



Texto para Discussão 030 | 2020

Discussion Paper 030 | 2020

Fluxos financeiros, poupança externa e desenvolvimento: as três abordagens no debate brasileiro

Rodrigo Vergnhanini

Professor Adjunto do Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ).

ORCID: <https://orcid.org/0000-0001-5609-6222>.

E-mail: rodrigo.vergnhanini@ie.ufrj.br

André Martins Biancarelli

Professor do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas (UNICAMP).

ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-2224-3607>.

E-mail: andremb@unicamp.br

This paper can be downloaded without charge from

<https://www.ie.ufrj.br/publicacoes-j/textos-para-discussao.html>

Fluxos financeiros, poupança externa e desenvolvimento: as três abordagens no debate brasileiro

Outubro, 2020

Rodrigo Vergnhanini

Professor Adjunto do Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ).

ORCID: <https://orcid.org/0000-0001-5609-6222>.

E-mail: rodrigo.vergnhanini@ie.ufrj.br

André Martins Biancarelli

Professor do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas (UNICAMP).

ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-2224-3607>.

E-mail: andremb@unicamp.br

Resumo

O recebimento de fluxos financeiros do exterior sempre foi um elemento crucial na discussão do desenvolvimento econômico no Brasil: desde o modelo orientado “para fora” da segunda metade do século XIX, marcado pela alta integração financeira, passando pelo período de industrialização por substituição de importações com a reposição sucessiva das condições de estrangulamento externo, até o período mais recente, pós-reformas liberalizantes dos anos 1990. Ao longo da história, explicita-se a complexidade da forma de associação entre o financiamento externo e o desenvolvimento econômico nacional, entendido nas suas dimensões de crescimento econômico, mudança estrutural e sustentabilidade das contas externas. O presente artigo busca, primeiramente, apresentar e sistematizar essas relações segundo as principais teorias presentes no debate brasileiro: a liberal convencional e a “novo-desenvolvimentista”. Em ambas visões, o conceito de “poupança externa” adquire protagonismo, ainda que com efeitos diametralmente opostos. Em segundo lugar, a partir de contribuições de outros autores, busca-se apresentar e articular os elementos constitutivos de um enfoque alternativo, denominado de “abordagem da escassez de divisas”. Pretende-se com isso, delinear contornos de uma linha de pesquisa convergente com os desenvolvimentos empíricos mais recentes sobre o tema e contribuir para o avanço do pensamento econômico crítico brasileiro.

Palavras-chave: fluxos financeiros, financiamento externo, poupança externa, crescimento, desenvolvimento.

Abstract

Capital inflows have always been present in the discussion of Brazilian economic development: ever since the outward-oriented, financial-integrated model from the second half of the XIX century, passing by the external-constrained, import-substitution industrialization process, to the liberalization reforms after de 1990s. Throughout the analysis of Brazilian economic history, one easily notes the complexity of the association between external financing and the components of economic development, taken as growth, structural change and sustainable external accounts. Thus, the first objective of this article is to explore these theoretical associations according to the main theories in the Brazilian literature: the liberal, conventional and the new-developmental ones. In both of them, the concept of “external savings” plays central role, although being predicted to generate the very opposite effects. Secondly, based on the contributions of other heterodox authors, it seeks to present some theoretical underpinnings as constituting of an alternative approach, which could be called the “scarce foreign exchange” approach. The purpose is to define the contours of a research program which is consistent with the most recent empirical findings in this field and, thus, to contribute to the advancement of the Brazilian critical economic theory.

Keywords: capital flows, external financing, external savings, growth, development

Introdução

Desde as formulações estruturalistas originais sobre a condição de atraso das economias latino-americanas, a questão externa foi apresentada como aspecto fundamental e incontornável (BIELSCHOWSKY, 2000). Na segunda metade do século XIX, a partir da inserção externa da região como “periferia complementar” ao desenvolvimento industrial inglês e sua grande integração financeira internacional, não apenas a dinâmica de acumulação era ditada pelas economias do centro (no modelo designado pela CEPAL de desenvolvimento *hacia afuera*), como as crises se impunham externamente sobre a periferia de forma periódica e definitiva, sem que esta tivesse chances de se proteger, gerando um padrão de instabilidade cíclica sobre a economia doméstica.

Posteriormente, no modelo “mais fechado” de industrialização por substituição de importações, a problemática da restrição externa se imporia de forma renovada a cada ciclo, no movimento recorrente de estrangulamento da capacidade para importar (TAVARES, 1972). Nesse aspecto, a questão do financiamento externo foi colocada, de formas diferentes em diferentes períodos, como um recurso (cuja disponibilidade foi amplamente variável) à continuidade do projeto industrializante.

Finalmente, após uma década de estagnação da renda per capita fruto dos efeitos da crise da dívida externa, o período após os anos 1990 observou a retomada dos processos de abertura e integração financeira, com crescimento expressivo dos ativos e passivos externos, cujos efeitos sobre a trajetória de desenvolvimento da economia brasileira permanecem controversos.

Debruçando-se sobre essa problemática, o presente artigo se propõe a identificar e sistematizar as diferentes visões teóricas sobre as relações entre fluxos financeiros externos e desenvolvimento econômico presentes no debate acadêmico brasileiro. Motivam o mapeamento aqui tentado não apenas a importância do tema, mas também a disseminação, no campo heterodoxo, de ideias com pressupostos e consequências muito distintas, cujos contrastes se julga útil clarear.

“Desenvolvimento econômico” será tratado especificamente em termos de crescimento, sustentabilidade das contas externas e mudança da estrutura produtiva doméstica. A

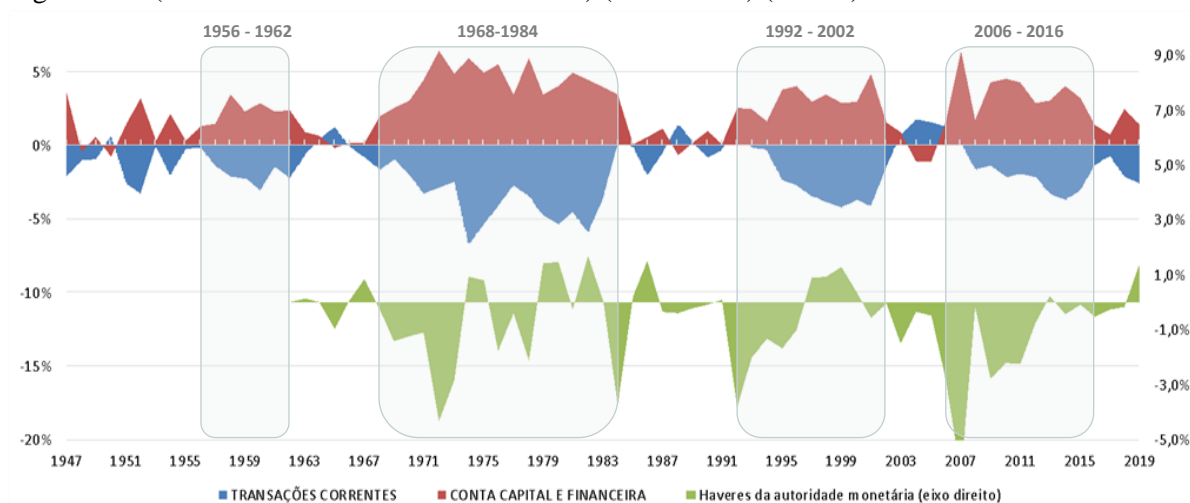
“poupança externa” também será objeto de investigação, dada a sua recorrência e importância no debate brasileiro. Seu conceito decorre da igualdade contábil entre poupança e investimento numa economia aberta, podendo ser definido como o fluxo de financiamento externo que seria contrapartida a um déficit nas Transações Correntes na situação de variação nula nas reservas internacionais (ou no resultado do Balanço de Pagamentos).

O artigo está organizado, além dessa Introdução e da Conclusão, em quatro seções. A primeira faz uma rápida panorâmica das diferentes fases e formas pelas quais se combinaram, no Brasil desde a segunda metade do século passado, a absorção de fluxos de capital, o dinamismo econômico e a evolução da estrutura produtiva. Nas três seguintes são apresentados os pressupostos, mecanismos teóricos e resultados previstos para três visões concorrentes sobre a relação entre financiamento externo e desenvolvimento econômico. A segunda seção resume a abordagem convencional sobre o tema, predominante não apenas no Brasil mas cujo prestígio foi abalado nas últimas duas décadas. É contra ela que se apresentam duas outras visões, mais interessantes para os objetivos do trabalho. A formulação “novo-desenvolvimentista”, que nasceu no início dos anos 2000 como crítica ao “crescimento com poupança externa”, é tratada na seção III. E na IV, parte-se de algumas importantes críticas advindas da heterodoxia à abordagem novo-desenvolvimentista, e propõe-se elementos constitutivos de uma visão alternativa, denominando-a “abordagem da escassez de divisas”.

1 Uma panorâmica da evidência histórica

Os dados do Balanço de Pagamentos do Brasil estão disponíveis em formato comparável desde 1947. Feitas algumas adaptações¹, um painel dos mais de 70 anos desde então (Gráfico 1) permite visualizar algumas regularidades e períodos distintos. Quatro são os momentos que demandam mais atenção.

Gráfico 1 - Os ciclos do financiamento externo na economia brasileira (1947-2019) - Transações Correntes e Conta Capital e Financeira (eixo esquerdo) e Resultado do Balanço de Pagamentos (ou Haveres da autoridade monetária) (eixo direito) (% PIB)



Fonte: dados do Balanço de Pagamentos e PIB em dólar (1962-2020) obtidos no BCB, PIB em dólar (1947-1961) obtidos no IPEADATA

¹ Para compatibilizar a série histórica do Balanço de Pagamentos, na metodologia BPM5, disponível de 1947 a 2014, com a atual metodologia BPM6, disponível para os anos mais recentes, foram adotadas as seguintes adaptações: a conta Ativo de Reservas foi subtraída do total da Conta Financeira e o sinal da Conta Financeira e suas subcontas foram invertidos (em que o sinal negativo corresponde a captações líquidas). Ainda assim, as séries carregam algumas diferenças. A principal delas diz respeito ao fato de que, no BPM5, os fluxos brasileiros de investimento direto estão subestimados dada a ausência da compilação do componente de lucros reinvestidos desde 1999. A BPM6 corrige essa distorção e inclui o cômputo dos lucros reinvestidos, contabilizados tanto na conta de renda primária das transações correntes como no investimento direto da conta financeira. Tendo sido os lucros reinvestidos por grupos estrangeiros no Brasil muito maiores, em montante, que os lucros reinvestidos de empresas brasileiras no exterior, o efeito líquido é o inchamento das despesas da conta “renda primária” e o correspondente aumento dos passivos do investimento direto estrangeiro no Brasil (modalidade participação no capital). Para mais detalhes, acessar: https://www.bcb.gov.br/content/estatisticas/Documents/notas_metodologicas/balanco_pagamentos/bpm6/nm3bpm6p.pdf

A primeira fase de financiamento externo volumoso da história acima registrada coincide em parte com o Plano de Metas (1956-61). Neste, o esforço concentrado de industrialização esteve assentado no conhecido “tripé”, cabendo ao investimento direto estrangeiro (IDE) das multinacionais americanas e europeias e responsabilidade sobre o setor de bens de consumo duráveis. Do ponto de vista das contas externas, as captações pela Conta Capital e Financeira foram de, em média, 2,3% do PIB ao ano, sendo 40% desse valor composto por IDE e os 60% restantes, por Outros Investimentos (empréstimos do exterior). Com relação às Transações Correntes, o déficit foi de 1,8% do PIB em média (a diferença para as captações corresponde aos Erros e Omissões nesta fase, não havendo acúmulo de reservas). Foi um período de forte crescimento do PIB (8,2% a.a.)² e o mais notório exemplo de mudança estrutural concentrada no tempo: a participação da agropecuária e da indústria eram respectivamente 23,5% e 25,6% do PIB em 1955, e passaram para 17,6% e 32,6% em 1960 (VILLELA, 2005). Ainda que não tão dramática como as experiências que se seguiriam, o *boom* termina em crise cambial (em muito influenciada pela queda no preço do café), queima de reservas e negociações fracassadas com o FMI.

Após o penoso ajuste do início dos anos 1960, outra fase de ampla entrada fluxos financeiros se inicia no final daquela década. Respondendo em parte a mudanças regulatórias e incentivos domésticos, mas principalmente à expansão do “Euromercado”, entre 1968 e 1973 as captações foram superiores às necessidades expressas nas Transações Correntes, resultando na ampliação no estoque de reservas internacionais. É o período de maior dinamismo registrado na história brasileira (o PIB se expandiu 11,2% a.a. durante o “Milagre”) mas, do ponto de vista estrutural, não é um período de grandes transformações.

Já a partir de 1974, em meio ao primeiro choque do petróleo, a aposta do governo por meio do II PND foi completar o processo de industrialização com recurso ao endividamento externo, confiando na continuidade da ampla liquidez internacional. Ampliou-se o déficit em Conta Corrente (para 4,8% do PIB, na média, entre 1974 e 82).

² Os dados relativos à taxa de crescimento do PIB, tratados nesta seção, foram extraídos da base de dados do Banco Central do Brasil.

A captação financeira foi basicamente no mesmo montante, sendo formada em 80% por Outros Investimentos (empréstimos externos). O crescimento caiu para ainda altos 6,7% a.a. e entraves estruturais nos segmentos de infraestrutura, energia e bens de capital foram superados, além da participação relativa dos produtos semimanufaturados e manufaturados na pauta de exportações se ampliar ainda mais.

O fim desta história é bastante conhecido: o choque dos juros americanos em 1979 e, mais ainda, a moratória mexicana em 1982 geram um colapso nos fluxos financeiros externos, o mais duradouro já registrado. Todas as dificuldades da “década perdida” partirão desta realidade, e do ajuste sobre nível de atividade, projetos de desenvolvimento e papel do Estado que ela impôs.

O terceiro ciclo de absorção tem como marco o retorno dos capitais externos ao país a partir de 1992, no contexto das medidas de liberalização financeira e comercial e da renegociação da dívida nos marcos do Plano Brady (no Brasil só concluída em 1994). Um período de equilíbrio nas TC até 1994 acompanhado pela elevação na entrada de recursos externos (puxada pelos investimentos em carteira, da ordem de 1,5% do PIB ao ano), resulta em forte acúmulo de reservas internacionais – que viriam a ser fundamentais na exitosa estratégia anti-inflacionária do Plano Real. No período posterior, de 1995 a 2001, a CCF registrou ampliação significativa das captações líquidas, em média 3,3% do PIB ao ano, com aumento gradativo e predomínio dos fluxos de IDE. Aqui há rápida e intensa deterioração na Conta Corrente: déficit médio de 2,6% do PIB entre 1995 e 1996, 3,7% do PIB entre 1997 e 1998 e, por fim, 4,2% PIB em 1999 – patamar este mantido até 2001. A partir de 1997, o déficit corrente foi superior às captações financeiras do exterior, significando perda de reservas internacionais (na ordem de 1% do PIB nos três últimos anos da década).

O crescimento foi significativamente mais baixo que em outros períodos de abundância (apenas 2,5% a.a.) e, do ponto de vista estrutural, a década foi marcada pela falência de alguns segmentos industriais (fruto da abrupta exposição à competição externa), e início do processo que mais tarde seria caracterizado como “desindustrialização” (tanto no emprego como no valor adicionado). Novamente, o período se encerra com crise cambial, em 1999, e uma sucessão de estrangulamentos externos que perdura pelo menos até 2003

(levando a três pacotes de socorro com o FMI neste breve intervalo, que “inflam” os números líquidos de fluxos desde o final de 1998).

O quarto ciclo de financiamento externo da economia brasileira é precedido por uma fase (2003 a 2005) em que a ampla liquidez internacional foi utilizada para superar a escassez de divisas, saldar os compromissos com o FMI e liquidar boa parte da dívida externa pública e privada. Por isso, do ponto de vista líquido mostrado no Gráfico 1, o intervalo relevante parece ser de 2006 a 2014. Nesse período, as captações líquidas anuais foram de 3,6% do PIB, em média, sendo aproximadamente 60% destas oriundas de investimentos diretos no país e os 40% restantes, de investimentos em carteira. As Transações Correntes registraram o primeiro déficit em 2008, sendo este mantido em torno da média de 1,9% do PIB até 2012. Entre 2013 e 2015, evoluiu para 3,3% do PIB³. Ao longo do período, o país acumulou um grande montante de reservas (que passaram de US\$ 53,8 bilhões em jan/2006 para US\$ 357 bilhões em dezembro de 2015). Considerando o período como um todo, o país cresceu a taxas médias de 2,8% a.a. (ao desconsiderar 2015, ano em que o país passou por uma grande recessão, a média eleva-se para 3,6% a.a.). Do ponto de vista estrutural, o período foi marcado por um tênue processo de desindustrialização, ou seja, perda relativa no valor adicionado da indústria, e de reprimarização da pauta de exportações, em meio a uma estratégia que conciliou retomada do papel do Estado com ampliação do crédito e distribuição da renda pessoal.

Esse período terminou com uma grande recessão doméstica, tendo contribuído decisivamente para tanto a adoção de políticas econômicas de ajuste fiscal e choque simultâneo em vários preços macroeconômicos (como a taxa básica de juros, câmbio e tarifas). Mas não houve, nem nos momentos mais críticos deste período adverso enfrentado em toda a segunda metade da década de 2010, nada parecido com escassez de divisas ou crise cambial (BIANCARELLI; ROSA; VERGNHANINI, 2017).

Desta longa trajetória, e dos seus diferentes momentos (sintetizados na Figura 1), o que se extrai é, no mínimo, a evidência de distintas combinações entre os aspectos aqui

³ Conforme discutido na nota de rodapé n. 4, o valor da conta corrente em 2015 tende a ser aumentado devido à mudança metodológica BPM6 que passa a considerar o cômputo dos lucros reinvestidos.

examinados: trajetória das contas externas (nas Transações Correntes Conta Financeira e Reservas), crescimento e impactos sobre a estrutura produtiva. Contra esse pano de fundo, pode-se passar ao exame das distintas reflexões mais abstratas sobre a relação entre tais fenômenos, iniciando pelas ideias mais frequentemente encontradas no debate econômico.

Figura 1. Períodos de alta absorção de fluxos financeiros na economia brasileira: síntese

		1951-62: “Plano de Metas	1967-82		1992-2001: Reformas liberalizantes e Plano Real	2006-2014
			“Milagre” (1968-73)	II PND (1973-1979)		
Contas Externas	Transações Correntes	Déficit moderado	Equilíbrio em bens e serviços	Grandes déficits	Do equilíbrio para fortes déficits	De superávits para fortes déficits
	Conta Financeira	Forte absorção CF (IDE)	Forte Absorção (dívida)	Forte Absorção (dívida)	Forte Absorção (Carteira e IDE)	Forte absorção (Carteira e IDE)
	Varição de Reservas	Perda progressiva de reservas	Acúmulo de reservas	Perda acelerada de reservas	Acúmulo e posterior perda de reservas, FMI	do desendividamento para o forte acúmulo de reservas internacionais
Crescimento		Acelerado	Excepcional	Alto	Baixo	Baixo na média, com intervalo de aceleração
Mudança estrutural		Industrialização pesada concentrada no tempo	Poucas alterações	Mudança estrutural para “completar a estrutura industrial”	Especialização regressiva; início da “desindustrialização”	“Desindustrialização” contínua

Fonte: Elaboração própria

2 Hiato de recursos, poupança externa, convergências: a abordagem convencional

No início de 1997, quando o Brasil apresentava um expressivo resultado negativo nas suas Transações Correntes (como visto acima), uma das principais autoridades econômicas encarava tal resultado com confiante tranquilidade:

“Na verdade, eu acho que é melhor ter déficit do que superávit. (...) é melhor ter poupança externa do que despoupança externa. (...) o Brasil ainda não se acostumou com a ideia de ser um país normal. Parte da normalidade de uma economia emergente é ter déficits (...) o Brasil não tem excesso de poupança interna. Tem é escassez. É esquisito o Brasil exportar poupança.”⁴

Mais do que vinculados àquela conjuntura específica ou ao seu porta voz, tais argumentos exprimem com clareza as formulações teóricas convencionais sobre o tema deste artigo.⁵ Nelas, os fluxos de capital são vistos como decorrências da operação do “lado real” da economia receptora (representado pelas Transações Correntes). Um resultado negativo nesta conta ensejaria a “contribuição da poupança externa” ao desenvolvimento de países que, dessa maneira, poderiam consumir e investir mais do que o permitido por seus próprios esforços e recursos. A contrapartida seria a assunção de passivos externos, que seriam saldados posteriormente com as divisas geradas pelo avanço da estrutura produtiva, financiado desde fora. A argumentação é bastante difundida e desemboca na corriqueira promessa de convergência – da taxa de juros, das taxas de crescimento, e da

⁴ Gustavo Franco, então diretor de Assuntos Internacionais do Banco Central do Brasil, em entrevista à Folha de São Paulo em 09/03/1997 (ALVES, 1997).

⁵ Para variar o contexto, o tema específico e o personagem, tome-se este trecho mais recente, também veiculado na imprensa: “Em geral, a equação de paridade deve valer: o juro doméstico corrigido pelo risco, somado à taxa de (des)valorização da moeda, tem que ser igual ao juro internacional. Ou seja, para que os juros domésticos em reais sejam baixos sem gerar saídas de capital, é necessário que os investidores esperem que o real se fortaleça. Para que isso ocorra, temos que partir de uma situação de superávit expressivo nas contas externas. A construção do superávit externo estrutural dependerá de um ajuste fiscal estrutural.” (PESSOA, 2020)

própria estrutura produtiva. Apesar de simples, vale a pena detalhar pouco mais o raciocínio, para realçar os aspectos que interessam mais de perto.

Do ponto de vista da oferta de recursos, as formulações têm fundamentos decorrentes dos modelos neoclássicos das trocas internacionais, na linha Hecksher-Ohlin: o capital abundante nos países desenvolvidos, desde que desimpedido, tende a se deslocar às melhores oportunidades de investimento e às mais elevadas taxas de remuneração das economias com escassez relativa de recursos para financiar a inversão. Quando se afirma, neste arcabouço, que os fluxos de capital se guiam pelos diferenciais de taxas de juros, a origem “real” do raciocínio também não se esconde – como explicitado no trecho mencionado na nota de rodapé n. 5. Só haveria tal diferencial em resposta a dotações distintas de poupança.

Trata-se de um dos resultados principais da aplicação da macroeconomia convencional à análise dos problemas do desenvolvimento: a identificação da carência de recursos previamente poupados como limitante para o montante do investimento. A solução é o apelo à contribuição da poupança externa, possibilitada pela eliminação dos entraves à livre movimentação do capital por entre as fronteiras, e que não só coloca à disposição maior quantidade de recursos, como também reduz as taxas de juros e outras taxas de rendimento⁶. Se a poupança doméstica é insuficiente para financiar o investimento, pode-se (ou deve-se) incorrer em déficits em Conta Corrente para suplementar os recursos poupados internamente.

Em outra formulação muito frequente, seria um perfeito exemplo de comércio intertemporal, com o país deficitário importando consumo presente e exportando futuro (quando efetuar a liquidação dos passivos); e o país fornecedor da poupança fazendo a troca intertemporal no sentido contrário. Para além da sustentabilidade das contas

⁶ Anote-se que esta argumentação acompanha quase que perfeitamente o raciocínio dos “benefícios teóricos” de uma ordem financeira internacional integrada (OBSTFELD; TAYLOR, 2004, seção 1.1). Esta lista, na apreciação crítica feita em Biancarelli (2007), contém: (i) compartilhamento e diversificação internacional de riscos; (ii) financiamento de desequilíbrios passageiros de balanço de pagamentos; (iii) acesso à poupança externa para o financiamento do investimento e do desenvolvimento, e (iv) disciplina sobre a política econômica.

externas, portanto, aqui há uma associação clara entre absorção de recursos e crescimento econômico, extrapolando os limites dados pelas dotações presentes de recursos.

Porém, o terceiro aspecto que interessa aqui também está presente no raciocínio: entre um ponto e outro no tempo, a “missão” da poupança externa, não seria apenas contábil ou macroeconômica: o investimento por ela possibilitado ensejaria a transformação da estrutura produtiva que – auxiliado pela exposição à concorrência internacional e pela tecnologia geralmente importada junto com essa poupança – tornaria o país mais competitivo e eficiente, resultando em aumento das exportações. O futuro de um déficit menor na Conta Corrente, quiçá o superávit suficiente para servir o passivo externo e equilibrar intertemporalmente o Balanço de Pagamentos, está sempre desenhado.

Deste último aspecto são exemplos marcantes a defesa contra as críticas ao Plano Real pela rápida deterioração da Conta Corrente na segunda metade dos anos 1990 (FRANCO, 1998; MENDONÇA DE BARROS; GOLDENSTEIN, 1997): o déficit era natural e transitório, setores ineficientes estavam sendo saudavelmente eliminados e o país estava recuperando o tempo perdido com pretensões equivocadas de autossuficiência ou substituição de importações. E também pode ser lida nos diversos argumentos da reflexão liberal mais recente, acerca da “desindustrialização” (BACHA; DE BOLLE, 2015): a defesa de uma estrutura produtiva enxuta, especializada e integrada às cadeias produtivas globais parte do papel virtuoso não apenas das importações, mas também dos fluxos de IDE.

Em suma, os traços característicos desta visão liberal estão sempre presentes – mesmo quando não explicitados, por fazerem parte de um quase “senso comum” – na reflexão de parte significativa dos economistas brasileiros. O resultado em Conta Corrente aparece como parâmetro determinante, ou balizador, dos fluxos de capital registrados na Conta Financeira. Ou, ainda: os fluxos de capital são, por definição, fluxos de *financiamento externo*, que só se justificam, obviamente, para países que *precisam ser financiados*. Ao participarem deste processo “normal” ou “natural” de importação de poupança, os países em desenvolvimento além de “fecharem” seu Balanço de Pagamentos, teriam alargadas as suas possibilidades de crescimento econômico no curto prazo e abririam caminho para um processo virtuoso de mudança estrutural (sempre guiada pela eficiência e

3 Insuficiência dinâmica, fragilização externa e desindustrialização: a poupança externa no novo-desenvolvimentismo

No início do século XXI, ainda sob os efeitos das dificuldades cambiais que se estendem por todo o segundo mandato do governo FHC (1999-2002), o raciocínio resumido acima passou a sofrer fortes críticas de economistas bem situados no debate brasileiro. O artigo de Bresser-Pereira e Nakano (2003) é um marco importante, e o que viria a ser denominado de “novo-desenvolvimentismo” dava seus primeiros passos em torno da ideia de que “poupança se faz em casa” (expressão já citada por Bresser-Pereira, 2001). Mais recentemente sistematizado em Bresser-Pereira, Oreiro e Marconi (2016), o ideário reivindica as heranças keynesiana, no âmbito macroeconômico, e desenvolvimentista a partir do estruturalismo latino-americano, no âmbito produtivo-estrutural. Numa síntese preliminar, defendem que, de forma diametralmente oposta às formulações convencionais, o recurso à poupança externa tende a levar o país a menores taxas de crescimento econômico, à fragilização das suas contas externas e à regressão estrutural.

O ponto de partida para a formulação novo-desenvolvimentista é a taxa real de câmbio, que se encontraria num nível sobrevalorizado ao coexistir com “poupança externa”. Essa posição pode decorrer da Doença Holandesa (em que há a exportação de grandes volumes de bens primários) ou então de uma taxa de juros doméstica superior à internacional, que gera a atração de capitais (e, portanto, superávit na Conta Financeira e déficit nas Transações Correntes). Mesmo que o influxo seja fruto de uma pressão advinda do exterior (um ciclo de liquidez favorável, por exemplo) e gerar, apenas posteriormente, déficit na Conta Corrente, a aceitação passiva dessa condição significaria uma opção, uma escolha pelo “crescimento com poupança externa”. Diante dos resultados previstos, essa estratégia estaria equivocada e deveria ser abandonada em prol de outra, baseada em poupança doméstica.

Primeiramente, é necessário entender qual é o parâmetro adotado para determinar a “sobrevalorização” da moeda nacional. Para Bresser-Pereira e Gala (2007, 2008), a taxa de câmbio “de equilíbrio” ou “de referência” é aquela que, intertemporalmente, garante a zeragem da Conta Corrente. É equivalente a definir como sendo aquela taxa que opera num país que segue a política de crescimento com poupança externa, pois “o déficit em

conta corrente que ela implica tem como consequência necessária uma taxa de câmbio mais apreciada do que seria se esse déficit não existisse e houvesse equilíbrio na conta corrente” (BRESSER-PEREIRA; GALA, 2008, p. 82). Em trabalhos posteriores, a corrente novo-desenvolvimentista adotou uma definição menos circular do conceito, introduzindo o referencial de “taxa de equilíbrio industrial” como sendo a taxa que permitiria àquelas empresas que operam com tecnologia no “estado da arte” serem competitivas no mercado internacional (OREIRO; MARCONI, 2016). Quaisquer níveis da taxa de câmbio mais baixos que esse referencial estariam, portanto, “sobrevalorizados” e afetariam decisivamente a competitividade das empresas domésticas produtoras de bens manufaturados.

Nesta trilha, o nível sobrevalorizado da taxa de câmbio tenderia a afetar negativamente as decisões de investimento privado e, devido a sua centralidade nas decisões de gasto, geraria uma situação de escassez de demanda efetiva, restringindo no longo prazo o próprio crescimento econômico. A função de investimento adotada (explícita ou implicitamente) nas formulações novo-desenvolvimentistas tem como variáveis determinantes a massa de lucros (no sentido em que grande parte dos investimentos são financiados a partir do reinvestimento de lucros retidos) e as oportunidades de investimento lucrativo – determinadas pela expectativa de crescimento da demanda, dados os custos de oportunidade do capital (ou seja, a taxa de juros) e o patamar da taxa de câmbio que garante o acesso a essa demanda. É necessário mostrar como, nessa formulação, ambos os determinantes do investimento são negativamente afetados pelo nível sobrevalorizado da taxa de câmbio.

A massa de lucros, que pode ser tomada como o determinante do investimento relacionado à oferta (de fundos para o investimento), é discutida a partir do nível de poupança disponível para o investimento. A sobrevalorização da taxa de câmbio promove, por um lado, o aumento dos salários reais na medida em que barateia os bens de consumo comercializáveis e permite o aumento do consumo dos trabalhadores.⁷ Por

⁷ Para os autores novo-desenvolvimentistas, essa melhora nos salários reais seria “artificial”. Para Bresser-Pereira e Gala (2008, p. 85), salários artificialmente elevados são aqueles “incompatíveis com sua produtividade, ou com a taxa de lucros satisfatória que mantém a economia crescendo”. O uso do câmbio

outro lado, reduzem os lucros dos capitalistas ao limitar exportações e o investimento das empresas que enfrentam forte concorrência no mercado internacional. Em termos macroeconômicos, considerando que a propensão a poupar a partir dos lucros tende a ser maior do que a propensão a poupar a partir dos salários, a sobrevalorização do câmbio real, ao afetar a distribuição funcional da renda a favor dos trabalhadores, tende a produzir a ampliação do consumo agregado e redução da poupança doméstica. Por isso, Bresser-Pereira e Gala (2008, p. 85) afirmam que “a poupança interna é função da taxa de câmbio”.

Diante desse quadro, poderia um país compensar essa queda na poupança doméstica com o recurso à “poupança externa” (facilitada pela própria apreciação cambial)? Segundo os autores, para que um país se desenvolva com poupança externa, a taxa de substituição⁸ entre poupança doméstica e poupança externa deve ser próxima de zero, ou seja, toda a poupança externa deve se converter em aumento de investimento. Para que isso ocorra, “seria preciso que uma conjugação favorável de externalidades e de aumento de demanda provocasse uma situação de grandes oportunidades de investimento, que se expressam por altas taxas de lucro esperadas (...)” (BRESSER-PEREIRA; GALA, 2008, p. 89)⁹. Em termos históricos, os autores argumentam que essa taxa de substituição é próxima de 50%, sendo em muitos casos ainda mais elevada, o que significa que metade ou mais da poupança doméstica é substituída por poupança externa¹⁰.

para promover esses ganhos “artificiais” no poder de compra dos trabalhadores pode e tem sido usado, ao longo da histórica brasileira recente, por governos populistas e irresponsáveis (BRESSER-PEREIRA, 2009, cap. 4).

⁸ O conceito de taxa de substituição de poupanças surge nessa tradição em Bresser-Pereira e Nakano (2003).

⁹ Segundo Bresser-Pereira e Gala (2008, p. 86-87), a substituição da poupança doméstica pela poupança externa depende: do ponto de vista de oferta, da variação dos salários em relação ao câmbio, da variação dos lucros esperados dos investimentos para exportar, da propensão a consumir e do diferencial entre a taxa de lucros esperada e a taxa de juros; e do ponto de vista da demanda: da elasticidade das exportações ao câmbio e da elasticidade dos investimentos em relação às exportações.

¹⁰ Os autores parecem assumir, implicitamente, uma qualidade inferior da poupança externa em financiar o investimento, pois analisam negativamente a taxa de substituição “historicamente observada” de 50%, mesmo que tal número represente ainda um acréscimo líquido à poupança agregada em relação à situação de ausência de poupança externa. A preferência pela poupança doméstica parece estar apoiada na necessidade de pagamento dos compromissos externos (rendas líquidas enviadas ao exterior) e na crescente

Com relação ao determinante do investimento relacionado à demanda, a visão novo-desenvolvimentista é bastante enfática sobre como as oportunidades de investimentos são crucialmente afetadas pelo nível da taxa de câmbio. A taxa sobrevalorizada afetaria de forma crucial o desempenho das exportações e inviabilizaria a lucratividade de projetos de investimento em setores comercializáveis, que se tornariam excessivamente expostos à concorrência internacional. O câmbio, nessa perspectiva, funcionaria “como um interruptor que liga ou desliga as empresas competentes do país tanto do mercado externo quanto do mercado interno” (BRESSER-PEREIRA, 2014, p. 32).

Portanto, na formulação novo-desenvolvimentista, o patamar da taxa de câmbio afeta crucialmente as decisões de investimento da economia ao operar tanto pelo lado da oferta como pelo lado da demanda (BRESSER-PEREIRA; GALA, 2008, p. 86). A “política de crescimento com poupança externa”, na medida em que gera sobreapreciação do câmbio e redução das decisões de investimento, contribui para a persistência das condições de capacidade ociosa e o desemprego tipicamente observadas nos países em desenvolvimento (BRESSER-PEREIRA; GALA, 2008, p. 80).

Na “macroeconomia desenvolvimentista”, também são dramáticos os resultados previstos do uso da poupança externa sobre a fragilidade financeira internacional do país (BRESSER-PEREIRA, 2001). A estratégia de crescer com poupança externa gera, por um lado, um estoque de passivos externos a serem remunerados (gerando, nos períodos subsequentes, fluxos de remessas de juros, lucros e dividendos). Por outro lado, como não há aumento correspondente da capacidade produtiva do país, especialmente no setor exportador, essa estratégia reduz progressivamente a capacidade de gerar saldos exportáveis e, portanto, de arcar com aqueles compromissos no futuro. A tendência é a progressiva fragilização das contas externas (ou seja, das condições de liquidez e de solvência¹¹) até o ponto em que os credores externos, ao desconfiarem da capacidade de

vulnerabilidade externa que, nessa visão, o recurso à poupança externa engendraria. Não obstante, Bresser-Pereira e Gala (2008) encontram evidências, para o período 1993-1999 da economia brasileira, de uma taxa de substituição superior a 100%, o que evidenciaria uma redução no montante da poupança agregada em termos absolutos.

¹¹ “A restrição de liquidez está relacionada à capacidade de curto prazo do país de honrar suas obrigações correntes, enquanto se presume que, a médio prazo, ele será capaz de pagá-las; mas a restrição de solvência

pagamento do país, suspendem subitamente os financiamentos externos (inclusive a rolagem da dívida), culminando em crise no Balanço de Pagamentos, com brusca desvalorização cambial e moratória da dívida (ou resgate do FMI)¹².

Por fim, essa mesma formulação teórica, que tem no patamar taxa de câmbio seu principal eixo, é utilizada para explicar a tendência à “desindustrialização prematura” - ou seja, a mudança na estrutura setorial da economia com perda relativa no setor industrial em detrimento dos serviços, tendo como causa principal o nível sobrevalorizado da taxa de câmbio, que torna atividades industriais menos competitivas no âmbito internacional, e tendo efeitos negativos sobre o crescimento econômico (BRESSER-PEREIRA; MARCONI, 2008; OREIRO; FEIJÓ, 2010; OREIRO et al, 2020).

Do ponto de vista normativo, os novos-desenvolvimentistas defendem políticas direcionadas a neutralizar as tendências crônicas de sobreapreciação cambial. Contribui também, para tanto, a manutenção do equilíbrio fiscal, que evita a pressão altista da taxa de juros e, conseqüentemente, a tendência à valorização do câmbio (BRESSER-PEREIRA; OREIRO; MARCONI, 2016, p. 104-5).

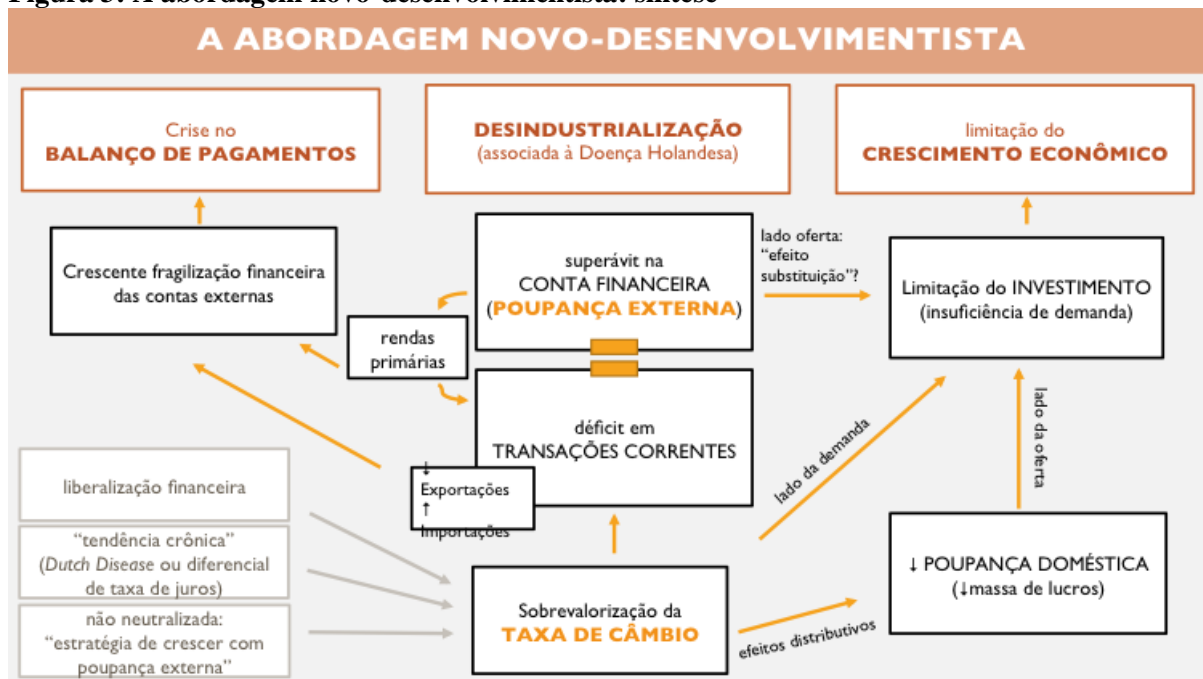
Em suma, a manutenção da taxa de câmbio em torno do “nível de equilíbrio” seria compatível com a sustentação do crescimento econômico com poupança doméstica, a geração de saldos exportáveis que permitam a sustentabilidade do equilíbrio externo e a competitividade da produção nacional nos segmentos que operam no “estado da arte” na indústria mundial. Na Figura 3, apresenta-se uma esquematização desta combinação entre a centralidade da poupança externa, o pessimismo – macroeconômico e estrutural – sobre

exige que o valor presente dos pagamentos futuros seja suficiente para resgatar o atual estoque da dívida” (BRESSER-PEREIRA, OREIRO E MARCONI, 2016, p. 140). Em passagem posterior, os autores citam que os credores usam, convencionalmente, a relação entre a dívida externa e as exportações para medir o grau de solvência do país e, segundo uma regra prática “amplamente aceita”, entendem que a situação é confortável quando essa relação é inferior a 2, incerta quando está entre 2 e 4, e crítica quando está acima de 4. A restrição financeira é tomada como a relação entre a dívida externa de curto prazo e as reservas internacionais em proporção de no mínimo 1 (p. 147).

¹² Em Bresser-Pereira, Oreiro e Marconi (2016, p. 139-140), a crise do BP também está associada a uma lógica financeira minskyana, em que os fluxos de capitais estrangeiros contribuem para a formação de bolhas de crédito e bolhas de ativos especulativos, e o país receptor vai progressivamente transitando para uma situação insolvência, equivalente à finança ponzi.

a absorção de financiamento e a taxa de câmbio como causa principal dos males do desenvolvimento.

Figura 3: A abordagem novo-desenvolvimentista: síntese



Fonte: Elaboração própria

4 Elementos constitutivos de uma terceira visão: a abordagem da escassez de divisas

No início de seu importante estudo sobre o endividamento externo brasileiro nos anos 1970, Cruz (1999) contestava a explicação então predominante do "hiato de recursos" a exigir a "contribuição da poupança externa" na forma da tomada de empréstimos em moeda estrangeira. Do ponto de vista "estrito" (então chamados "bens e serviços não fatores, hoje apenas "Serviços") não havia déficit relevante até o primeiro choque do petróleo em 1973. Tratava-se, a um só tempo, não apenas de se contrapor ao otimismo oficial em relação ao endividamento, mas também de rejeitar a própria ideia de determinantes "reais" do movimento. Analisava-se em detalhes a composição e os determinantes do déficit corrente e buscava-se em outra ordem de fatores as explicações fundamentais.

É a partir deste tipo de análise que se pode identificar a existência de uma terceira visão sobre os temas abordados neste artigo. No debate brasileiro mais recente, ela aparece em alguns trabalhos do início da década de 2010 que questionavam o pessimismo "novo-desenvolvimentista" sobre os déficits nas Transações Correntes que voltavam a aparecer (BIANCARELLI, 2012). Mas, como se procurará argumentar, trata-se de um conjunto de ideias anteriores e posteriores àquela conjuntura específica, e que agrega argumentos dispersos de vários outros autores. Ainda que não sejam declaradamente filiados a uma abordagem comum, os trabalhos possuem convergência teórica e, em alguns pontos, complementariedade com relação ao tratamento atribuído aos fluxos financeiros internacionais no desenvolvimento econômico.

De maneira geral, postula-se que o papel dos fluxos financeiros no desenvolvimento econômico é relaxar a restrição externa, que constitui um dos entraves principais ao desenvolvimento de países não emissores da moeda de uso internacional. Esta restrição é entendida como a escassez na disponibilidade de divisas para viabilizar as importações necessárias à manutenção ou aceleração do crescimento econômico (que podem ou não envolver aspectos de mudança estrutural). Com isso, quer-se destacar que esses fluxos não necessariamente financiam o investimento, mas sempre possibilitam o acesso a um ativo escasso - embora crucial - que é a moeda estrangeira.

Considerando a história dos países subdesenvolvidos, entende-se que o recurso ao financiamento externo pode representar uma grande oportunidade - ao permitir a expansão da taxa de crescimento e viabilização de projetos de mudança estrutural -, como também grandes riscos - dada a recorrência de ciclos de absorção de passivos e posteriores crises cambiais. Porém, em contraste com as duas abordagens teóricas já vistas, afirma-se que o recebimento dos fluxos financeiros internacionais não gera, sobre a economia receptora, tendências unívocas sobre as condições efetivas de crescimento econômico ou de mudança estrutural. Tampouco a convivência com fluxos financeiros no longo prazo leva inexoravelmente o país a uma crise cambial; seria preciso avaliar as condições de sustentabilidade desses influxos e a composição dos estoques de ativos e passivos externos.

O ponto de partida é o entendimento sobre a natureza e os determinantes dos fenômenos em tela. Diferentemente do que assume a visão liberal, os fluxos internacionais de capital não seguem uma lógica de alocação internacional de poupança, de acordo com a disponibilidade interna de fatores de produção. Tampouco podem ser entendidos como uma "opção" ou "estratégia" relativa ao financiamento do investimento, como fazem os novo-desenvolvimentistas, tratando poupança doméstica e poupança externa como recursos intercambiáveis/substituíveis e, a partir dessa perspectiva, atribuindo à primeira clara superioridade em relação à última. Na visão aqui apresentada, o influxo de capitais para um país é determinado por decisões, por parte de gestores de carteira, acerca da alocação da riqueza existente e também de criação e destruição de ativos/passivos, envolvendo mais de uma jurisdição e moeda. Portanto, está associado a uma lógica essencialmente financeira (não necessariamente ligada às remunerações produtivas ou utilização de fatores nos locais de destino). Nesse sentido, a categoria "poupança externa", cujo uso é comumente vinculado ao lado real da economia, se revela pouco útil para refletir sobre o tema.

Ao menos quatro desdobramentos são vinculados a essa formulação mais geral:

Os fluxos financeiros internacionais dependem da dinâmica do ciclo de liquidez global, decisivamente afetada pela política monetária nos países centrais e pelas condições de incerteza e aversão ao risco dos investidores. (BIANCARELLI, 2007; MEDEIROS, 2008). Tanto a existência dos ciclos quanto seus determinantes predominantemente

externos deixaram de ser, há tempos, exclusividade de análises heterodoxas sobre o tema, no plano internacional.

Ademais, existem assimetrias na inserção financeira internacional entre os distintos países, sendo que aqueles em desenvolvimento ou periféricos assumem uma posição de subordinação nos ciclos financeiros globais (PRATES, 2005; MEDEIROS, 2008). Isso significa que esses países são destinos de fluxos financeiros em momentos de "busca por rendimentos" durante as fases de alta dos ciclos (desde que ofereçam remuneração atrativa, ou seja, que atendam a paridade coberta da taxa de juros); e são os primeiros a serem abandonados no contexto de reversão dos ciclos, aversão ao risco e "fuga para a qualidade" (CARNEIRO, 2008; DE CONTI, 2011).

Essa assimetria decorre de uma outra, relacionada às funções desempenhadas pelas moedas dos países fora do seu espaço nacional. A assimetria fundamental, que constitui a base do funcionamento do sistema monetário internacional vigente, é a que existe entre o dólar e as demais moedas nacionais (SERRANO, 2002). Em acréscimo, as moedas emitidas por países periféricos são marcadas por uma fragilidade intrínseca como meio para preservação de riqueza (MEDEIROS, 2008) e se situam na base de uma hierarquia de moedas, com diferentes gradações no atributo de liquidez (DE CONTI, 2011; DE CONTI ET AL, 2014).

Devido à determinação predominantemente externa dos fluxos financeiros, não há garantias de coincidência entre esses movimentos e as necessidades contábeis estabelecidas pelo déficit em Transações Correntes. Estas, por sua vez, têm determinações apenas parcialmente domésticas, sejam elas reais, decorrentes das importações de bens e serviços, ou financeiras, como o pagamento líquido de rendas (BIANCARELLI, 2012; SERRANO, 2000).

A partir deste alicerce, a relação entre os fluxos financeiros e o desenvolvimento econômico pode ser melhor compreendida, nos mesmos âmbitos considerados nas demais seções: crescimento, sustentabilidade das contas externas e mudança estrutural.

Em relação ao crescimento econômico, o papel do financiamento externo está mais relacionado ao relaxamento da restrição externa do que à viabilização financeira dos gastos que compõem a demanda efetiva da economia.

Em primeiro lugar, assume-se que o produto efetivo é determinado pelas decisões de gasto na economia, de acordo com as formulações keynesiana e kaleckiana do princípio da demanda efetiva. Evidentemente, as decisões de gasto dos agentes podem ser afetadas pelos influxos financeiros: seja diretamente, caso esses recursos se direcionem à realização de investimento ou consumo; ou indiretamente, na medida em que as decisões de gasto sejam afetadas pelas oscilações da taxa de câmbio resultantes de tais influxos. Porém, entende-se que as condições que determinam as decisões de gasto da economia como um todo são muito mais gerais e dificilmente podem ser reduzidas à "condição liga/desliga" no acesso à demanda a partir do patamar do câmbio. Assim, não se estabelece uma relação causal direta e unívoca entre influxos financeiros (que podem ou não coincidir em valor com a "poupança externa") e as condições efetivas de crescimento econômico.

Nesse contexto, o que poderia ser dito sobre a poupança externa? Em termos macroeconômicos, a determinação da renda a partir das decisões de gasto gera, *ex post*, o nível de poupança agregada. Assim, dadas as condições de gasto, o aumento da poupança externa em si não muda o PIB e nem o montante da poupança agregada, afetando apenas a sua composição (tendo em contrapartida a redução da poupança do setor público e do setor privado) (SERRANO, 2000).

Há, contudo, um aspecto central: os influxos financeiros permitem ampliar o nível do produto compatível com o equilíbrio do Balanço de Pagamentos. É importante reforçar o argumento de que, mesmo nesse caso, o nível do produto efetivo (determinado pelas decisões de gasto na economia) não necessariamente irá se igualar àquele que equilibra o Balanço de Pagamentos (BHERING; SERRANO, 2014). Isso significa que, ao mesmo tempo em que níveis mais altos do produto podem conviver com déficits correntes (a depender da disponibilidade de financiamento externo e das condições de sustentabilidade), é possível que o produto efetivo se mantenha em níveis inferiores àquele que equilibra as contas externas caso a expansão dos gastos autônomos seja insuficiente (inclusive, a partir da intenção do país em reduzir seu passivo externo líquido

ou acumular reservas internacionais) (SERRANO, 2000). Em outras palavras, a taxa efetiva de crescimento pode ser menor, igual ou (dentro de certos limites, conforme será discutido a seguir) maior do que a taxa de equilíbrio do BP.

Aqui adentra-se no tema da sustentabilidade das contas externas. Todo e qualquer país que não emite a divisa-chave do sistema monetário internacional está impossibilitado de perder reservas ou ampliar seu passivo externo líquido indefinidamente. Por isso, é necessário considerar as condições de sustentabilidade do endividamento externo (em sentido amplo), que dependem, por sua vez, tanto da dinâmica dos fluxos como da dos estoques.

A capacidade de pagamento das obrigações externas de um país - que, no caso geral, é denominado em moeda estrangeira - depende da razão entre passivo externo líquido e exportações. Existe um limite para o nível deste indicador, a partir do qual os credores internacionais interrompem o financiamento do déficit de transações correntes. Portanto, do ponto de vista dos fluxos, a condição essencial de sustentabilidade consiste em o custo de financiamento do passivo externo, medido em termos de uma taxa de juros média, ser inferior à taxa de crescimento das exportações (BHERING; SERRANO, 2014).

Essa é uma condição que pode ou não ocorrer. Não há uma tendência necessária à fragilização das contas externas, pois, diferentemente do que é assumido pela teoria novo-desenvolvimentista, o desempenho das exportações não depende exclusivamente do patamar do câmbio, que tende a se valorizar como resultado da entrada de fluxos financeiros do exterior.

De forma complementar, pode-se argumentar que a razão entre os passivos externos de curto prazo e as reservas cambiais constituem outro indicador fundamental, agora do ponto de vista dos estoques, da fragilidade financeira externa do país. Quando essa razão é muito alta, os credores externos podem se recusar a refinarçar essas obrigações e, a partir da disseminação de expectativas de desvalorização cambial, isso tende a gerar um processo especulativo com volumosas saídas de capital, podendo exaurir as reservas externas do país. Nesse sentido, torna-se relevante a análise não só do montante, mas da composição do estoque de obrigações financeiras externas, dissociando entre fluxos de

curto prazo, de longo prazo e de investimento direto estrangeiro (MEDEIROS; SERRANO, 2001).

Outro ponto crucial diz respeito à dinâmica própria dos estoques, que pode contribuir para agravar ou atenuar as condições de sustentabilidade de determinada trajetória. Por dinâmica própria, quer-se destacar a lógica de valorização e desvalorização dos estoques a partir de variações de preço ou de câmbio, independentes dos fluxos. Nesse sentido, torna-se essencial analisar a moeda de denominação (moeda doméstica ou em moeda externa) e os mercados em que estão aplicados tais recursos (ações e títulos ou empréstimos) (BIANCARELLI, 2019; ROSA, 2016).

Por fim, os autores dessa abordagem não vinculam o recebimento de fluxos de capital diretamente a tendências na estrutura produtiva. Os efeitos sobre esta podem ser positivos, caso os recursos recebidos estiverem associados a investimentos ou se permitirem a disponibilidade de divisas necessárias para a modernização e investimentos no parque produtivo (e se de fato essas aplicações forem feitas). Por outro lado, há riscos evidentes de que, mediante a ocorrência de uma valorização cambial, esta possa gerar tendências regressivas sobre o parque produtivo, afetando especialmente os setores mais sensíveis à concorrência internacional. O efeito final dependerá de uma combinação entre os aspectos macroeconômicos (considerados de forma ampla), aspectos estruturais da economia e dos incentivos das políticas industriais e tecnológicas adotadas.

Nesse sentido, se por um lado é preciso reiterar elementos do estruturalismo, no sentido de que as estruturas produtivas do país determinam em última instância a trajetória de desenvolvimento sustentado no longo prazo; por outro é preciso esquivar-se de automatismos, especialmente com relação ao desempenho produtivo a partir das condições meramente macroeconômicas.

Assim, os efeitos macroeconômicos do financiamento externo podem, de fato, influenciar as condições de rentabilidade, mas dificilmente definem por si só o destino das exportações e do investimento no setor industrial. Na tradição estruturalista e neoschumpeteriana, entende-se que a evolução da mudança estrutural depende decisivamente de fatores histórico-estruturais, institucionais e também das oportunidades e bloqueios associados ao padrão de acumulação e da concorrência internacional.

Em suma, a abordagem da escassez de divisas reconhece que o financiamento externo possui um papel muito relevante no processo de desenvolvimento econômico, ao permitir o afastamento da restrição externa. Contudo, afirma que tal recurso não condiciona rigidamente as condições de crescimento econômico ou de mudança estrutural. Os fatores de determinação desses processos são mais amplos e estudados por teorias específicas, nas quais o papel do financiamento externo é complementar. Com relação à questão do equilíbrio externo, essa abordagem teórica afirma que é possível manter uma trajetória de crescimento econômico com déficit em Transações Correntes, desde que as condições de sustentabilidade dos fluxos e a dinâmica favorável dos estoques sejam preservadas, de forma que os riscos inerentes à inserção subordinada nos fluxos financeiros internacionais sejam reduzidos.

5 Considerações finais

A análise panorâmica da história da economia brasileira ilustra com riqueza as diferentes formas de associação entre as condições do desenvolvimento econômico com o recurso aos fluxos financeiros internacionais, sejam eles baseados na contratação de empréstimos, recebimento de investimentos diretos estrangeiros ou ainda alocação de capitais na modalidade de carteira. Uma primeira evidência que se pode tirar a partir da observação dos dados diz respeito à não necessidade de equivalência entre os resultados do déficit em Transações Correntes e o resultado líquido da Conta Financeira. A explicação está no fato de que a variação das reservas internacionais de fato exerce um papel relevante em diferentes contextos históricos e a depender dos objetivos da gestão econômica sobre a posição externa do país. Ainda mais difícil é estabelecer uma associação direta entre os resultados das contas do Balanço de Pagamentos (seja o de Transações Correntes ou Conta Financeira) com as tendências em termos de crescimento econômico, mudança estrutural ou mesmo com a sustentabilidade das contas externas.

Em contraste com essa aparente complexidade, as abordagens mais presentes no debate brasileiro sustentam que existem relações bastante diretas entre financiamento externo e as condições de desenvolvimento econômico.

A partir de uma sistematização geral do que seria a “abordagem convencional”, identifica-se que o financiamento externo equivaleria ao “natural” recurso à poupança externa por parte de países com escassez relativa na dotação interna de capital. Esses recursos vêm se somar à poupança doméstica e geram diretamente mais investimentos/crescimento econômico, além de expandir as exportações, possibilitando, afinal, o próprio financiamento intertemporal sem grandes riscos à solvência externa do país. Essas expectativas fortemente “otimistas” têm sido, desde o início dos anos 2000, crescentemente questionadas com base nas experiências de diversos países em desenvolvimento que aderiram às reformas liberalizantes dos anos 1990.

Constituindo-se como uma crítica à visão convencional, a abordagem novo-desenvolvimentista condena firmemente a “estratégia” de crescimento com déficits em transações correntes. De acordo com essa formulação, o recurso à poupança externa gera (quase que inevitavelmente) o aumento do consumo em detrimento da

poupança/investimento, reduzindo o crescimento econômico; crescente fragilidade financeira até a ocorrência de crise cambial; e o processo de desindustrialização prematura do país.

A abordagem da escassez de divisas se opõe ao “otimismo” da visão convencional, ao mesmo tempo em que não compartilha do “fatalismo otimista” da visão novo-desenvolvimentista. Com este último termo, faz-se referência à ideia amplamente presente nas análises novo-desenvolvimentistas de que, se por um lado o recurso à “poupança externa” gera inevitavelmente fragilização externa, por outro lado a esperada crise no Balanço de Pagamentos tenderia a gerar a correção do patamar do câmbio e, com isso, assegurar as condições de crescimento, de mudança estrutural e de sustentabilidade do Balanço de Pagamentos. Nesse sentido, a visão novo-desenvolvimentista é fatalista, mas, ao mesmo tempo, não deixa de ser otimista com relação às condições necessárias para corrigir os rumos do desenvolvimento.

Longe de servir como um meio-termo entre a visão liberal e a novo-desenvolvimentista, a abordagem da escassez de divisas oferece uma perspectiva crítica alternativa, reivindicando o conteúdo das teses estruturalistas e o princípio da demanda efetiva.

O recebimento de fluxos financeiros internacionais não é necessariamente bom ou ruim. Esses fluxos podem favorecer o crescimento econômico na medida em que geram a entrada de divisas internacionais (relaxando a restrição externa). Por outro lado, podem ser nocivos (gerando fragilidade externa e crise cambial). Outro ponto de destaque é o caráter financeiro e fortemente exógeno desses fluxos (associado aos ciclos internacionais e lógica especulativa), sendo que o resultado contábil não se associa diretamente com as necessidades reais da economia (poupança ou despoupança doméstica).

Se o recurso ao financiamento externo gera indeterminações com relação aos seus efeitos sobre o desenvolvimento econômico, é porque esse processo é complexo e foge aos automatismos a partir de variáveis macroeconômicas. A disponibilidade do financiamento externo, cuja determinação é predominantemente externa às economias em desenvolvimento, pode representar grandes oportunidades ou, como é mais frequente ao longo da história, severos riscos para o seu desenvolvimento. É necessário analisar essas condições na sua complexidade.

Referências Bibliográficas

AHMED, S.; ZLATE, A. (2014). Capital flows to emerging market economies: A brave new world? *Journal of International Money and Finance* 48, pp. 221-248.

ALVES, C. (1997). “Déficit não é ‘esquisito’, afirma Franco”. Entrevista de Gustavo Franco à Folha de São Paulo, 09/03/1997.

BACHA, E.; DE BOLLE, M. (orgs., 2015). *O Futuro da Indústria no Brasil: desindustrialização em debate*. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2015.

BHERING, G.; SERRANO, F. A Restrição Externa e a “Lei de Thirlwall” com Endividamento Externo. In: 42º Encontro Nacional de Economia da ANPEC, 2014, Natal. Anais do 42º Encontro Nacional de Economia da ANPEC, 2014.

BIANCARELI, A. M. (2007). *Integração, ciclos e finanças domésticas: o Brasil na globalização financeira*. Campinas: IE/Unicamp, tese de doutoramento.

BIANCARELLI, A. M. (2012). Uma Nova realidade do setor externo brasileiro, em meio à crise internacional. *Rede Desenvolvimentista: Texto para Discussão n. 13*.

BIANCARELLI, A. M. (2019). A velha senhora, em roupas novas: vulnerabilidade externa no Brasil atual. In: Chilliato-Leite, M.V. *Alternativas para o desenvolvimento brasileiro: novos horizontes para a mudança estrutural com igualdade*. Brasília: CEPAL, 2019.

BIANCARELLI, A.; ROSA, R. e VERGNHANINI, R. (2017). New Features of the Brazilian External Sector Since the Great Global Crisis. In: Arestis; Baltar; Prates. (Org.). *The Brazilian Economy since the Great Financial Crisis of 2007/2008*. 1ed.: Springer International Publishing, 2017, p. 101-129.

Bielschowsky, R. (2000) Cinquenta anos de pensamento na Cepal – uma resenha. In: Bielschowsky, R. (org.). *Cinquenta anos de pensamento na Cepal*. Rio de Janeiro: Record.

BRESSER-PEREIRA, L. C. A Fragilidade que Nasce da Dependência da Poupança Externa. Valor 1000, 2001.

BRESSER, L. C.; NAKANO, Y. Crescimento Econômico com Poupança Externa? Revista de Economia Política, vol. 23, nº 2 (90), abril-junho/2003.

BRESSER-PEREIRA, L. C.; GALA, P. Por que a poupança externa não promove crescimento. Rev. Econ. Polit. vol.27 no.1 São Paulo, 2007.

BRESSER-PEREIRA, L. C.; GALA, P. Poupança externa, insuficiência de demanda e baixo crescimento. In: Sicsú, C; Vidotto, C. Economia do desenvolvimento - teoria e políticas keynesianas. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008.

BRESSER-PEREIRA, L. C.; MARCONI, N. Existe doença holandesa no Brasil? Anais do IV Fórum de Economia de São Paulo, São Paulo: Fundação Getúlio Vargas, 2008.

BRESSER-PEREIRA, L.C. Globalização e Competição: porque alguns países emergentes têm sucesso e outros não. Elsevier: Rio de Janeiro, 2009.

BRESSER-PEREIRA, L. C. A construção política do Brasil. São Paulo: Editora 34, 2014.

BRESSER-PEREIRA, L. C.; OREIRO, J. L.; MARCONI, N. Macroeconomia Desenvolvimentista: Teoria e Política Econômica do Novo-Desenvolvimentismo. Rio de Janeiro: Elsevier, 2016.

BRUNO, V; SHIN, H. S. Cross-Border Banking and Global Liquidity. BIS Working Papers n. 458, 2014.

CARNEIRO. R. (2008). Globalização e Inconvertibilidade Monetária. Revista de Economia Política vol. 28, nº 4 (112), pp. 539-556.

CRUZ, P. R. D. C. Dívida externa e política econômica: a experiência brasileira nos anos setenta. Campinas: IE/Unicamp, 1999.

DE CONTI, B. M. Políticas cambial e monetária: os dilemas enfrentados por países emissores de moedas periféricas. Campinas: Unicamp, Instituto de Economia (Tese de Doutorado em Economia), 2011.

DE CONTI, B.; PRATES, D. M.; PLIHON, D. (2014). A hierarquia monetária e suas implicações para as taxas de câmbio e de juros e a política econômica dos países periféricos. *Economia e Sociedade*, v. 23, n. 2, p. 341-372.

FRANCO, G. (1998). A inserção externa e o desenvolvimento. *Revista de Economia Política* 18 (3), pp. 121-147.

MEDEIROS, C. A. de. 2008. Financial dependency and growth cycles in Latin American countries, *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 31, no. 1, 79–99.

MENDONÇA DE BARROS, J.R.; GOLDENSTEIN, L. (1997). Avaliação do processo de reestruturação industrial brasileiro. *Revista de Economia Política* 17 (2), pp. 11-31.

MIRANDA-AGRIPINO S.; AND REY, H. (2015). World asset markets and the global financial cycle. NBER Working Paper Series, No. 21722, National Bureau of Economic Research: Cambridge MA, US.

OBSTFELD, M. & TAYLOR, A. M. (2004). *Global capital markets: integration, crisis, and growth*. Cambridge: Cambridge University Press.

OREIRO, J. L.; MARCONI, N. O novo-desenvolvimentismo e seus críticos. *CADERNOS do DESENVOLVIMENTO*, Rio de Janeiro, v. 11, n. 19, pp.167-179, jul.-dez. 2016.

OREIRO, J. L. et al. Peripheral Financialization and Premature Deindustrialization: A Theory and the Case of Brazil (2003-2015). Pre-print do Researchgate.

OREIRO, J. L. e FEIJÓ, C. A. Desindustrialização: conceituação, causas, efeitos e o caso brasileiro. *Revista de Economia Política*, vol. 30, nº 2 (118), abr./jun. 2010, pp. 219-232.

PESSOA, S. (2020). Há limite para a taxa básica de juros? Folha de São Paulo, 12/07/2020.

PRATES, D. (2005). As assimetrias do sistema monetário e financeiro internacional. *Revista de Economia Contemporânea* 9(2), 263-288.

REY, H. Dilemma not trilemma: the global financial cycle and monetary policy independence. National Bureau of Economic Research, 2013. (NBER Working Paper, 21162)

ROSA, R. S. (2016). Passivo externo e "desdolarização": a vulnerabilidade externa brasileira em mutação. Campinas: IE/Unicamp, dissertação de mestrado.

SERRANO, F. A Soma das Poupanças Determina o Investimento? *Archetypon*, Rio de Janeiro, v. 8, n.maio, p. 127-149, 2000.

TAVARES, M. C. (1972). Da substituição de importações ao capitalismo financeiro. Rio de Janeiro: Zahar.

TAVARES, M., TEIXEIRA, A. & ASSIS, J. A Questão da Poupança: Desfazendo Confusões. In: M. Tavares & M. David. *A Economia Política da Crise*. Rio de Janeiro: Vozes/Aciamé, 1982.

VILLELA, André. Dos “Anos Dourados” de JK à Crise Não Resolvida (1956-1963), in: GIAMBIAGI et al (org.), *Economia Brasileira Contemporânea*, Campus Editora, 2005.