicar que a elevação das exportações se dá via diversificação da pauta de produção de um determinado país. Desse modo, o crescimento da renda estaria influenciando o desempenho das exportações e não o contrário. Um argumento a favor do modelo de Thirlwall é que o crescimento das exportações teve influência direta da política econômica do governo, o que possibilitou o relaxamento das restrições externas e que, portanto, não foi uma mera decorrência do processo de crescimento econômico.

Utilizando dados da Secretaria do Comércio Exterior (SECEX), que separam o valor das exportações em três categorias de produtos – básicos, semimanufaturados e manufaturados –, vemos que a participação destes aumentou às custas da queda relativa da participação dos produtos básicos.

---

<sup>9</sup> Comissão para Concessão de Benefícios Fiscais a Programas Especiais de Exportação.

<sup>10</sup> Esse programa incluía uma série de exceções em relação às tarifas alfandegárias, taxas sobre o produto e valor adicionado das importações de máquinas, redução de 50% das tarifas alfandegárias e taxas sobre o produto para matérias-primas e a dispensa da obrigação em obedecer ao sistema de similar nacional para os importadores de máquinas e matérias-primas. A condição para a obtenção desses benefícios era o comprometimento da empresa em traçar algumas metas de exportação.

**Tabela 3 - Participação dos Produtos Básicos, Manufaturados e Semimanufaturados no Total das Exportações**

	<i>Básicos (%)</i>	<i>Semimanufaturados (%)</i>	<i>Manufaturados (%)</i>
1968	79,32	9,46	10,74
1969	77,72	9,13	12,29
1970	74,84	9,09	15,19
1971	68,46	8,30	20,01
1972	66,37	10,00	22,50
1973	65,01	9,26	23,13
1974	57,57	11,53	27,00
1975	57,98	9,79	29,82
1976	60,52	8,31	27,41
1977	57,42	8,61	31,68
1978	47,22	11,23	40,15
1979	42,99	12,38	43,59
1980	42,16	11,67	44,84

Fonte: SECEX

O desempenho do setor exportador, como foi mostrado anteriormente, pelas Tabelas 1 e 2, aliviou a restrição do BP, permitindo ao país alcançar elevadas taxas de crescimento, de acordo com a lei de Thirlwall. O grande fluxo de entrada de capitais operou no mesmo sentido de aliviar as restrições externas ao crescimento, sendo mais do que o suficiente para compensar a grande saída pela conta de serviços (Tabela 4). Outros estímulos gerados, a partir desse fluxo de capitais, pairaram sobre a oferta e a demanda, quando direcionados à realização de novos investimentos ou consumo.

**Tabela 4 - Contas Capital e De Serviços (% do Pib) e Elasticidades Renda Das Importações: Período 1968–1980**

	<i>Saldo da Conta Capital (% do PIB)</i>	<i>Saldo da Conta de Serviços (% do PIB)</i>	<i>Conta Capital + Serviços (% do PIB)</i>	<i>Período</i>	$\pi^*$	$\pi'$
1968	1,71	-1,63	0,08	1966-1969	1,79	1,94
1969	2,33	-1,68	0,64	1967-1970	1,35	1,65
1970	2,38	-1,91	0,47	1968-1971	1,54	0,95
1971	3,75	-1,99	1,76	1969-1972	1,54	2,04
1972	5,94	-2,13	3,82	1970-1973	1,96	2,29
1973	4,18	-2,05	2,13	1971-1974	2,85	2,11
1974	5,67	-2,20	3,46	1972-1975	2,86	1,92
1975	4,76	-2,43	2,33	1973-1976	2,38	3,19
1976	4,28	-2,44	1,84	1974-1977	2,21	2,73
1977	2,98	-2,33	0,65	1975-1978	-0,53	1,19
1978	5,91	-3,00	2,91	1976-1979	0,25	1,32
1979	3,43	-3,54	-0,12	1977-1980	1,03	1,05
1980	4,07	-4,27	-0,20	1978-1981	1,50	1,48

Fonte: Elaboração Própria utilizando dados do Boletim do BCB, IBGE.

As políticas de estabilização, as reformas institucionais e algumas atividades de planejamento, adotadas no período 1964-1967, com especial ênfase sobre medidas voltadas a promover o mercado financeiro,<sup>11</sup> a imagem de um governo forte e estável e as atividades de investimento e produção do setor público tornaram-se elementos chaves para a determinação das altas taxas de crescimento econômico do país (BAER, 1988, p. 237-240). Essas mudanças, juntamente com um cenário externo favorável, foram essenciais na determinação do bom desempenho da conta capital.

<sup>11</sup> O governo instituiu leis e regulamentos para possibilitar a correção monetária nos instrumentos financeiros, concedeu vantagens fiscais para o aumento do fluxo de fundos para o mercado de capitais (abatimentos parciais do Imposto de Renda para a subscrição de ações nominativas de sociedades anônimas, de depósitos ou letras para o financiamento de habitações populares e investimentos do interesse do Nordeste e da Amazônia), impôs a reavaliação obrigatória dos ativos, reajustando-os assim à realidade inflacionária e diversas outras modificações da sistemática jurídica no campo (LORENZO-FERNÁNDEZ, 1980, p. 219).

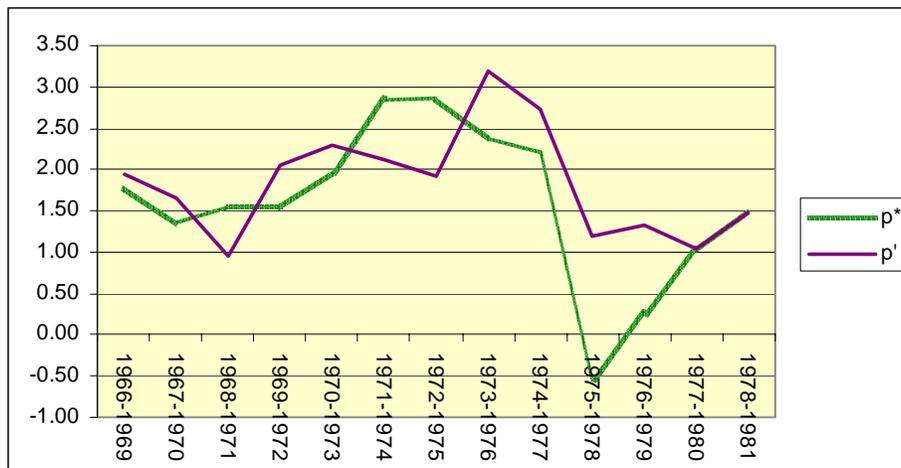
Outro elemento importante para o crescimento do período foi o desempenho do setor de bens de consumo duráveis. As reformas instituídas nos mercados financeiros mostraram-se importantes para estimular a demanda do setor, pois por meio das companhias financeiras possibilitou-se a expansão do crédito ao consumo. A partir de 1970 ocorreu o crescimento da produção do setor por meio da realização de novos investimentos em escala considerável e da consequente expansão da capacidade instalada<sup>12</sup> (BAER, 1988, p. 230-245). Uma parte desses investimentos veio do capital externo das empresas multinacionais, ou seja, utilizando capital externo.

Centralizando a análise no papel das elasticidades, caso os países estejam de fato restringidos pelo desempenho das contas externas,  $\tilde{\theta}^*$  real da economia (equação (4)) deveria ser igual ao  $\tilde{\theta}'$  com restrição (equação (7)). Caso tenhamos  $\tilde{\theta}^* > \tilde{\theta}'$ , a economia está crescendo a uma taxa maior do que a com restrição, pois caso substitua  $\tilde{\theta}^*$  por  $\tilde{\theta}'$ , na equação (7), a taxa de crescimento da economia seria reduzida. No caso em que  $\tilde{\theta}^* < \tilde{\theta}'$ , o oposto ocorre. Analisando graficamente as elasticidades expostas na Tabela 4, podemos ver que entre 1966-1969 até 1974-1977 a elasticidade do modelo de Thirlwall e Hussain estão flutuando em torno da verdadeira elasticidade da economia, mas que após 1975-1978 até 1976-1979, a situação muda drasticamente, com a economia crescendo a uma taxa muito aquém daquela preconizada pelo modelo de Thirlwall e Hussain (1982). Desse modo, nesses dois períodos, o crescimento da economia estava sendo restringida não por problemas no BP, mas por outros fatores como a crise do petróleo que afetou a economia doméstica e internacional, com impactos negativos sobre as expectativas dos agentes e, desse modo, prejudicando os investimentos.

---

<sup>12</sup> Nos primeiros dois anos do milagre não foram realizados grandes investimentos nesse setor, pois havia um substancial volume de capacidade ociosa existente. Em 1965, a indústria de bens duráveis de consumo operava com cerca de 40% da capacidade ociosa.

**Figura 1 - Elasticidades Renda das Importações Real e com Restrição no Balanço de Pagamentos: 1968-1980**



Fonte: Elaboração própria utilizando dados do Boletim do BCB, IBGE e *Bureau of Labor Statistics Washington*.

Na Figura 1 também é importante observar a grande variação nas elasticidades renda das importações. Do começo do período até 1973-1976, ambas tenderam a se elevar. Pela equação (7) é possível perceber que se elas fossem constantes, a economia deveria ter crescido a taxas mais elevadas. Nos períodos 1975-1978 até 1976-1979 ocorre o oposto. As crises do petróleo e a mudança no cenário externo, principalmente no mercado financeiro internacional, trouxeram impactos negativos para a economia brasileira. De acordo com o modelo de Thirlwall e Hussain (1982) eles deveriam ter maiores efeitos sobre a economia, mas parte desses efeitos foram absorvidos por mudanças nas elasticidades. Assim, tais mudanças servem como amortecedor do crescimento econômico e as variações em seu desempenho acabam sendo menores em relação ao caso em que as elasticidades são constantes.

Em suma, as altas taxas de crescimento alcançadas foram possíveis pela melhora da situação externa do país devido ao excelente desempenho das exportações e ao elevado montante de entrada de capitais, apesar do

desempenho das exportações ter sido suficiente para compensar a elevação das importações e de que boa parte da entrada de capitais serviu para financiar déficits na balança de serviços, como podemos ver nas Tabelas 2 e 4. Em alguns anos, o fluxo de entrada de capitais chegou a ficar próximo a 6% do PIB (Tabela 4). Esses foram os meios de aliviar a situação externa do país e de elevar a taxa de investimento, pois com o alívio das restrições externas, os setores estatal e privado tiveram a oportunidade de realizar investimentos em vários setores e segmentos sem a preocupação com pressões da elevação dos bens e serviços importados. Essas medidas trouxeram resultados positivos sobre a dinâmica da economia. Adicionalmente, variações nas elasticidades serviram para suavizar as mudanças nas taxas de crescimento tanto para cima quanto para baixo.

#### **4.2 O retorno do fluxo de capitais (1992 – 2000)**

Depois de um longo período em que os recursos externos foram extremamente escassos, pelo menos para os países da América Latina. A partir de 1992 o cenário internacional começa a mudar. O saldo da conta capital, que apresentava resultados negativos desde 1985, se tornou novamente positivo, uma vez que fluxos voluntários de capital foram retomados.<sup>13</sup>

Segundo Aurélio (1999, p. 57-59), os novos fluxos de capital mostravam mudanças em relação à sua composição e ao seu comportamento. Desde 1994, os superávits da conta capital passaram a ser acompanhados por déficits em transações correntes, levando a economia novamente à captação líquida de poupança externa.<sup>14</sup> Nessa

---

<sup>13</sup> Este ocorreu, principalmente, por meio da colocação de *securities* no mercado internacional. O impulso à securitização deu-se pela perda de importância da intermediação bancária dos fluxos financeiros, portanto, o retorno das captações líquidas se deu em um contexto de mudança do padrão de financiamento externo das economias dos países em desenvolvimento (AURÉLIO, 1999, p. 75).

<sup>14</sup> Captação líquida de poupança externa é a situação em que fluxos positivos na conta capital cobrem os déficits na conta corrente. Quando há um fluxo positivo de capitais e um equilíbrio ou saldo positivo na conta corrente não se define a situação como captação líquida de poupança externa (AURÉLIO, 1999, p. 58).

situação, a sustentabilidade dos fluxos passa a remeter às condições de solvência externa da economia. Os dados do saldo das contas capital e de serviços e as elasticidades estão apresentados abaixo.

**Tabela 5 - Contas Capital e de Serviços (% do Pib) e as Elasticidades Renda das Importações: Período 1992–2000**

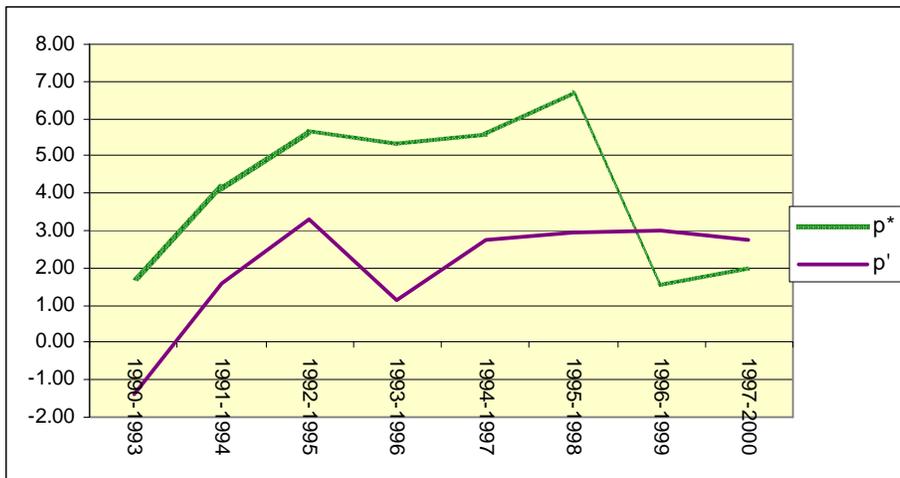
	<i>Saldo da Conta Capital (% do PIB)</i>	<i>Saldo da Conta de Serviços (% do PIB)</i>	<i>Conta Capital + Serviços (% do PIB)</i>	<i>Período</i>	$\pi^*$	$\pi'$
199 2	1,53	-2,93	-1,40	1990- 1993	1,73	-1,39
199 3	2,00	-3,63	-1,62	1991- 1994	4,11	1,56
199 4	2,63	-2,71	-0,08	1992- 1995	5,67	3,31
199 5	4,16	-2,64	1,53	1993- 1996	5,32	1,12
199 6	4,38	-2,64	1,74	1994- 1997	5,56	2,76
199 7	3,22	-3,25	-0,04	1995- 1998	6,69	2,94
199 8	2,62	-3,66	-1,03	1996- 1999	1,55	2,97
199 9	3,26	-4,88	-1,62	1997- 2000	1,97	2,74
200 0	3,80	-4,37	-0,57			

Fonte: Elaboração própria utilizando dados do Boletim do BCB, IBGE

Pelas elasticidades, pode se ver que, ao contrário do que ocorreu no período 1968-1980, em quase todo o período 1992-2000 o crescimento da economia brasileira foi superior ao preconizado pelo modelo de Thirlwall e Hussain (1982). A exceção ocorre a partir de 1996-1999 (Figura 2) devido aos efeitos de contaminação das crises externas da Ásia (1997), Rússia (1998) e Argentina (1999). Apesar da distância entre as duas elasticidades, entre 1992-1995 e 1995-1998 elas possuem tendências muito semelhantes, o que corrobora parcialmente com o modelo de Thirlwall e Hussain (1992). Essa distância se explica pelo fato do saldo

do BP<sup>15</sup> ser negativo para alguns anos. Para ver isso, basta comparar o saldo das contas de serviço e capital (Tabela 5) e balança comercial (Tabela 7) para perceber que a soma é negativa para alguns períodos.

**Figura 2 - Elasticidades renda das importações real e com restrição no balanço de pagamentos: 1992-2000.**



Fonte: Elaboração própria utilizando dados do Boletim do BCB, IBGE e *Bureau of Labor Statistics Washington*.

Novamente, as elasticidades agem no sentido de reduzirem a variação nas taxas de crescimento em relação ao caso onde elas sejam constantes. As maiores taxas de crescimento se deram entre 1993 e 1995 (Tabela 8), período em que ambas as elasticidades tendem a crescer. Com os impactos das crises financeiras, a taxa de crescimento sofreu redução significativa (Tabela 6), com a elasticidade renda das importações real da economia ( $\delta^*$ ) ficando em um patamar inferior àquela preconizada pelo modelo de Thirlwall e Hussain (1982) ( $\delta'$ ). O impacto na taxa de crescimento da renda teria sido ainda maior se não se registrasse tendência de queda da elasticidade.

<sup>15</sup> No presente estudo incluímos no BP as contas capital, serviço e balança comercial.

Diferentemente dos anos 70, a maior parte do endividamento foi feita pelo setor privado. Adicionalmente, boa parte da entrada de capitais, a partir de 1996, tem sido obtida por meio de investimentos estrangeiros diretos (IED) (Tabela 6).

O crescimento do fluxo do IED para o país foi considerável, passando de 0,06% do PIB, em 1990, para cerca de 5,5% do PIB, em 1999 e 2000 (Tabela 6). Comparando com o saldo da conta capital (Tabela 5), verificamos que o IED teve um papel cada vez mais importante para manter um saldo positivo desta.

**Tabela 6 - Evolução da participação das empresas estrangeiras, nacionais e estatais no total das vendas (%) e IED<sup>16</sup>**

	<i>Empresas Estrangeiras</i>	<i>Empresas Privadas Nacionais</i>	<i>Empresas Estatais Nacionais</i>	<i>Investimento Estrangeiro Direto (% do PIB)</i>
1990	31	42,7	26,2	0,06
1991	31	42,4	26,6	0,12
1992	31,3	41,7	27	0,30
1993	35	40,2	24,8	0,11
1994	32	44	24	0,32
1995	33,3	43,6	23,1	0,51
1996	34,1	42,1	23,8	1,18
1997	36,3	40,4	23,3	2,01
1998	43,5	39,4	17,1	3,01
1999	44,7	37,7	17,6	5,66
2000				5,20

Fonte: Exame – Melhores e Maiores, Boletim do Banco Central do Brasil.

Boa parte do IED resulta do programa de privatizações por qual o país passou, sendo o maior em economias emergentes, se não no mundo, e que começou com a venda de um bloco de controle da Cia. Vale do Rio Doce (BACHA, 1997, p. 32). A partir da década de 1990, até junho de 1999, o Brasil privatizou 119 empresas estatais, com geração de US\$ 70,3 bilhões em receitas e US\$ 16,6 bilhões em transferência para o setor privado de dívidas públicas (PINHEIRO, 1999, p. 178). A tendência de queda da

<sup>16</sup> Consideradas as 500 maiores empresas privadas e as 50 maiores estatais pela Revista EXAME.

participação das empresas estatais, no total das vendas, e o aumento da participação das empresas estrangeiras, apresentada na Tabela 6, também mostram que a maior parte da compra de empresas privatizadas era feita por estrangeiros.

O programa de privatizações mostrou ser importante para manter o déficit público sob controle, pois uma parte importante do IED se destinou à compra de empresas privatizadas. Segundo Bacha (1997, p. 32), o programa de privatização mostrou-se fundamental para redução das pressões fiscais, especialmente àquelas derivadas dos pagamentos de juros sobre a dívida pública, por meio da redução do principal da dívida, além da conseqüente redução no prêmio de risco.

Esse crescimento do fluxo de capitais, via IED, veio em boa hora, pois era preciso arrumar um meio de compensar os resultados negativos da balança comercial, que começaram a aparecer a partir de 1995 (Tabela 7).

A deterioração dos resultados obtidos na balança comercial é fruto tanto do fraco desempenho das exportações quanto do rápido crescimento das importações (Tabelas 7 e 8). Esta última, faz parte do processo de abertura comercial pela qual o país vinha passando, desde o final dos anos 80. Entre 1988 e 1993 foram eliminadas as principais barreiras não tarifárias, além da redução gradativa do nível e do grau de proteção da indústria local (AVERBUG, 1999, p. 46). Em 1995, a condução de políticas de importações foi subordinada aos objetivos da estabilização de preços. Tanto o desempenho das exportações, quanto das importações também ficou fortemente influenciado pela valorização do real no período.

**Tabela 7 - Exportação, importação, renda e saldo da balança comercial (% do PIB): período 1992–2000<sup>17</sup>**

	<i>Taxa de crescimento das exportações (%)</i>	<i>Taxa de crescimento das importações (%)</i>	<i>Taxa de crescimento da renda (%)</i>	<i>Saldo da Balança Comercial (% do PIB)</i>
1992	16,29	-0,01	-0,82	3,50
1993	-2,53	13,30	4,19	2,23
1994	-9,49	1,60	5,99	1,11
1995	-12,01	20,69	4,24	-1,33
1996	0,64	5,39	2,66	-1,69
1997	11,15	17,83	3,27	-2,37
1998	6,57	2,55	0,22	-2,13
1999	12,04	-14,79	0,79	0,30
2000	10,97	9,51	4,46	0,44

Fonte: Elaboração própria utilizando dados do IBGE, Boletim do BCB.

No começo desse período, a economia convivia com as restrições externas e com um processo de instabilidade econômica e política, além das medidas restritivas, como o confisco das poupanças, resultando em uma queda de investimentos produtivos (FURTADO, 1998, p. 227). As conseqüências sobre o PIB podem ser vistas pela taxa negativa de crescimento, em 1992 (Tabela 7). Entre 1993 e 1997, a economia alcançou taxas de crescimento razoavelmente elevadas, mesmo com a redução do valor das exportações, que foi possível, entre outros fatores, graças à entrada maciça de capitais e a estabilização dos preços, que permitiram um grande aquecimento do consumo (PASTORI E PINOTTI, 1996 e Tabelas 5 e 7).

Após 1997, as taxas de crescimento econômico foram muito baixas, refletindo as crises externas que afetaram a economia do país. Os investidores institucionais enfrentavam problemas de liquidez, desencadeando uma migração em direção à segurança e gerando temores de uma quebra global do crédito. Os investidores se retiraram do mercado, dificultando a situação para o Brasil e outros países que dependiam dos mercados de capitais internacionais para financiarem seus déficits externos (EICHENGREEN, 1999, p. 90).

<sup>17</sup> Os dados foram retirados das Contas Nacionais do IBGE, com exceção das taxas de crescimento das exportações e importações em 2000, que foram retirados do Boletim do BCB.

Nesse período, a renda do país cresceu 28,76%, equivalendo a uma taxa de crescimento de 3,21%, ao ano. Esse padrão, em que períodos de crescimento eram seguidos por problemas no BP, é bem exposto por Cavalcanti (2002):

Por diversas vezes ensaiou-se arrancadas na produção industrial, mas o crescimento – não raro vigoroso – acaba sendo interrompido após um breve período. Em todos os casos, crises associadas ao balanço de pagamentos estiveram na raiz da reversão (p. 175).

Os dados estão apresentados na tabela abaixo

**Tabela 8 - Exportação, importação, renda e coeficientes de importação e exportação: período 1992–2000<sup>18</sup>**

	<i>Exportações (1992 = 100)</i>	<i>Importações (1992 = 100)</i>	<i>Renda (1992 = 100)</i>	<i>Coefficiente de Importação</i>	<i>Coefficiente de Exportação</i>
1992	100,00	100,00	100,00	6,93	10,43
1993	97,47	113,30	104,19	7,54	9,76
1994	88,23	115,11	110,43	7,22	8,34
1995	77,63	138,93	115,11	8,36	7,04
1996	78,12	146,42	118,17	8,59	6,90
1997	86,83	172,52	122,04	9,80	7,42
1998	92,54	176,92	122,31	10,02	7,89
1999	103,68	150,75	123,27	8,48	8,78
2000	115,06	165,09	128,76	8,89	9,32

Fonte: Elaboração própria utilizando dados do IBGE, Boletim do BCB.

As exportações tiveram um fraco desempenho, com diminuição de seu valor por três anos consecutivos, de 1993 a 1995. Como resultado, em todo o período, elas aumentaram apenas 15,06%, o que equivale a uma taxa de crescimento de 1,77% ao ano.<sup>19</sup> Como o crescimento da renda

<sup>18</sup> Os dados foram retirados das Contas Nacionais do IBGE, com exceção das taxas de crescimento das exportações e importações em 2000, que foram retirados do Boletim do BCB.

<sup>19</sup> É preciso ter cautela na análise dos dados, pois utilizando dados do Boletim do BCB, o desempenho das exportações foi superior, assim como o aumento das importações.

foi maior, o coeficiente de exportações caiu de 10,43% para 9,32% (Tabelas 7 e 8). No mesmo período, o crescimento da renda também revelou-se pequeno, o que, mais uma vez, deu suporte à teoria de Krugman (1988), embora o fraco desempenho do setor exportador estar associado, em grande medida, à excessiva valorização cambial.

Em suma, neste período, o país presenciou o retorno do fluxo de capitais, o que explica qual elemento permitiu o alívio das restrições externas para o crescimento do país. Além do crescimento, esse capital também financiou a abertura do mercado brasileiro às importações. Se esse fluxo não tivesse existido, o crescimento do país teria sido mais fraco, dado o pífio desempenho das exportações e, provavelmente, a trajetória de estabilização de preços não teria tido tanto sucesso já que ela se apoiou, em certos momentos, na excessiva entrada de produtos importados para satisfazer o crescimento da demanda interna sem elevar o nível de preços.

## 5. Conclusão

De acordo com o modelo de Thirlwall (1979) e Thirlwall e Hussain (1982), as economias devem respeitar a restrição do BP, ou seja, existe uma determinada taxa de crescimento econômico a qual os países não podem exceder, a longo prazo. Há a possibilidade de que os países cresçam a taxa superiores ao da lei de Thirlwall de 1979 caso: 1) o país tenha um superávit na balança de serviços; 2) exista um fluxo de entrada de capitais em direção à economia doméstica; 3) haja queda na elasticidade renda das importações. Ainda há outra maneira de o país elevar seu crescimento, mas sem desrespeitar a Lei de Thirlwall: elevação das exportações.

No presente estudo, a análise da economia brasileira utilizando o modelo de Thirlwall e Hussain (1982) mostrou ser compatível em alguns momentos, principalmente entre 1966-1969 e 1974-1977. Nos outros períodos o modelo não mostrou ter um grande poder explicativo sobre o comportamento da economia brasileira. No segundo período da análise, entre 1990-1993 e 1995-1998, as duas elasticidades apresentaram a mesma

tendência, apesar da elevada distância entre as duas. Esta se deve, possivelmente, a componentes do balanço de pagamentos (BP) não inclusos na análise. Nos períodos 1975-1978, 1976-1979, 1996-1999, 1997-2000 o modelo não se mostrou adequado para representar o crescimento da economia brasileira, pois estava sendo afetada por crises que afetam as expectativas dos agentes e, desse modo, mesmo que a economia não estivesse sendo restringida pelo BP, os agentes econômicos não estariam com muitos ânimos para investimento e consumo, colocando o crescimento da economia aquém do seu potencial dado pelo modelo de Thirlwall e Hussain. Assim, o modelo não se mostrou totalmente compatível com estudos anteriores, como os de Bértola et al. (2002) e Jayme Jr. (2001) nos quais o modelo é compatível para grandes períodos da economia brasileira. Por isso a importância em se estudar vários sub-períodos, fato que nos permite perceber que o modelo só é válido em determinados momentos da economia e não em todos.

De acordo com o trabalho de Nakabashi (2003), é possível observar que as elasticidades renda das importações variam de modo a compensar o fluxo de capitais, ou seja, quando há períodos de entrada líquida, a elasticidade aumenta e em períodos em que esses recursos são escassos ocorre uma redução da elasticidade, com o mesmo acontecendo no presente estudo. Assim, a elasticidade não só varia no tempo, mas serve como um meio de suavizar as restrições externas e, portanto, tornar o processo de crescimento econômico mais estável. Barbosa-Filho (2004) chama a atenção para o fato de que a elasticidade renda das importações no Brasil é variável e que este fato é importante para a análise das restrições externas, porém, não faz uma análise mais detalhada dessa questão.

Outro ponto importante é que a relação inversa de causalidade apontada por Krugman parece ser importante em certos momentos da história da economia brasileira, como no período do milagre econômico, em que o crescimento estimulou a diversificação da pauta de exportações, com impactos positivos sobre as exportações. Estas, por sua vez, tiveram um impacto positivo sobre o alívio das contas externas. Desse modo, em determinados momentos, parece haver uma relação de dupla causalidade,

com ambas as teorias se comportando mais como complementares do que concorrentes.

No período de estudo, o fator decisivo na explicação do melhor desempenho da economia, na época do regime militar, foi o desempenho do setor exportador. Enquanto neste período as exportações cresceram a uma taxa média anual de 12,54%, na década de 1990, esse crescimento foi de apenas 1,77%, ao ano. Os fluxos de capitais, embora tenham sido importantes, serviram principalmente para cobrir os déficits na balança de serviços, em ambos os períodos.

O desempenho impressionante das exportações no primeiro período foi o resultado de um esforço consciente de estímulo às exportações e de diversificação de sua pauta, elevando a elasticidade renda das exportações. No segundo período, a ênfase excessiva sobre o processo de estabilização de preços fez com que o setor exportador fosse relegado a um segundo plano, sem se dar conta de que ele poderia ter sido um instrumento importante para o processo de estabilização na medida em que geraria divisas, permitindo um maior fluxo de importações para o controle dos preços, além de servir como blindagem contra as crises financeiras externas. Na década de 1990, a escolha feita foi pela venda de ativos domésticos (estatais principalmente) de modo a conseguir um grande fluxo de entrada de capitais sem causar grandes impactos na dívida externa. De fato, a dívida externa do governo até diminuiu, enquanto a dívida externa total não se elevou muito. No entanto, sem vender ativos domésticos para os estrangeiros, o governo militar conseguiu melhor desempenho econômico, o que nos leva a concluir que caso se tivesse dado maior importância ao setor exportador, poderíamos ter presenciado um crescimento muito mais vigoroso da economia na década de 1990 e com menores turbulências geradas pelas crises financeiras.

## Referências

- AURÉLIO, M. M. Poupança Externa e o Financiamento do Desenvolvimento. In: PEREIRA, F. (Org.). *Financiamento do Desenvolvimento Brasileiro*, Brasília: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA), 1999.
- AVERBUG, A. Abertura e Integração Comercial Brasileira na Década de 90. In: GIAMBIAGI, F. e MOREIRA, M. M. *A Economia Brasileira nos Anos 90*. 1. ed. Rio de Janeiro: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), 1999.
- BACHA, E. Privatização e Financiamento no Brasil, 1997-99. In: Velloso, J. P. R. (Org.). *Brasil: desafios de um país em transformação*. Rio de Janeiro: José Olympio, 1997.
- BAER, W. *A Industrialização e o Desenvolvimento Econômico do Brasil*. 7. ed. Rio de Janeiro: Editora da Fundação Getúlio Vargas, 1988.
- BARBOSA-FILHO, N. H. The Balance of Payments Constraint: From Balanced Trade to Sustainable Debt. *Center for Economic Policy Analysis Working Paper*, v. 6, p. 1-24, 2002.
- BARBOSA-FILHO, N. H. Growth, Exchange Rates and Trade in Brazil: a Structuralist Post-Keynesian Approach. *Nova Economia*, v. 14, n. 2, p. 59-86, 2004.
- BERTOLA, L.; HIGACHI, H.; PORCILE, G. Balance of Payments Constraint Growth in Brazil: a Test of Thirlwall's Law, 1890-1973. *Journal of Post-Keynesian Economics*, v. 25, n. 1, p. 123-140, 2002.
- CAVALCANTI, M. A. Crescimento Econômico, Resposta Exportadora e Poupança. *Estudos e Pesquisas, XIV Fórum Nacional*, v. 21, p. 1-30, 2002.
- FURTADO, M. B. *Síntese da Economia Brasileira*. 6. ed. Rio de Janeiro: Livros Técnicos e Científicos, 1998.
- JAGUARIBE, H. *Alternativas do Brasil*. 3. ed. Rio de Janeiro: José Olympio, 1989.
- JAYME JR., F. G. 2001. *Balanced-of-Payments Constrained Economic Growth in Brazil*. Texto para Discussão CEDEPLAR/UFMG, n. 155, p. 1-27, 2001.
- KRUGMAN, P. Differences in Income Elasticities and Trends in Real Exchange Rates. *NBER Working Paper*, n. 2761, p. 1-37, 1988.
- LAGO, L. A. C. A retomada do crescimento e as distorções do “milagre”: 1967-1973. In: ABREU, M. P. (Org.). *A ordem do progresso: cem anos de política econômica republicana, 1889-1989*. Rio de Janeiro: Campus, 1990.

LORENZO-FERNANDEZ, O. S. *A Evolução da Economia Brasileira*. 2. ed. Rio de Janeiro: J. Zahar, 1980.

MCCOMBIE, J. S. L.; THIRLWALL, A. P. Economic Growth and the Balance of Payments Revisited. In: ARESTIS, P.; PALMA, G.; SAWYER, M. (Ed.). *Markets, Unemployment and Economic Policy: Essays in Honour of Geoffrey Harcourt*. v. 2, London: Routledge, p. 498-511, 1997.

MADDISON, A., et al. *The Political Economy of Poverty, Equity, and Growth, Brazil and Mexico*. New York: World Bank Oxford University Press, 1992.

MORENO-BRID, J. C. On Capital Flows and the Balance-of-Payments-Constraint Growth Model. *Journal of Post Keynesian Economics*, v. 21, n. 2, p. 283-298, 1998.

NAKABASHI, L. *Crescimento com restrição no Brasil: uma abordagem com diferentes Elasticidades*. Texto para Discussão CEDEPLAR/UFMG, n. 203, p. 1-18, 2003.

PASTORE, A. C.; PINOTTI, M. C. O futuro do Real: o uso das políticas fiscal e monetária para a estabilização interna e externa. In: VELLOSO, J. P. R. *O Real, o crescimento e as reformas*. Rio de Janeiro: José Olympio, 1996.

PINHEIRO, A. C. Privatização no Brasil: Por quê? Até Onde? Até Quando? In: GIAMBIAGI, F. e MOREIRA, M. M. (Org.). *A economia brasileira nos Anos 90*. 1. ed. Rio de Janeiro: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), 1999.

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

THIRWALL, A. P. The Balance of Payments Constraint as a Explanation of International Growth Rate Differences. *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, 128, March, 1979.

THIRLWALL, A. P.; HUSSAIN, M. N. The Balance of Payments Constraint, Capital Flows and Growth Rate Differences Between Developing Countries. *Oxford Economic Papers*, v. 10, p. 498-509, 1982.

THIRWALL, A. P.; MCCOMBIE, J. S. L. *Economic Growth and the Balance-of-Payments Constraint*. Grã-Bretanha: Macmillan, 1994.