

"A FEA e a USP respeitam os direitos autorais deste trabalho. Nós acreditamos que a melhor proteção contra o uso ilegítimo deste texto é a publicação online. Além de preservar o conteúdo motiva-nos oferecer à sociedade o conhecimento produzido no âmbito da universidade pública e dar publicidade ao esforço do pesquisador. Entretanto, caso não seja do interesse do autor manter o documento online, pedimos compreensão em relação à iniciativa e o contato pelo e-mail bibfea@usp.br para que possamos tomar as providências cabíveis (remoção da tese ou dissertação da BDTD)."

**Instituto de Pesquisas Econômicas - Faculdade de Economia
e Administração da Universidade de São Paulo**

LUÍS FERNANDO ELEUTÉRIO LOPES

**A Crise de Endividamento da América Latina: Uma Crítica à
Interpretação Tradicional**

Dissertação apresentada ao curso de Pós-Graduação do
IPE-FEA-USP como requisito para obtenção de título de
Mestre em Economia - Área de Concentração: Economia
Internacional

Orientador:

Prof. Dr. Carlos Alberto Primo Braga

São Paulo - 1993

**Instituto de Pesquisas Econômicas - Faculdade de Economia
e Administração da Universidade de São Paulo**

Reitor da Universidade de São Paulo

Roberto Leal Lobo e Silva Filho

Diretor da Faculdade de Economia e Administração

Eduardo Gondim de Vasconcellos

Chefe do Departamento de Economia

Luiz Augusto de Queiroz Ablas

Lopes, Luís Fernando E. - **A Crise de Endividamento Externo da América Latina: Uma Crítica à Interpretação Tradicional**, São Paulo, IPE-FEA-USP, 1993, 132 pp. (Dissertação de Mestrado apresentada ao Curso de Pós-Graduação do IPE-FEA-USP; área de concentração: Economia Internacional).

Resumo: Examina aspectos empíricos e teóricos relacionados com a visão tradicional do endividamento externo dos países latino-americanos. Constatadas algumas deficiências, sugere interpretação alternativa para compreender os aspectos do problema que fogem à análise baseada na visão convencional.

Palavras-Chave: Economia aberta, choques reais, dívida externa, sistema monetário internacional, excesso de liquidez, desequilíbrio em balanço de pagamentos, política cambial.

Abstract: The work examines empirical and theoretical issues associated with the traditional approach to foreign debt accumulation in Latin American countries. It identifies some shortcomings and suggests an alternative interpretation for aspects that lies outside the scope of this view.

Key-Words: Open economies, real shocks, external debt, international monetary system, excess liquidity, balance of payments disequilibrium, exchange rate policy.

Agradecimentos

A extensão dos agradecimentos que me vejo obrigado a fazer certamente supera os méritos deste trabalho. De qualquer maneira, não posso deixar de ressaltar minha grande dívida para com meu orientador, Prof. Carlos Alberto Primo Braga, em cujo rol de qualidades felizmente consta a paciência com orientandos atabalhoados. Menção especial também tem de ser feita ao Prof. Ruben D. Almonacid ("il miglior fabbro"), demiurgo de muitas das idéias discutidas nessa dissertação e com quem tenho o privilégio de compor um grupo de estudos há anos. Partícipes desse grupo e prestadores de inestimável colaboração são também o Profs. Affonso C. Pastore, Samuel A. Pessoa, Márcio I. Nakane, além de Bernardo S. Blum. Devo agradecer também às valiosas sugestões dos Profs. Celso L. Martone e Simão D. Silber, Ana Maria A. F. Bianchi e do Ministro Mailson F. da Nóbrega.

Gostaria de destacar minha especial gratidão a meus pais e à minha esposa, cujo apoio e carinho jamais me foram negados desde o começo até o fim do trabalho. É a eles que dedico essas mal traçadas.

Não obstante o auxílio que recebi, é bastante provável que ainda subsistam no texto várias imperfeições e deficiências. Tal constatação não deve ser usada para depreciar a qualidade das sugestões recebidas, mas apenas tornar claro que os pontos imperfeitos e deficientes que ainda permanecem são de inteira responsabilidade do autor.

Acrônimos

- BIRD - Banco Internacional para Reconstrução e Desenvolvimento**
- BIS - Bank for International Settlements**
- CEE - Comunidade Económica Européia**
- FMI - Fundo Monetário Internacional**
- GATT - General Agreement on Tariffs and Trade**
- GDP - Gross Domestic Product**
- GNP - Gross National Product**
- IMF - International Monetary Fund**
- LIBOR - London Interbank Offer Rate**
- OCDE - Organização para Cooperação e Desenvolvimento Económico**
- OECD - Organisation for Economic Cooperation and Development**
- OIC - Organização Internacional do Comércio**
- OPEC - Organisation of Petroleum Exporting Countries**
- OPEP - Organização dos Países Produtores e Exportadores de Petróleo**
- PIB - Produto Interno Bruto**
- PNB - Produto Nacional Bruto**
- SDR - Special Drawings Rights**
- SME - Sistema Monetário Europeu**

ÍNDICE

INTRODUÇÃO	1
CAPÍTULO 1: A INTERPRETAÇÃO TRADICIONAL DA CRISE DE ENDIVIDAMENTO EXTERNO NA AMÉRICA LATINA	3
1.1) Introdução	3
1.2) Formalização	4
CAPÍTULO 2: CRÍTICAS À INTERPRETAÇÃO TRADICIONAL	14
2.1) Introdução	14
2.2) Evidência Empírica	15
2.2.1 - <i>Endividamento x choques do petróleo</i>	16
2.2.2 - <i>As taxas internacionais de juros</i>	23
2.2.3 - <i>Financiamento dos desequilíbrios dos balanços de pagamentos</i>	32
2.3) Evidência Teórica	41
2.3.1 - <i>Descrição do modelo</i>	41
2.3.2 - <i>As soluções do modelo</i>	46
2.3.3 - <i>Dinâmica e "steady state"</i>	51
2.3.4 - <i>O efeito de choques externos sobre a economia</i>	59
2.3.5 - <i>Conclusões</i>	62

CAPÍTULO 3: UMA INTERPRETAÇÃO ALTERNATIVA	65
3.1) Introdução	65
3.2) O Sistema de Bretton Woods	67
3.3) O Apogeu do Sistema de Bretton Woods	69
3.4) O Sistema Mostra-se Instável	71
3.5) A Crise do Dólar	76
3.6) A Expansão do Mercado de Eurodólares	81
3.7) O Começo do Fim	84
3.8) O "Não Sistema" Posterior	87
3.9) O Mundo nos Anos 70	88
3.10) A América Latina nos Anos 70	95
3.11) O Endividamento Externo da América Latina	100
3.12) Notas Finais e Conclusões	111
CAPÍTULO 4: SUMÁRIO E CONCLUSÕES	115
APÊNDICE: O CONCEITO DE PLENO EMPREGO	119
BIBLIOGRAFIA	127

INTRODUÇÃO

***A word is dead
When it is said,
Some say.
I say it just
Begins to live
That day***

Emily Dickinson, A word is dead

Introdução

Diversos foram os motivos que me conduziram ao estudo do processo de endividamento externo da América Latina.

Sempre incomodou-me o fato de as discussões sobre o tema serem geralmente marcados por um emocionalismo estéril. Frequentemente alinhavam-se dois argumentos diametralmente opostos, a saber aqueles que entendiam a crise da dívida externa como a conseqüência de governos subdesenvolvidos e relapsos terem tomado emprestado mais do que poderiam pagar e aqueles que enxergavam a crise da dívida como o resultado do conluio entre governos autoritários e corruptos e banqueiros inescrupulosos. Parecia-me que o origem de um fenômeno cujos desdobramentos foram tão graves para as sociedades por ele envolvidas deveria depender menos da idiosincrasia de alguns agentes particulares e mais de fatores econômicos objetivos.

Mesmo quando se passava da discussão superficial para o exame técnico do problema permaneciam obscuros ou insatisfatoriamente explicados diversos pontos importantes. A linha de raciocínio usualmente derivada do instrumental neoclássico não se comportava bem diante de evidências empíricas e envolvia algumas contradições lógicas. Por outro lado, as explicações oferecidas pelas demais vertentes teóricas não me satisfaziam¹. Mostrava-se necessário então encontrar uma linha de raciocínio que, sem abandonar os postulados que regem a teoria econômica (racionalidade dos agentes, comportamento maximizador e análise de equilíbrio), pudesse desvencilhar-se dos problemas enfrentados pelo argumento tradicional.

Tendo em vista esta perspectiva estruturou-se esta dissertação da seguinte forma. O capítulo 1 a seguir explora as hipótese e os resultados teóricos advindos da explicação tradicional para a crise da dívida externa dos países latino - americanos. O capítulo 2 discute evidências empíricas relacionadas com este processo, testando os resultados esperados a partir da explicação convencional com os registros factuais. Este capítulo contempla também um exercício teórico, qual seja o de derivar as respostas frente a um choque externo por parte de uma economia pequena, aberta e

¹ A seguinte proposição exemplifica uma dessas vertentes alternativas: "Em muitas explicações sobre a crise, os problemas de Balanço de pagamentos são muitas vezes apresentados como o determinante principal. Do nosso ponto de vista, eles são apenas um elo da cadeia de superacumulação inflacionária que, uma vez freados por uma crise de estabilização, tendem não só a diminuir, como eventualmente desaparecer do ponto de vista real." in Tavares (1974), pp. 137 - 175.

em desenvolvimento. Optou-se pela variante de otimização intertemporal para demonstrar que essas respostas são mais complexas do que comumente se supõe, além de se alertar para vários aspectos técnicos relacionados com este tipo de processo que normalmente são ignorados ou então menosprezados. O capítulo 3 contém os principais elementos de uma interpretação alternativa da crise de endividamento externo dos países da América Latina. Seja através do recurso à evidência empírica, seja através do emprego de modelos simples de equilíbrio monetário, procurou-se construir uma linha de raciocínio alternativa à argumentação tradicional. O capítulo 4, por fim, apresenta um sumário das principais idéias discutidas na dissertação e as conclusões mais importantes daí resultantes.

O objeto desta dissertação pode despertar algum interesse por parte de interessados em história econômica internacional e/ou modelos de macroeconomia aberta, mas creio que muitos dos aspectos aqui analisados tem implicações factuais bastante atuais. O exame da conjuntura nos últimos meses revela fenômenos intimamente associados às questões estudadas neste trabalho. Com efeito, o comportamento errático das principais divisas no mercado financeiro internacional e os movimentos especulativos contra algumas moedas em particular tem a ver com processos que se desenvolvem no sistema monetário internacional desde a desintegração da ordem estabelecida em Bretton Woods. Por outro lado, os influxos de capitais para países latino-americanos observados a partir dos anos 90 apresentam algumas características bastante próximas daquelas verificadas depois do final dos anos 60, em especial no que diz respeito às implicações de políticas cambiais adotadas pelos países latino-americanos sobre a absorção de recursos externos. A compreensão de tais tópicos permite ampliar o horizonte de análise de aspectos cotidianos no cenário macroeconômico contemporâneo.

1) A Interpretação Tradicional da Crise de Endividamento na América Latina

1.1) Introdução

A interpretação convencional sobre a origem dos desequilíbrios financeiros que afetaram os países latino-americanos e que culminaram com a crise internacional de endividamento externo no começo da década de 80 destaca o papel exercido pelo primeiro choque do petróleo.

De acordo com esta versão, os fatos teriam acontecido na seguinte seqüência. Ao final de 1973 os países exportadores de petróleo membros da OPEP decidiram quadruplicar o preço do produto ¹. Uma vez que este insumo era importante na pauta de importação de muitos países e caracterizava-se por possuir elasticidade-preço da demanda baixa, o acréscimo de preço resultou em inevitável aumento no valor total das importações dos países não auto-suficientes.

Havia na época a crença de que a ação do cartel teria vida curta. Assim sendo, os novos preços relativos internacionais seriam transitórios, posto que artificialmente estabelecidos. Por conseguinte, foi considerado ineficiente promover drásticas alterações nas matrizes energética e produtiva dos países afetados, de modo a se adequar aos novos termos de troca. Em termos de teoria econômica, uma mudança transitória no preço do petróleo implicaria queda na renda transitória dos países importadores. A trajetória ótima de ajuste consistiria, então, em conservar o consumo inalterado e em recorrer ao crédito ou à venda de ativos para cobrir a diferença entre a renda permanente, inalterada, e a renda correntemente observada, temporariamente mais baixa.

Criou-se desta maneira a justificativa para uma estratégia de financiamento do desequilíbrio dos balanços de pagamentos dos países latino-americanos importadores de petróleo. Essa estratégia foi adotada com especial rapidez pelos países em desenvolvimento, os quais não desejavam sacrificar suas altas taxas de crescimento com

¹A OPEP resultou de acordo entre os mais importantes produtores mundiais de petróleo quanto à necessidade de impedir a continuidade da queda real do preço do produto, a qual se processava desde meados da década de 50. O organismo foi formalmente constituído em 1960 e seus sócios fundadores foram Argélia, Equador, Gabão, Indonésia, Irã, Iraque, Kuwait, Líbia, Nigéria, Catar, Arábia Saudita, Venezuela e Emirados Árabes Unidos.

políticas econômicas recessivas. Nesse sentido, tanto a velocidade com que organismos como o FMI criaram mecanismos de crédito especiais ("oil facilities"², por exemplo) quanto o desempenho do sistema financeiro internacional ao reciclar prontamente o superávit financeiro da OPEP vis a vis o resto do mundo, de modo a diminuir os efeitos negativos da crise, foram considerados laudatórios.

Embora o preço real do petróleo tenha começado a cair imediatamente após 1973, a inesperada solidez do cartel teria feito com que vários países importadores comesçassem a acumular dívida externa em patamares significativos. Com a ocorrência do segundo choque do petróleo em 1979-1980, tornou-se evidente a impossibilidade de se continuar financiando indefinidamente esses desequilíbrios externos. Assim sendo, países como o Brasil viram-se obrigados a adotar medidas para ajustar suas economias à deterioração de seus termos de troca. Essas mudanças tiveram que se tornar mais drásticas posteriormente, devido à acelerada deterioração que se observou nos fluxos de capital internacionais, em virtude da série de moratórias deflagradas a partir do começo da década de 80 ³.

1.2) Formalização

A argumentação anterior pode ser formalizada de modo a produzir tanto os diagnósticos quanto as terapias tradicionais no que se refere à discussão do endividamento externo dos países latino-americanos.

Seja um modelo agregativo de curto prazo onde uma pequena economia com taxas de câmbio fixas tem uma moeda fiduciária, um mercado de títulos e produz uma única mercadoria ⁴. São dados o número de empresas, o estoque de capital e o conhecimento tecnológico de cada uma delas. A mão-de-obra é o único fator variável de produção e é

²"Oil facilities" foram linhas especiais de crédito abertas pelo FMI durante o período 1974-1976 (valor total de US\$ 6,9 bilhões de dólares) para os países membros em cujas pautas de importação o petróleo tinha grande importância. Outros mecanismos similares foram estabelecidos no período pelas demais organizações multilaterais (BIRD, FMI, etc.).

³ Esta linha de argumentação pode ser encontrada em diversos textos que abordam a questão do processo de endividamento externo de países em desenvolvimento. Cline (1983) e Cline (1985), por exemplo, são exemplos particularmente contundentes de argumentos não formalizados, enquanto Simonsen (1983) e Simonsen & Cysne (1989) contêm modelos explicativos ilustrativos da visão tradicional.

⁴ A hipótese não é tão limitativa quanto parece. É possível pensar no artifício da moeda composta de Hicks (1939), onde se supõe que todos os preços relativos da economia estão constantes. Deste modo é possível agregar todos os bens em um só e simplificar sobremaneira a análise.

homogênea: todos os trabalhadores recebem o mesmo salário por hora de trabalho. Os mercados funcionam em regime de concorrência perfeita e os agentes são indiferentes ao risco, de modo que os títulos rendem todos a mesma taxa de juros, independentemente de quem os emita ⁵ As equações do modelo são:

$$Y_t = h[P_t/W_t]; h_1 > 0 \quad (1)$$

$$W_t \geq W_0 \quad (2)$$

$$N_t \leq g(W_t/P_t); g_1 < 0 \quad (3)$$

$$Y_t = C_t[Y_t(1 - T) - R] + I_t(i_t - \pi^e_t) + G_t + X_t(E_t/W_t) \quad (4)$$

$$- H_t[Y_t(1 - T) - R; E_t/W_t; H_0]; C_1, X_1, H_1, H_3 > 0 \text{ e } H_2 < 0$$

$$M_t/W_t = h^{-1}(Y_t)L(Y_t, i_t); L_1 > 0 \text{ e } L_2 < 0 \quad (5)$$

$$TC_t = X_t(E_t/W_t) - H_t[Y_t(1 - T) - R; E_t/W_t; H_0] - RLE_t \quad (6)$$

A primeira equação especifica o produto ofertado da economia no período "t" como uma função crescente do inverso do salário real. Admite-se que "Y" seja função crescente e estritamente côncava do emprego "N". Dado que as empresas maximizam lucro em regime de concorrência perfeita, tem-se que o equilíbrio salário real x emprego se situa sobre a curva de procura de mão-de-obra e que o produto pode ser expresso em função da relação preço-salário ⁶.

A curva de oferta agregada dada por (1) foge aos padrões normais de especificação. Sua origem é a função de produção da "k-ésima" firma, que pode ser escrita como :

⁵ O modelo aqui explorado deve suas características gerais (modelo agregativo de curto prazo, com enfoque no balanço de pagamentos e orientação keynesiana) a Simonsen (1983), caps. 1 e 2 e Simonsen & Cysne (1989), particularmente caps. 2 e 8.

⁶ Alternativamente, pode-se dizer que estes pressupostos eliminam a hipótese de racionamento de empregos no mercado de trabalho, assim como qualquer outra variante de análise de desequilíbrio.

$$Y_t = f_k(N_k); k = 1, 2, \dots, n.$$

com as seguintes propriedades:

i) $f_k(0) = 0$;

ii) $f_k(N_k)$ é contínua, crescente e estritamente côncava;

iii) $\lim_{N_k \rightarrow \infty} \frac{f_k(N_k)}{N_k} = 0$

A maximização de lucro perseguida pela empresa implica obter o máximo da seguinte função:

$$L_k(N_k) = f_k(N_k)P - WN_k$$

$$L_k(N_k) = \frac{PN_k [f_k(N_k) - W]}{P}$$

onde " L_k " representa o lucro de cada firma individual, " P " o preço uniforme de mercado do bem produzido e " W " a taxa de salário paga.

Por conseguinte, $L_k(N_k)$ é função contínua e estritamente côncava em N_k . Se $f_k(N_k)$ for diferenciável, a maximização de lucro determinará que:

$$L'_k(N_k) = 0 \Rightarrow Pf'_k(N_k) - W = 0 \Rightarrow f'_k(N) = (W/P)$$

Para provar que o produto ofertado por parte de cada firma é função crescente do inverso do salário real é necessário proceder a mais uma demonstração. Admita-se que a " k -ésima" firma encontra-se em equilíbrio de maximização de lucro com a combinação $(N_k; Y_k)$ dados os parâmetros " P " e " W ". Se os parâmetros forem alterados para " P' " e " W' ", surgirá nova combinação maximizadora $(N'_k; Y'_k)$ que não pode ser mais lucrativa que a anterior dado o conjunto original de parâmetros. Conseqüentemente:

$$PY_k - WN_k \geq PY'_k - WN'_k$$

$$P'Y'_k - W'N'_k \geq P'Y_k - W'N_k$$

$$(P' - P)(Y'_k - Y_k) \geq (W' - W)(N'_k - N_k)$$

e

se $W' = W$ e $P' > P \Rightarrow (P/W) > 0$ e $Y'_k \geq Y_k \therefore Y_k$ é não decrescente em (P/W) ;

se $W' > W$ e $P' = P \Rightarrow (W/P) > 0$ e $N_k' \leq N_k \therefore N_k$ é não crescente em (W/P) .

Ora, se $f_k(N_k)$ é diferenciável, então $f'_k(N_k) = (W/P)$. Assim, se o salário real muda, o nível de emprego também muda. Já se sabe que N_k é não crescente em (W/P) , donde a conclusão de que a demanda por serviços do trabalho é função decrescente de W/P . A mudança no nível de emprego induzida pela alteração no salário real também modifica a produção. Já se sabe que Y_k é função não decrescente de P/W , donde a conclusão final de que o produto ofertado é função crescente de P/W . Logo:

$Y_k = f_k(P/W)$; $f'_k > 0$: oferta de produto de cada firma;

$N_k = g_k(W/P)$; $g'_k < 0$: demanda de trabalho de cada firma;

e a agregação para toda a economia implica:

$$Y = \sum_{k=1}^n Y_k = \sum_{k=1}^n f_k(P/W) = f(P/W); f' > 0$$

$$N = \sum_{k=1}^n N_k = \sum_{k=1}^n g_k(W/P) = g(W/P); g' < 0$$

Retomando as equações do modelo, tem-se que (2) contém hipótese de feição keynesiano: supõe uma rigidez dos salários nominais de forma tal que o passado recente da economia determina o piso salarial " W_0 " ⁷. Em (3) determina-se que o equilíbrio de emprego em cada período não pode se situar à direita da curva de oferta de mão-de-obra.

Na equação (4) tem-se a especificação da curva "IS" para valores dados de "E", "W", "T" e " π^e ". O consumo privado é função da renda disponível após a incidência de impostos, onde é suposto um gravame tributário proporcional à renda (alíquota marginal "T"). O consumo depende também de uma parcela de transferências "R", a qual é dada pela renda líquida autônoma do governo (impostos indiretos e taxas menos subsídios e outras despesas) mais a renda líquida enviada para o exterior (RLE). O investimento agregado é suposto sensível à taxa real de juros, onde " i_t " designa a taxa nominal de juros e " π^e_t " a inflação esperada no período. Os gastos do governo são tidos como exógenos, enquanto as exportações de bens e serviços finais não-fatores de produção dependem da relação câmbio-salário "E/W" (ou, alternativamente, da taxa real de câmbio em unidades de salário). As importações de bens e serviços finais não-fatores de produção, por sua vez, dependem não só da renda disponível e da relação câmbio-salário, mas também de

⁷ Não é estritamente necessário que o salário nominal seja rígido. Conforme discutido por Hicks (1984), é suficiente que a taxa de variação dos salários nominais seja igual a dos preços e a da quantidade de moeda e que todas as quantidades sejam deflacionada pelo salário nominal (como é o caso aqui).

uma componente estrutural autônoma " H_0 ", a qual se caracteriza por possuir elasticidade-preço da demanda nula. Pode-se pensar em um insumo estratégico para a matriz energética e produtiva do país, como é o caso do petróleo.

A equação (5) acrescenta mais um componente keynesiano ao modelo. Trata-se da especificação da curva "LM", onde a quantidade real de moeda é medida em unidades de salário e onde aparecem os motivos transação/precaução e especulação para a demanda monetária. A particular especificação da "LM" também exige explicação. Para evitar incluir mais uma variável exógena na análise (trata-se do nível de preços " P "), multiplica-se a conhecida equação de equilíbrio monetário pela função inversa da oferta agregada, ou seja:

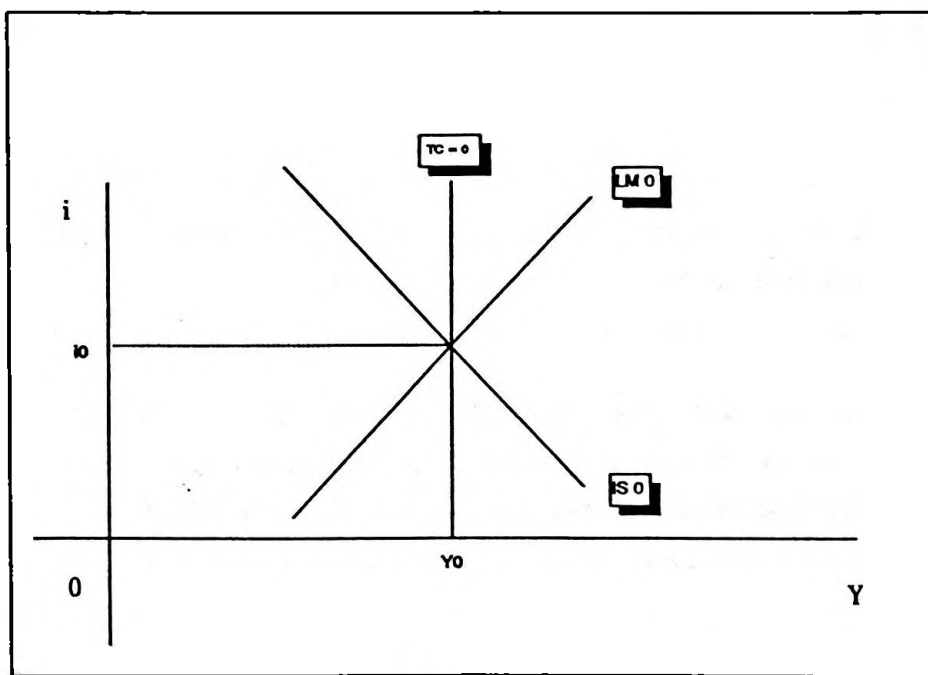
$$Y = f(P/W) \Rightarrow f^{-1}(Y) = P/W \Rightarrow P = Wf^{-1}(Y)$$

$$M/P = L(Y; i) \Rightarrow M/Wf^{-1}(Y) = L(Y; i)$$

$$M/W = f^{-1}L(Y; i)$$

Por fim (6) descreve o saldo do balanço de pagamentos em transações correntes. Sendo assim, as variáveis endógenas do modelo são " Y ", " W ", " N ", " TC ", o "locus" de equilíbrio no mercado de bens e serviços (IS) e o "locus" de equilíbrio no mercado monetário (LM). As variáveis exógenas, por sua vez, são " M ", " E ", " T ", " G ", " W_0 ", " π^e ", " R ", " RLE " e " H_0 ".

Gráfico 1: Economia Aberta e um Choque Externo Política de Sustentação dos Juros Situação Inicial



O ponto de partida para a análise de estática comparativa consiste em supor que a pequena economia em discussão encontra-se em equilíbrio inicial de pleno emprego e com a conta de transações correntes de seu balanço de pagamentos também em equilíbrio. Dados os parâmetros do modelo e supondo estáveis as funções que descrevem o comportamento das exportações e importações, é possível fazer a equação (6) assumir um valor constante qualquer, por exemplo zero, de modo a se ter mais um "locus" no diagrama $i \times Y$.

Na figura anterior, o par " i_0 " e " Y_0 " designa respectivamente a taxa nominal de juros e o nível de renda que equilibram tanto a demanda agregada interna (curvas "IS" e "LM"), quanto o saldo em transações correntes.

Um choque do petróleo como o ocorrido em 1973 equivale no modelo a um aumento da componente inelástica das importações " H_0 ". Isto provoca dois efeitos:

i) Aumento no valor total das importações de bens e serviços não fatores de produção, o que determina um deslocamento para a esquerda da curva "IS".

ii) Déficit em transações correntes, dado o nível de renda inicial " Y_0 ". O equilíbrio nas contas externas pressupõe agora menor absorção interna, o que significa renda de equilíbrio menor. Assim sendo, a curva $TC = 0$ também se desloca para a esquerda.

Surge então uma dicotomia entre o equilíbrio interno e o equilíbrio nas contas externas do país. O par " i_1 ", " Y_1 " corresponde aos valores da taxa de juros e da renda que equilibram o mercado interno. Ambos são menores que " i_0 " e " Y_0 " porque o nível doméstico de absorção reduziu-se, o que, mantida inalterada a oferta de moeda, produz um estoque monetário em excesso comparativamente às necessidades dos agentes. A taxa de juros diminui então para eliminar este excesso. No entanto, o nível de renda que equilibra as contas externas é " Y_1^* ", menor que " Y_1 ", donde o aparecimento de um déficit em transações correntes do país. Sua extensão é dada pela diferença " $Y_1 - Y_1^*$ ".

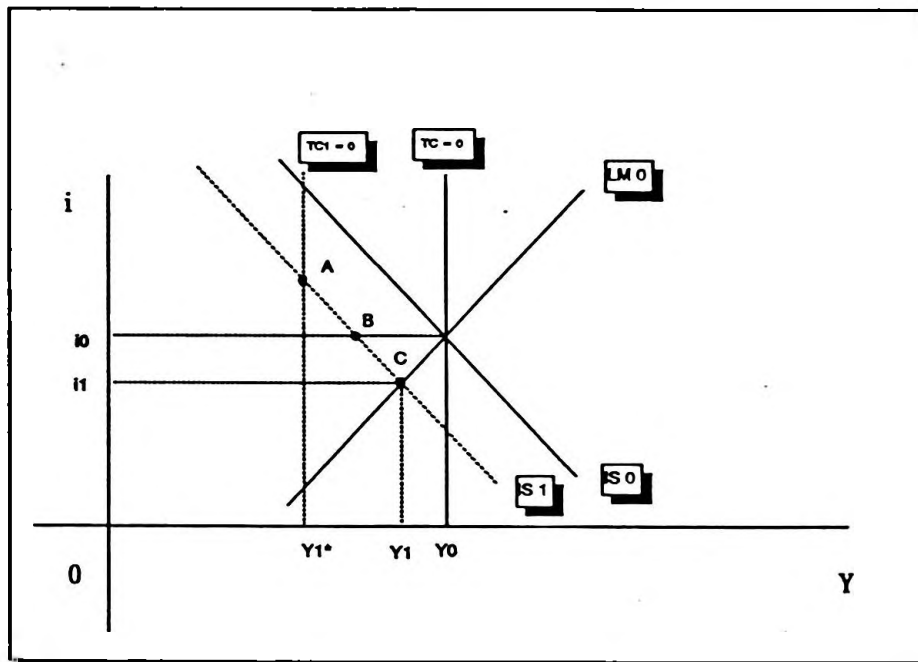
Dado o choque externo, abrem-se algumas variantes de política econômica interna como resposta a esta exogeneidade. Tomando para efeito de análise a política monetária (cujos resultados são de curto prazo e aparecem com maior velocidade) como instrumento de reação do governo, cabe ao Banco Central decidir-se entre as seguintes estratégias:

i) Política de ajustamento: consiste em contrair os meios de pagamentos (provocando, portanto, elevação das taxas de juros e enfraquecimento adicional da demanda agregada) até que se obtenha o equilíbrio nas contas externas. Em termos do gráfico anterior, isto equivale a fazer com que a curva "LM" passe pelo ponto "A".

ii) Política de sustentação: consiste em regular a oferta de moeda de modo a manter inalterada a taxa de juros comparativamente a seu valor pré-choque. O custo desta política é dado pelo aparecimento de um déficit em transações correntes. Graficamente isto implica deslocar a curva "LM" para o ponto "B".

iii) Política de neutralização: consiste em não alterar a quantidade de moeda, impondo o menor sacrifício possível à demanda agregada e arcando, conseqüentemente, com o maior déficit em transações correntes possível. Isto significaria deixar a curva "LM" no ponto "C".

**Gráfico 2: Economia Aberta e um Choque Externo
Política de Sustentação dos Juros
Deflagração do Choque**



A lógica do argumento tradicional impõe a escolha entre a segunda e terceira variantes, de modo que os países latino-americanos importadores de petróleo incorram em desequilíbrio em suas contas externas e recorram ao endividamento como forma de financiá-lo. Para efeito de demonstração dos resultados pretendidos, não é necessário apelar para o caso extremo, sendo suficiente tomar o caso intermediário "ii".

Se o Banco Central adota uma política de sustentação frente ao choque externo, a magnitude do deslocamento da curva "IS" é dado pelo diferencial total de (4):

$$dY = c[dY(1 - T) - dR] + dl + dG + dX - h[dY(1 - T) - dR] - dH_0$$

$$dY = (c - h)(1 - T)dY - (c - h)dR + dl + dG + dX - dH_0$$

$$dY = -\frac{1}{1 - (1 - T)(c - h)} dH_0 < 0 \quad (7)$$

onde $c = C'[Y(1-T) - dR]$ é a propensão marginal a consumir e $h = H'[Y(1-T) - R]$ a propensão marginal a importar, $0 < h < c$ por hipótese. A mudança na renda, por sua vez, implica alteração da quantidade importada, alteração esta dada pelo diferencial:

$$dH = h(1 - T)dY + dH_0$$

$$dH = \frac{1 - (1 - T)c}{1 - (1 - T)(c - h)} dH_0 > 0 \quad (8)$$

o que, em termos de alteração no saldo de transações correntes, equivale a:

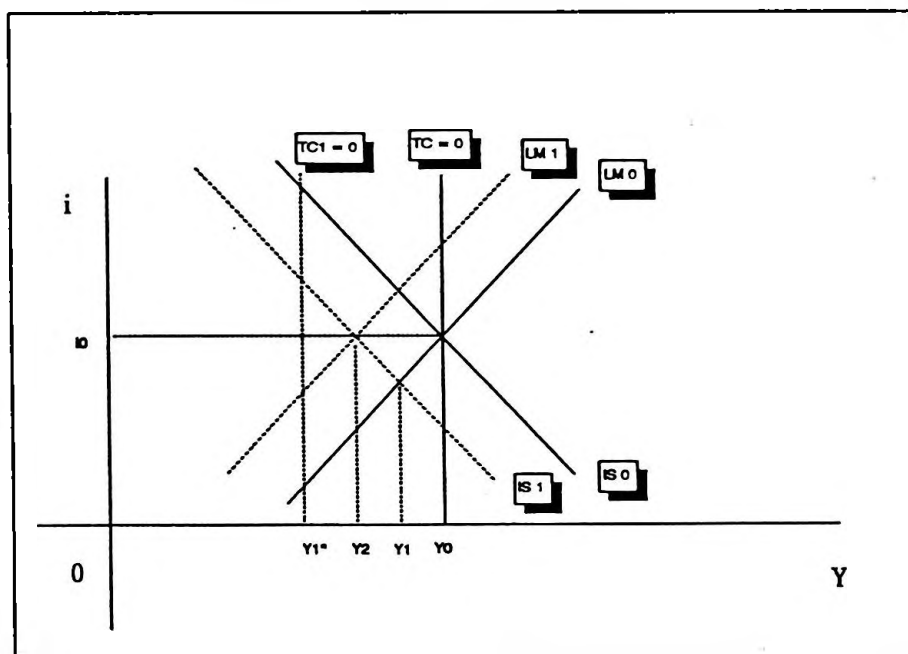
$$dTC = dX - dH - dRLE$$

$$dTC = -\frac{1 - (1 - T)c}{1 - (1 - T)(c - h)} dH_0 < 0 \quad (9)$$

Obtém-se então um resultado bastante conhecido na teoria do ajuste incompleto do balanço de pagamentos pelo efeito-renda. Se o investimento agregado não se altera (a taxa de juros foi mantida constante) um aumento exógeno no valor das importações provoca, via efeito multiplicador, queda no produto de equilíbrio. Esta queda, por sua vez, gera diminuição das importações, mas esta diminuição é inferior ao aumento exógeno inicial. Conseqüentemente, com política monetária de sustentação, o deslocamento para a direita da curva de importações devido a um choque externo provoca ao mesmo tempo redução do produto e déficit nas transações correntes com o resto do mundo.

Graficamente o resultado final do processo descrito acima consiste, comparativamente ao diagrama 2, no deslocamento da curva "LM" para a esquerda, de modo que a taxa final de juros da economia volta a ser " i_0 ". No entanto, isto se dá às custas de decréscimo adicional do produto (provocado pela retração dos investimentos frente à elevação da taxa de juros), o qual passa de " Y_1 " para " Y_2 ". O déficit em transações correntes é dado pela diferença entre " Y_2 " e " Y_1^* ".

Gráfico 3: Economia Aberta e um Choque Externo
Política de Sustentação dos Juros
Reação da Política Monetária



Caso o governo tivesse julgado esta nova situação de preços relativos permanente, caberia abdicar de políticas de curto prazo e ajustar o saldo de transações correntes através do seguinte conjunto de medidas, as quais deslocariam a curva $TC = 0$ para a direita:

- i) Aumentar a taxação marginal da renda "T".
- ii) Elevar a renda líquida autônoma do governo via aumento de impostos indiretos e/ou diminuição dos subsídios e transferências ao setor privado.
- iii) Incrementar a relação câmbio-salário, seja através da desvalorização real do câmbio, seja pela compressão dos salários nominais ou por meio de ambas.

Pressupõe-se que o governo honre seus compromissos externos, de modo que a renda líquida enviada para o exterior não é passível de redução.

Retomando a argumentação tradicional, os países latino-americanos teriam julgado transitórios os novos preços relativos decorrentes do choque de 1973, de modo que optaram por financiar via endividamento o seu desequilíbrio de transações correntes. Ocorre a que a ação do cartel (OPEP) terminou por durar mais que o inicialmente previsto e a eclosão do segundo choque do petróleo em 1979-1980 tornou claro ser impossível o sistema financeiro internacional continuar financiando indefinidamente os desequilíbrios dos balanços de pagamentos. A crise do endividamento detonada no começo da década de 80 teria ocorrido então porque o montante de endividamento acumulado desde o primeiro choque do petróleo teria sido demasiadamente grande e porque os países latino-americanos não lograram tomar as devidas medidas de ajustamento no tempo e grau adequados.

No capítulo que se segue, alguns aspectos da explicação convencional são cotejados empiricamente com a evolução de variáveis críticas e uma extensão teórica do modelo aqui apresentado é proposta para ressaltar as limitações do argumento tradicional e resolver algumas de suas aparentes inconsistências.

CAPÍTULO 2: CRÍTICAS À INTERPRETAÇÃO TRADICIONAL

"Ora (...) convinha desseis atenção antes a quem contraria vossa opiniões do que aos oradores que a elas se sacrificam; quem aqui se apresenta só para dizer o que desejais, vós o sabeis, pode enganar-vos facilmente - palavras ditas para o agrado cobrem de sombra à vossa vista o melhor partido - mas nenhuma ilusão semelhante sofrereis dos conselhos dados sem o fito de agradar-vos, pois não poderiam mudar o vosso parecer sem demonstrar à evidência suas vantagens."

Isócrates, Sobre a Paz

2) Críticas à Interpretação Tradicional

2.1) Introdução

A interpretação tradicional da crise do endividamento externo dos países em desenvolvimento tem apelo factual e é passível de formalização razoavelmente elaborada, como se viu anteriormente. Tanto a lógica quanto a coerência do argumento, no entanto, tornam-se débeis quando deparadas com algumas evidências.

Em termos puramente intuitivos, é difícil entender como o problema de endividamento afetou não só países como o Brasil e o Chile, que dependem fortemente da importação de petróleo, mas também países como a Argentina e Peru, que são auto-suficientes e, paradoxalmente, países como o México e a Venezuela, que são importantes exportadores do produto. Ademais, o Japão e a então Alemanha Ocidental, grandes importadores de petróleo, sobrepujaram os choques de 1973 e 1979 sem alterações substantivas nas suas taxas de crescimento e sem estrangulamentos nas suas contas externas. Ao contrário, ambos exibem hoje expressivos superávits em suas transações correntes e são importantes credores do sistema financeiro internacional.

Para que o argumento tradicional continue fazendo algum sentido frente a estas constatações, é necessário apelar para uma complexa série de erros sistemáticos de percepção dos agentes e para comportamentos que não se pautam pela racionalidade econômica.

Em se tratando de países como o Brasil e o Chile, seria factível pensar em excesso de endividamento devido a uma percepção errônea quanto à duração do choque após 1973 e à conseqüente resistência em adotar medidas estruturais de ajustamento. No entanto, esta explicação só é razoável em um cenário de curto prazo. De fato, é possível que no curto prazo os agentes tenham problemas de percepção em relação ao que é sua renda transitória vis a vis sua renda permanente. Assim sendo, seria aceitável que no período imediatamente após 1973 os importadores de petróleo tivessem pensado que sua renda permanente não tivesse sofrido alteração e que por isto poderiam recorrer ao endividamento para evitar o decréscimo de seu nível interno de absorção. Difícil é aceitar que este erro de percepção tenha se prolongado até o segundo choque em 1979, quando

só então teria havido a constatação de que os termos de troca internacionais haviam-se deteriorado permanentemente.

No caso de exportadores como o México e a Venezuela, seria necessário admitir a ocorrência de erro exatamente inverso ao anterior. Estes países teriam não só percebido aumento da sua renda permanente, como também teriam-na superestimado. A superestimação das rendas futuras teria desencadeado um processo de excessivo endividamento, o qual determinou a posterior crise em seus balanços de pagamentos.

Particularmente curioso foi também o comportamento das instituições financeiras que forneceram os recursos para os países em desenvolvimento. Com efeito, não obstante as díspares percepções quanto à realidade de preços relativos associada aos choques do petróleo, estas instituições optaram por emprestar simultaneamente tanto para os importadores quanto para os exportadores de petróleo. Sendo assim, ou o sistema financeiro internacional não avaliou corretamente durante seguidos anos os riscos envolvidos nos empréstimos, o que não é corroborado pela análise empírica e teórica concernente ¹, ou então seguia uma estratégia de diversificação de risco bastante peculiar.

A situação de países como Argentina e Peru, no entanto, não parece passível de explicação razoável segundo os parâmetros do argumento usual. Sendo estes países auto-suficientes em petróleo, o que os levaria a recorrer ao endividamento externo e que motivos teria o sistema financeiro internacional para financiá-los? Aparentemente, apenas o apelo à irracionalidade econômica dos agentes envolvidos poderia fornecer uma resposta, a qual, mesmo assim, estaria longe de ser convincente.

Além de intuitivamente deficiente, o raciocínio associado à explicação usual da crise do endividamento carece de fundamentação empírica e de sustentação teórica sólidas. As duas seções que se seguem explorarão estas deficiências.

2.2) Evidência Empírica

As hipóteses básicas que sustentam a explicação tradicional a respeito da origem da crise de endividamento dos países em desenvolvimento não são, evidentemente, passíveis de teste empírico (como acontece com qualquer conjunto de hipótese que

¹ Ver, por exemplo, Khan & Knight (1983) e Edwards (1984).

sustenta uma teoria). Para que se julgue a sua adequação, torna-se necessário derivar suas decorrências factuais e posteriormente confrontá-las com a evidência empírica.

Dada a descrição do argumento tradicional feita no capítulo anterior, parece razoável propor que o seguinte conjunto de resultados lhe seja decorrente:

1) Os países em desenvolvimento deveriam exibir taxas modestas de endividamento externo antes do choque do petróleo em 1973. A partir de então o crescimento da dívida se mostraria significativo, até a eclosão da crise internacional de 1982, quando a oferta voluntária de recursos por parte das instituições financeiras internacionais diminuiria sensivelmente e provocaria uma redução da velocidade do endividamento.

2) A grande demanda por recursos no mercado financeiro internacional no período posterior aos choques do petróleo deveria provocar elevação das taxas reais de juros. Este fenômeno se verificaria até que a reciclagem dos recursos excedentes provenientes dos países exportadores de petróleo fosse completada. Posteriormente, os juros internacionais deveriam retornar ao seu nível de equilíbrio pré - choque.

3) Imediatamente após o choque do petróleo de 1973 os países exportadores como um todo (OPEP e não associados) passariam a exibir superávits em suas contas de transações correntes e, a partir de então, ocorreria o endividamento acelerado dos países importadores. Os fundos de financiamento deste endividamento seriam os superávits auferidos pelos países exportadores de petróleo, os quais teriam sido reciclados pelo sistema financeiro internacional. Fenômeno análogo deveria ser observado depois do segundo choque, em 1979-80.

2.2.1) Endividamento x choques do petróleo

A tabela 1 e os gráficos concernentes mostram o endividamento de médio e longo prazos de Brasil, Argentina e México no período 1966 - 1989. As séries não incluem a dívida de curto prazo porque estes registros só começaram a aparecer de forma mais consistente após meados da década de 1970, o que é inconveniente para o exercício que se pretende realizar. Por conseguinte, os dados apresentados a seguir são homogêneos mas subestimam o volume de endividamento que os países tiveram que administrar no período. Por outro lado, deu-se grande ênfase à evolução real da dívida de cada país, ao invés de se ater ao acompanhamento dos estoques nominais. A razão deste procedimento é imediata. Se a taxa de crescimento da dívida externa de um país é menor que a taxa de

variação do nível geral de preços no mundo, o exame apenas dos estoques nominais leva à conclusão errônea de que a situação do seu fluxo de encargos associado à dívida está piorando. Em verdade processa-se exatamente o oposto. Implicitamente acontece uma amortização do débito assumido, dado que o pagamento dos juros e de parcela do principal está sendo feita de forma tal a não manter o valor real da dívida constante. Isto implica melhor desempenho do fluxo futuro de encargos referente à dívida externa, uma vez que o estoque real que gera os encargos é menor ao longo do tempo.

Brasil, México e Argentina não foram escolhidos ao acaso para o exercício a ser realizado. Por um lado, encontram-se na rubrica "Fifteen Heavily Indebted Countries", utilizada pelo FMI em seus periódicos de estudos e previsões. Por outro, representam três situações distintas no que diz respeito à dependência em relação ao petróleo. O Brasil é o caso típico do país em desenvolvimento que recorria pesadamente à importação do produto, uma vez que seu consumo era muito superior à produção interna. O México representa o extremo oposto, o dos países exportadores de petróleo que tinham nas vendas externas do produto sua principal fonte de divisas. É bem verdade que o México representa caso especial de exportador, uma vez que suas vendas externas de petróleo só apareceram de forma significativa após 1974, mas esse fato não muda a substância do exercício ². Por fim, a Argentina representa a situação intermediária dos países auto-suficientes em relação ao petróleo, ou seja, nem dependentes de sua importação, nem exportadores destacados.

Em se tratando do Brasil, pode-se inferir o seguinte comportamento da dívida externa ao longo do tempo. Até 1968 o estoque real de dívida externa estava diminuindo, uma vez que a evolução nominal do endividamento era inferior à inflação internacional corrente. Em outras palavras, processava-se uma amortização implícita do principal da dívida até então assumido. A partir de 1968, porém, passa a ocorrer um crescimento real extremamente elevado, 18,5% a.a. em média no período 1968 - 1978. No biênio 1979 - 1980 (incidentalmente o mesmo onde deflagrou-se o segundo choque do petróleo) processou-se uma inflexão da trajetória, com o endividamento real caindo para um patamar reduzido, 1,4% a.a. No período 1981 - 1984 acelera-se novamente o crescimento real da dívida externa, 6,4% a.a., embora em níveis marcadamente inferiores aos que caracterizaram os anos 1968 - 1978. Por fim, no quinquênio 1985 - 1989 caracterizou-se novo processo de redução do estoque real de dívida externa (exceção feita ao breve período 1986 - 1987), o qual perdura até hoje.

² O exercício poderia ter sido realizado, por exemplo, com os registros referentes à Venezuela, que se caracterizou como país exportador de petróleo ao longo de todo o período analisado. Os números obtidos seriam menos contundentes que os do México, mas a direção apontada seria a mesma.

Tabela 1

Dívida Externa de Médio e Longo Prazos Brasil, Argentina e México 1965 - 1989

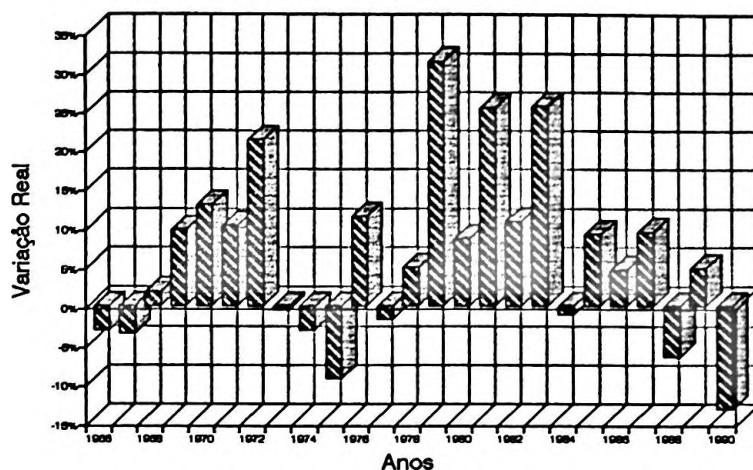
Valores nominais (US\$ mi), reais (US\$ mi de 1980) e Taxas de Variação

Ano	Brasil			México			Argentina		
	estoque nominal	estoque real	variação real	estoque nominal	estoque real	variação real	estoque nominal	estoque real	variação real
1965	3,644.0	10,236.0		4,587.0	12,884.8		2,650.0	7,443.8	
1966	3,666.0	9,935.0	-2.94%	4,715.0	12,777.8	-0.83%	2,663.0	7,216.8	-3.05%
1967	3,281.0	8,634.2	-13.09%	5,010.0	13,184.2	3.18%	2,644.0	6,957.9	-3.59%
1968	3,780.0	9,545.5	10.55%	5,218.0	13,176.8	-0.06%	2,805.0	7,083.3	1.80%
1969	4,403.0	10,584.1	10.88%	5,636.0	13,548.1	2.82%	3,230.0	7,764.4	9.62%
1970	5,130.0	11,606.3	9.66%	5,970.0	13,506.8	-0.30%	3,876.0	8,769.2	12.94%
1971	6,630.0	14,166.7	22.06%	6,420.0	13,717.9	1.56%	4,525.0	9,668.8	10.26%
1972	10,170.0	20,587.0	45.32%	7,030.0	14,230.8	3.74%	5,788.0	11,716.6	21.18%
1973	12,940.0	24,186.9	17.49%	9,000.0	16,822.4	18.21%	6,233.0	11,650.5	-0.56%
1974	19,420.0	32,312.8	33.60%	11,950.0	19,883.5	18.20%	6,789.0	11,296.2	-3.04%
1975	23,750.0	35,394.9	9.54%	15,610.0	23,263.8	17.00%	6,873.0	10,242.9	-9.32%
1976	29,050.0	40,179.8	13.52%	20,520.0	28,381.7	22.00%	8,258.0	11,421.9	11.51%
1977	35,420.0	45,585.6	13.45%	25,740.0	33,127.4	16.72%	8,721.0	11,223.9	-1.73%
1978	46,780.0	55,890.1	22.60%	30,770.0	36,762.2	10.97%	9,848.0	11,765.8	4.83%
1979	52,080.0	57,356.8	2.62%	34,750.0	38,270.9	4.10%	14,039.0	15,461.5	31.41%
1980	57,430.0	57,430.0	0.13%	41,210.0	41,210.0	7.68%	16,774.0	16,774.0	8.49%
1981	65,550.0	60,655.1	5.62%	53,230.0	49,255.1	19.52%	22,736.0	21,038.2	25.42%
1982	75,360.0	64,742.3	6.74%	59,870.0	51,434.7	4.43%	27,113.0	23,293.0	10.72%
1983	81,270.0	66,368.4	2.51%	81,587.0	66,627.3	29.54%	35,833.0	29,262.7	25.63%
1984	89,942.0	70,287.4	5.90%	86,022.0	67,224.0	0.90%	37,040.0	28,945.8	-1.08%
1985	91,733.0	69,129.2	-1.65%	88,448.0	66,653.7	-0.85%	41,902.0	31,577.0	9.09%
1986	99,364.0	72,417.7	4.76%	90,921.0	66,264.3	-0.58%	45,300.0	33,015.2	4.55%
1987	106,031.0	75,025.9	3.60%	98,497.0	69,695.0	5.18%	51,074.0	36,139.2	9.46%
1988	101,417.0	69,468.7	-7.41%	86,521.0	59,265.2	-14.96%	49,343.0	33,799.0	-6.48%
1989	90,307.0	60,056.8	-13.55%	80,030.0	53,222.3	-10.20%	53,260.0	35,419.5	4.79%
1990	89,869.0	57,522.2	-4.22%	80,613.0	51,597.7	-3.05%	47,946.0	30,688.6	-13.36%

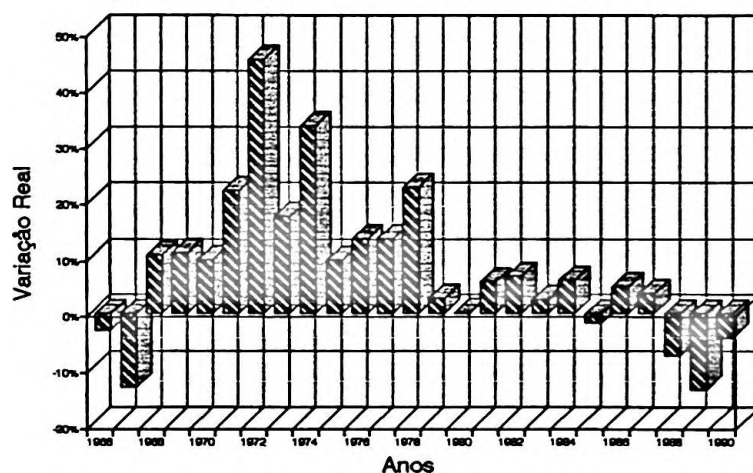
Obs (*): Os valores referentes a 1990 ainda não são definitivos.

Fontes: Os estoques nominais de dívida externa a partir de 1970 provêm do "World Debt Tables" 1991 - 1992 do Banco Mundial, vol 2, págs 10 - 13, 38 - 41 e 430 - 433. Os estoques anteriores a 1970 têm fontes diversas. No caso de Brasil e Argentina, recorreu-se ao "Developing Country Debt and Economic Performance" do NBER, vol 2 (Country Studies), págs 136 e 384. Para o México, procedeu-se a uma estimativa tendo como base a conta de capitais de seu balanço de pagamentos, conforme exibido no "Balance of Payments Yearbook" do FMI, diversos números. Os dólares constantes de 1980 foram calculados por meio dos "GNP Deflators - All Industrial Countries", apresentados nos "World Economic Outlooks" do FMI, diversos números.

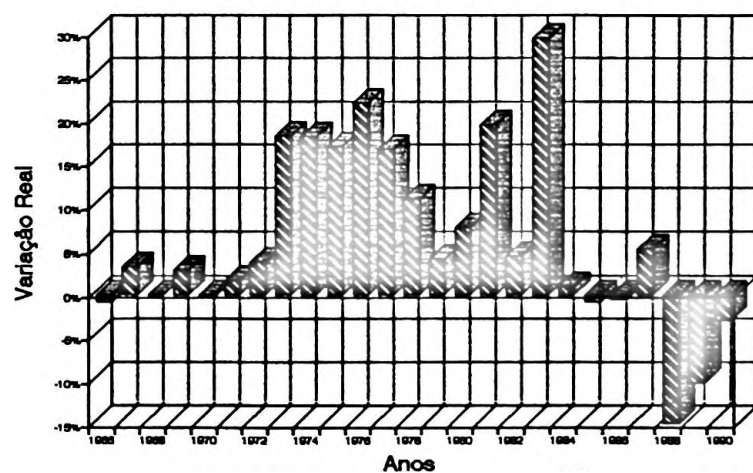
Dívida Externa de Médio e Longo Prazos Variação Real Argentina 1966 - 1990



Dívida Externa de Médio e Longo Prazos Variação Real Brasil 1966 - 1990



Dívida Externa de Médio e Longo Prazos Variação Real México 1966 - 1990



É possível explicar de forma detalhada esta trajetória sob o prisma das modificações que se desenvolviam paralelamente na economia brasileira. Não é objetivo deste trabalho, entretanto, nem tampouco isto se mostra necessário para o argumento que se quer desenvolver. O que se destaca, porém, são duas constatações que conflitam com a interpretação tradicional:

i) O crescimento real da dívida externa brasileira começou a desenvolver-se de forma significativa a partir de 1968, muito antes de qualquer choque externo. Quando se constata que o crescimento real médio no período 1968 - 1972 foi de 19,0% a.a., conclui-se que algo de importante estava ocorrendo naqueles anos, algo este não explicado pelo argumento tradicional da crise de endividamento da América Latina.

ii) O crescimento real da dívida externa é marcadamente superior *antes* dos choques do petróleo que depois deles, o que contradiz uma das proposições oriundas do enfoque tradicional. No biênio 1971 - 1972 a dívida externa real cresceu em média 33,2% a.a.³. Isolando o ano crítico de 1973, quando ocorreu o primeiro choque do petróleo, verifica-se que o endividamento que se processou no biênio posterior foi de 21,0% a.a. em média, extremamente elevado mas claramente inferior ao que se observava antes. Em se tratando do segundo choque, em 1979 - 1980, os números são ainda mais contundentes. No biênio anterior ao acontecimento, 1977 - 1978, o crescimento médio real da dívida externa foi de 17,9% a.a., enquanto no biênio posterior, 1981 - 1982 a média caiu para 6,2% a.a. Caso se queira incluir o ano de 1980 no cálculo, considerando que os ajustes por parte dos países importadores deram-se também durante o choque, chega-se a um resultado ainda mais forte: o crescimento médio caiu para o nível de 4,1% a.a. no triênio 1980 - 1982.

Examinando-se a situação mexicana, constata-se a ocorrência de alguns fenômenos particulares. Até o final da década de 1960 observou-se pequeno crescimento do estoque real de dívida externa do país (+ 4,8% entre 1965 e 1970). O endividamento passou a mostrar-se mais acelerado imediatamente antes da deflagração do primeiro choque do petróleo, ou seja ao logo do ano de 1973 (o anúncio do aumento de preços por parte da OPEP deu-se em outubro). Posteriormente a dívida externa mexicana passou a crescer fortemente (+16,9% a.a. no período 1974 - 1978), em um movimento só interrompido com a eclosão do segundo choque do petróleo no período 1979-80. Novo recrudescimento do endividamento operou-se nos anos 1981- 1983 (+ 26,2% a.a. em média), período onde se verificou a declaração de "default" por parte do governo

³ É necessário não esquecer, entretanto, que a reduzida base de comparação (os estoques de dívida externa antes do final da década de 60 eram relativamente pequenos) inicialmente colabora para tornar as taxas de crescimento significativas em termos absolutos.

mexicano em relação ao serviço de sua dívida externa. Entre 1984 e 1987 a dívida externa mexicana passou a crescer de forma menos significativa em termos reais, sendo que a partir de 1988 passou a observar-se até mesmo diminuição contínua do estoque nominal.

Estudando o caso argentino, nota-se que, à semelhança do caso brasileiro, até o final da década de 1960 o processo que predominava era o de redução do estoque real de dívida externa (- 6,5% entre 1965 e 1967). A partir de 1969 o crescimento assinalado passou a ser significativo, 13,4% a.a. em média, interrompendo-se apenas com o primeiro choque do petróleo em 1973. Tem-se então evidências adicionais de que algum importante processo estava desenvolvendo-se no período independentemente dos movimentos do cartel da OPEP. No triênio 1973 - 1975 verificou-se diminuição do estoque real da dívida (- 12,6%), embora sem o concurso da diminuição do estoque nominal. Entre 1976 e 1987 a dívida externa real da Argentina aumentou à média anual de 10,8%, no entanto oscilações substantivas foram assinaladas no período. Houve anos em que a taxa de crescimento mostrou-se extremamente elevada (como 1979, 1981 e 1983), enquanto em outros ocorreu até redução do estoque real (como 1977 e 1984). Por fim, desde 1988 a dívida externa não mostra tendência real definida.

O exame das estatísticas referentes à dívida externa de Brasil, México e Argentina permite a detecção de fenômenos comuns, não obstante as diferenças específicas inerentes à situação particular de cada país ⁴. O quadro 1 tem o propósito de resumir esses fenômenos, de modo a permitir a formulação de proposições mais genéricas.

⁴ O emprego do critério de dívida externa líquida (estoque total de dívida menos acumulação de reservas) não altera a direção dos resultados obtidos. Com efeito, sob esse prisma também se nota a consolidação de uma trajetória de deterioração. No começo da década de 70 a proporção reservas/dívida externa nos países da América Latina era de quase 50% em média, enquanto nos anos onde o crescimento da dívida se mostrou mais forte a proporção caiu para menos de 15%. Ver Kuczynski (1988), cap. 1.

**Quadro 1: Taxa Média Ponderada de Crescimento Real da Dívida Externa
Brasil, México e Argentina (em % a. a.)**

Período	Comentário	Crescimento da dívida externa: Brasil	Crescimento da dívida externa: México	Crescimento da dívida externa: Argentina	Média ponderada
1970 - 1972	Grande aquecimento da economia mundial	+ 24,8%	+ 1,7%	+ 14,7%	+ 15,2%
1973	Primeiro choque do petróleo	+ 17,5%	+ 18,2%	- 0,6%	+ 13,7%
1974 - 1975	Ajustamento, "oil facilities", etc.	+ 21,0%	+ 17,6%	- 5,9%	+ 15,9%
1976 - 1978	Retomada do crescimento mundial	+ 16,5%	+ 25,7%	+ 4,7%	+ 18,4%
1979 - 1980	Segundo choque do petróleo	+ 1,4%	+ 5,9%	+ 19,4%	+ 5,6%
1981 - 1982	Novo ajustamento e crise da dívida externa	+ 6,2%	+ 11,7%	+ 17,8%	+ 10,2%

Obs (1): Foram utilizadas médias aritméticas ponderadas. O critério de ponderação é o estoque de dívida de cada país em cada um dos lapsos de tempo analisados.

Fonte: World Debt Tables (1991), "Developing Country Debt and Economic Performance" (1989) e "International Financial Statistics", diversos números.

Não se caminha contrariamente às evidências empíricas, portanto, quando se generaliza as constatações feitas quando da análise da trajetória do endividamento brasileiro nos seguintes termos:

i) O crescimento real da dívida externa dos países latino - americanos começa a ocorrer de forma acelerada a partir dos últimos anos da década de 1960, muito antes da eclosão de qualquer choque externo que implicasse redução do ritmo de desenvolvimento

dos países (ao contrário, trata-se de período marcado por significativo crescimento da economia mundial). Há diferenças de intensidade em relação a este processo. O endividamento acelerado do Brasil começa a ocorrer claramente antes do argentino, sendo que estas duas trajetórias manifestam-se antes daquela associada ao México (de fato, este último país passa a exibir um crescimento mais forte de sua dívida externa apenas imediatamente antes do primeiro choque do petróleo).

ii) Não se verificou aceleração do endividamento desses países quando da eclosão de choques externos, notadamente os provocados pela elevação acentuada dos preços do petróleo em 1973 e 1979 - 80. O crescimento da dívida externa, "ceteris paribus" os demais fatores que influenciam sua dinâmica, dá-se de forma mais contundente *antes* dos choques que depois deles. Tomando-se a média dos países pode-se afirmar com certeza que a velocidade do endividamento depois da primeira elevação substancial dos preços do petróleo (1973) não é maior que a velocidade pré - choque (no caso do Brasil e da Argentina é marcadamente menor). Em se tratando do segundo choque (1979 - 80), é bastante claro que o crescimento da dívida é menos acelerado nos anos posteriores que nos anos anteriores ao fenômeno.

iii) Ambas as evidências empíricas são desconfortáveis do ponto de vista dos comportamentos que seriam esperados do ponto de vista da interpretação tradicional da crise da dívida dos países latino - americanos.

2.2.2) As taxas internacionais de juros

Um segundo processo que adviria do argumento tradicional para explicar o endividamento externo excessivo dos países em desenvolvimento relaciona-se com a trajetória dos juros internacionais ao longo dos anos 70 e princípios dos anos 80.

Partindo de um nível inicial de equilíbrio, seria de se esperar que a partir do primeiro choque do petróleo em 1973 ocorresse forte incremento da demanda internacional por recursos. Este incremento teria sua origem na súbita necessidade de cobrir o déficit em transações correntes que passou a caracterizar o balanço de pagamento dos países importadores pós - choque. O déficit persistiria enquanto as importações de petróleo pesassem excessivamente na balança comercial e a necessidade de recursos daí resultante pressionaria o nível da taxas internacionais de juros.

Poder-se-ia contra - argumentar, a princípio, que os juros não seriam afetados se a oferta internacional de recursos propiciada pelos países exportadores de petróleo

(superavitários em sua contas de transações correntes) aumentasse na mesma proporção que o incremento na demanda causado pelos importadores. Tal resultado, entretanto, é improvável. É verdade que o déficit na "conta - petróleo" (entendida como o impacto no balanço de pagamentos da diferença entre a produção e o consumo interno do produto) dos importadores tem que ser exatamente igual ao superávit nesta mesma conta dos países exportadores. Sucede que o superávit dos exportadores de petróleo a partir de 1973 implicou incremento do seu nível de renda. Se a propensão marginal a consumir em pelo menos um destes países for diferente de zero, isto deveria determinar que uma parte da renda adicional proveniente do superávit na "conta - petróleo" fosse desviada para aumentar o nível de consumo interno através da elevação da importação de bens e serviços. Ocorrendo isto o total de recursos que pode ser acumulado como poupança e eventualmente oferecido para financiar o excesso de importações de petróleo dos países dependentes é menor que o superávit oriundo da "conta petróleo". Por conseguinte a oferta de recursos através desta fonte tem de ser necessariamente menor que a demanda dos países importadores, a menos que se adote a hipótese extrema de propensão marginal a consumir nula dos exportadores ⁵.

A evidência empírica torna essa especulação sem sentido, pois consegue-se demonstrar inequivocamente que a propensão a consumir dos países exportadores de petróleo não era nula. Diversamente, notou-se grande incremento das compras externas após o primeiro choque, em 1973. A taxa de crescimento das importações em alguns grandes exportadores de petróleo no período 1974 - 1981 foi a seguinte: Arábia Saudita: + 38,5% a.a.; Emirados Árabes Unidos: + 32,8% (1974 - 1979); Egito: + 18,3%; Irã: + 7,0%; Kuwait: + 22,5%, Líbia: + 20,5%; e Oman: + 19,4%⁶. Com a oferta de recursos menor que a demanda, o aumento das taxas internacionais de juros seria inevitável.

Para examinar a trajetória dos juros no período foram confeccionadas as tabelas 2, 3 e 4. Adotou-se uma perspectiva de mais longo prazo para efeito de análise, abrangendo o intervalo 1963 - 1990. Em se tratando do conceito de "taxa internacional de juros", foram

⁵ Mesmo nesta situação extrema ter-se-ia que postular que a oferta de recursos no mercado financeiro internacional aumentaria com a mesma velocidade e intensidade que o incremento da demanda enquanto perdurasse o desequilíbrio no balanço de pagamentos dos países dependentes da importação de petróleo.

⁶ Os dados se originam do World Tables (1991) do Banco Mundial. Essa constatação é precisamente a mesma feita por Barro (1984), onde se lê à página 529: "***Then the sharp increases in oil prices during 1973-74 led to a current account [of the OPEC countries] surplus of US\$ 60 billion in 1974. From 1974 to 1978, the relative price of oil fell somewhat. But more importantly, the OPEC countries adjusted their expenditure to their higher permanent income, which corresponded to the growing perception that the relative price of oil would remain high. Thus, by 1978 the current account of OPEC is again nearly balanced - but at much higher dollar levels as exports and imports***".

empregados para representá-lo a "prime rate" norte - americana para depósitos de seis meses, a "eurodollar rate" para depósitos de seis meses (cotação Londres) e a média das taxas de juros que vigoraram nos "money markets" dos EUA, do Japão, da (então) Alemanha Ocidental, do Reino Unido e da França ⁷.

Mais uma vez foi necessário não permitir o aparecimento de correlações espúrias a partir da evolução da inflação mundial, de maneira que se impôs trabalhar com os movimentos reais das taxas de juros. Sabe-se que a composição da taxa nominal de juros válida para um período "t" é tal que inclui um componente associado à expectativa de inflação ao longo do período "t" mais um outro componente associado à remuneração real do capital, qual seja a taxa real de juros. Assim sendo, faz-se necessário especificar qual a expectativa de inflação contida em uma dada estimativa de juro real. Para efeito do exercício realizado foram empregadas três hipóteses de expectativa inflacionária. A primeira hipótese admite que a inflação esperada em "t" corresponde exatamente à inflação efetivamente apurada em "t", de tal maneira que os agentes caracterizam-se por possuírem "perfect foresight". A segunda hipótese consiste em assumir que os agentes têm expectativas rígidas, de tal sorte que estimam a inflação em "t" assumindo o mesmo valor da inflação apurada em "t - 1". Por fim a terceira hipótese consiste em adotar um mecanismo de expectativas adaptativas, de tal sorte que a inflação esperada em "t" consiste no valor da inflação medida em "t - 1" mais uma componente dada pelo erro de previsão eventualmente cometido em "t - 1". O coeficiente de ajustamento foi arbitrariamente fixado em 0,5, colocando o mecanismo de ajustamento de expectativas no meio caminho entre as expectativas rígidas (quando o coeficiente seria zero) e as expectativas "imutáveis" (quando o coeficiente seria unitário). Algebricamente vem:

$$\text{Mecanismo genérico: } \pi^e_t = \pi_{t-1} + \delta(\pi^e_{t-1} - \pi_{t-1})$$

Se $\delta = 0 \Rightarrow \pi^e_t = \pi_{t-1}$: expectativas "rígidas"

Se $\delta = 1 \Rightarrow \pi^e_t = \pi^e_{t-1}$: expectativas "imutáveis"

Como pode ser comprovado nas tabelas e gráficos correspondentes, o comportamento dos juros reais no período foi diverso daquele que poderia ser esperado a partir do raciocínio oriundo da explicação tradicional. Qualquer que seja o conceito de juros internacionais empregado e qualquer que seja a hipótese de expectativa inflacionária adotada, constata-se que os juros caíram substancialmente no final da década de 60, prosseguindo em nível extremamente baixo (quando não negativo) até o

⁷ "Money markets" consistem basicamente em mercados de troca de reservas bancárias lastreadas em títulos de curto prazo ou de longo prazo (nesse último caso desde que haja mercado secundário relevante para os papéis).

Tabela 2

Taxas Reais de Juros x Expectativas de Inflação Eurodolar - Londres; Período: 1963 - 1990

ANOS	Inflação Internacional	Eurodolar Londres	Taxa Real de Juros		
			Hipótese 1	Hipótese 2	Hipótese 3
1963	2.75%	3.95%	1.17%	1.17%	1.17%
1964	3.27%	4.32%	1.01%	1.53%	1.53%
1965	2.59%	4.81%	2.16%	1.49%	1.74%
1966	3.65%	6.12%	2.38%	3.44%	3.23%
1967	2.98%	5.46%	2.41%	1.74%	2.16%
1968	4.21%	6.36%	2.06%	3.28%	3.16%
1969	5.05%	9.76%	4.48%	5.33%	5.89%
1970	6.25%	8.52%	2.14%	3.30%	3.99%
1971	5.88%	6.58%	0.66%	0.31%	1.21%
1972	5.56%	5.46%	-0.09%	-0.40%	-0.13%
1973	8.30%	9.24%	0.87%	3.49%	3.47%
1974	12.34%	11.01%	-1.18%	2.50%	3.81%
1975	11.65%	6.99%	-4.17%	-4.76%	-2.41%
1976	7.75%	5.58%	-2.01%	-5.43%	-4.58%
1977	7.47%	6.00%	-1.37%	-1.62%	-2.93%
1978	7.72%	8.73%	0.94%	1.17%	0.37%
1979	8.48%	12.09%	3.33%	4.05%	3.76%
1980	10.13%	14.19%	3.68%	5.26%	5.48%
1981	8.70%	16.87%	7.52%	6.12%	7.03%
1982	7.40%	13.29%	5.48%	4.22%	3.99%
1983	5.20%	9.72%	4.30%	2.16%	1.43%
1984	4.50%	10.94%	6.16%	5.46%	3.99%
1985	3.70%	8.40%	4.53%	3.73%	2.66%
1986	3.40%	6.86%	3.35%	3.05%	2.12%
1987	3.00%	7.18%	4.06%	3.66%	3.03%
1988	3.30%	7.98%	4.53%	4.83%	4.32%
1989	4.00%	9.28%	5.08%	5.79%	5.68%
1990	4.10%	8.31%	4.04%	4.14%	4.44%

Hipótese 1: Inflação esperada em "t" = inflação efetiva em "t"

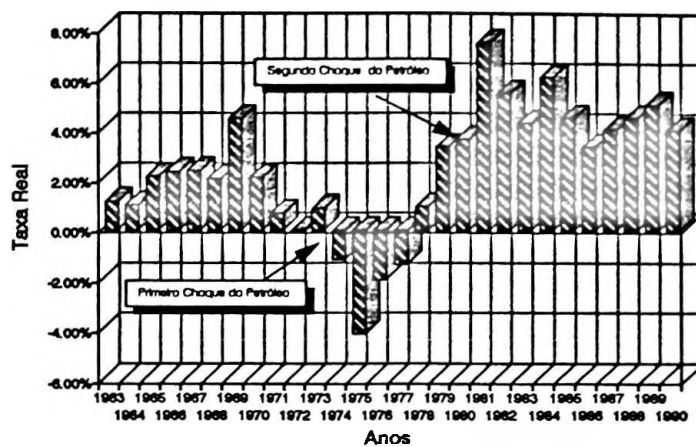
Hipótese 2: Inflação esperada em "t" = inflação efetiva em "t-1"

Hipótese 3: Inflação esperada em "t" = inflação efetiva em "t-1" +

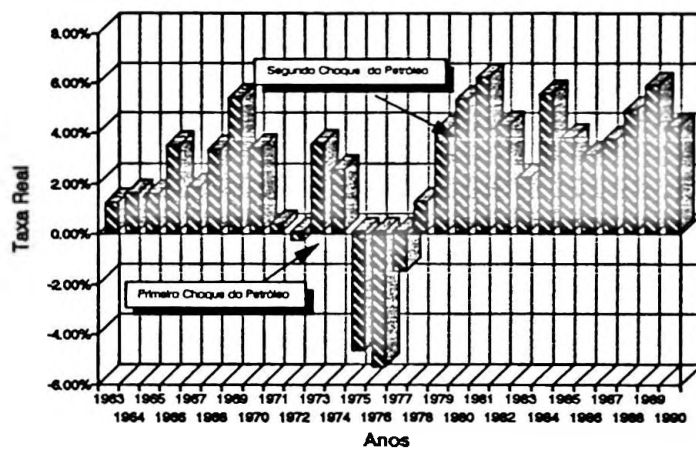
+ (0,5)x(inflação esperada em "t-1"-inflação efetiva em "t-1")

Fonte: "World Economic Outlook" e "Estatísticas Financeiras Internacionais" do FMI, diversos números.

Taxa Real de Juros "Eurodolar Market" Hipótese 1: "Perfect Foresight"



Taxa Real de Juros "Eurodolar Market" Hipótese 2: "Expectativas Rígidas"



Taxa Real de Juros "Eurodolar Market" Hipótese 2: "Expectativas Adaptativas"

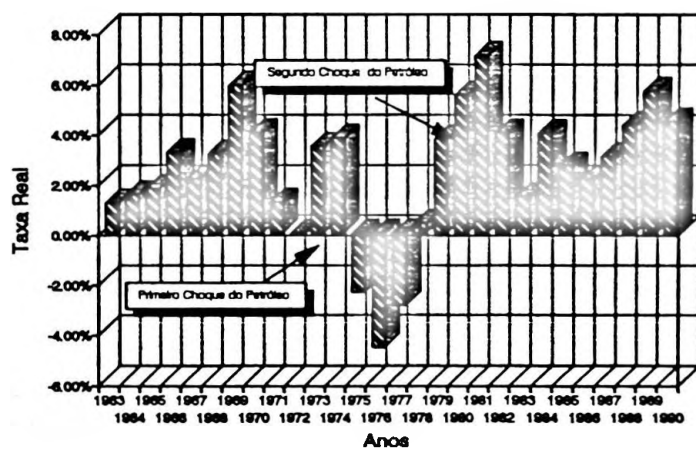


Tabela 3

Taxas Reais de Juros x Expectativas de Inflação "Prime Rate" - E.U.A.; Período: 1963 - 1990

ANOS	Inflação Internacional	"Prime Rate"	Taxa Real de Juros		
			Hipótese 1	Hipótese 2	Hipótese 3
1963	2.75%	4.50%	1.70%	1.70%	1.70%
1964	3.27%	4.50%	1.19%	1.70%	1.70%
1965	2.59%	4.54%	1.90%	1.23%	1.48%
1966	3.65%	5.63%	1.91%	2.96%	2.75%
1967	2.98%	5.63%	2.57%	1.91%	2.33%
1968	4.21%	6.31%	2.01%	3.23%	3.11%
1969	5.05%	7.95%	2.76%	3.59%	4.14%
1970	6.25%	7.91%	1.56%	2.72%	3.41%
1971	5.88%	5.72%	-0.15%	-0.50%	0.40%
1972	5.56%	5.25%	-0.29%	-0.60%	-0.32%
1973	8.30%	8.02%	-0.26%	2.33%	2.32%
1974	12.34%	10.80%	-1.37%	2.31%	3.61%
1975	11.65%	7.86%	-3.39%	-3.98%	-1.62%
1976	7.75%	6.84%	-0.84%	-4.31%	-3.44%
1977	7.47%	6.82%	-0.60%	-0.86%	-2.18%
1978	7.72%	9.06%	1.24%	1.48%	0.67%
1979	8.48%	12.67%	3.86%	4.59%	4.30%
1980	10.13%	15.27%	4.67%	6.26%	6.48%
1981	8.70%	18.87%	9.36%	7.93%	8.86%
1982	7.40%	14.86%	6.95%	5.67%	5.43%
1983	5.20%	10.79%	5.31%	3.16%	2.42%
1984	4.50%	12.04%	7.22%	6.50%	5.02%
1985	3.70%	9.93%	6.01%	5.20%	4.11%
1986	3.40%	8.35%	4.79%	4.48%	3.54%
1987	3.00%	8.21%	5.06%	4.65%	4.02%
1988	3.30%	9.32%	5.83%	6.14%	5.61%
1989	4.00%	10.92%	6.65%	7.38%	7.27%
1990	4.10%	10.01%	5.68%	5.78%	6.08%

Hipótese 1: Inflação esperada em "t" = inflação efetiva em "t"

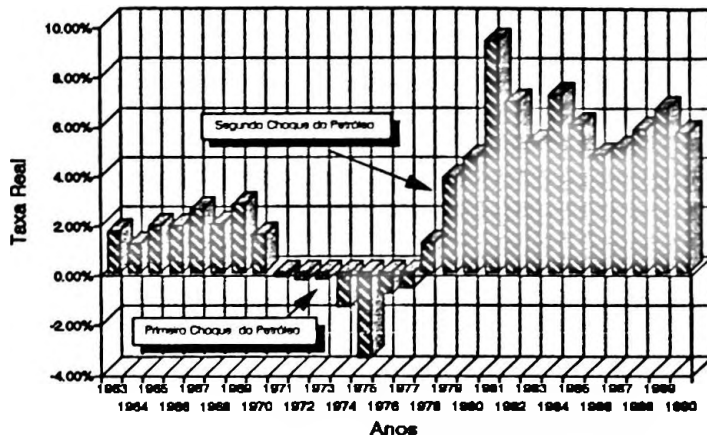
Hipótese 2: Inflação esperada em "t" = inflação efetiva em "t-1"

Hipótese 3: Inflação esperada em "t" = inflação efetiva em "t-1" +

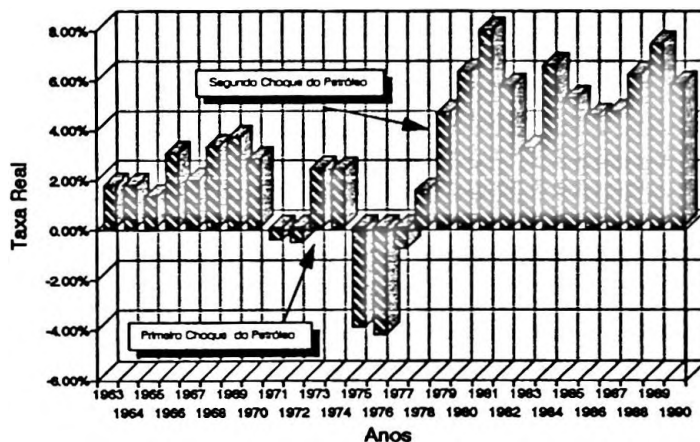
+ (0,5)x(inflação esperada em "t-1"-inflação efetiva em "t-1")

Fonte: "World Economic Outlook" e "Estatísticas Financeiras Internacionais" do FMI, diversos números.

Taxa Real de Juros "Prime Rate" Hipótese 1: "Perfect Foresight"



Taxa Real de Juros "Prime Rate" Hipótese 2: "Expectativas Rígidas"



Taxa Real de Juros "Prime Rate" Hipótese 3: "Expectativas Adaptativas"

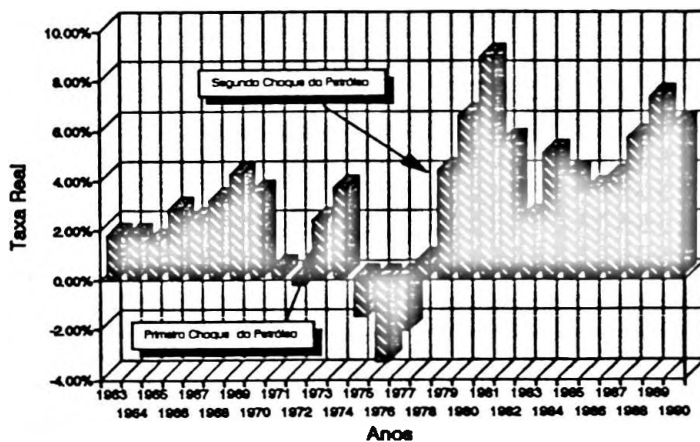


Tabela 4

Taxas Reais de Juros x Expectativas de Inflação Média "Money Markets"; Período: 1963 - 1990

ANOS	Inflação Internacional	Média "Money Markets"	Taxa Real de Juros		
			Hipótese 1	Hipótese 2	Hipótese 3
1963	2.75%	4.25%	1.46%	1.46%	1.46%
1964	3.27%	5.22%	1.88%	2.40%	2.40%
1965	2.59%	5.02%	2.36%	1.69%	1.94%
1966	3.65%	5.39%	1.67%	2.72%	2.51%
1967	2.98%	4.93%	1.89%	1.24%	1.65%
1968	4.21%	5.79%	1.52%	2.73%	2.61%
1969	5.05%	7.15%	2.00%	2.82%	3.37%
1970	6.25%	7.81%	1.47%	2.63%	3.31%
1971	5.88%	5.64%	-0.23%	-0.57%	0.32%
1972	5.56%	4.71%	-0.80%	-1.10%	-0.83%
1973	8.30%	8.52%	0.20%	2.81%	2.79%
1974	12.34%	11.23%	-0.99%	2.70%	4.01%
1975	11.65%	7.77%	-3.47%	-4.06%	-1.70%
1976	7.75%	7.09%	-0.61%	-4.08%	-3.21%
1977	7.47%	6.41%	-0.99%	-1.25%	-2.55%
1978	7.72%	6.41%	-1.22%	-0.99%	-1.78%
1979	8.48%	7.57%	-0.84%	-0.14%	-0.42%
1980	10.13%	12.14%	1.83%	3.37%	3.59%
1981	8.70%	12.65%	3.64%	2.29%	3.17%
1982	7.40%	10.79%	3.15%	1.92%	1.69%
1983	5.20%	8.46%	3.10%	0.99%	0.27%
1984	4.50%	8.22%	3.56%	2.87%	1.44%
1985	3.70%	8.07%	4.22%	3.42%	2.35%
1986	3.40%	6.89%	3.38%	3.08%	2.15%
1987	3.00%	6.28%	3.18%	2.78%	2.17%
1988	3.30%	6.58%	3.18%	3.48%	2.97%
1989	4.00%	8.68%	4.50%	5.21%	5.10%
1990	4.10%	9.53%	5.21%	5.31%	5.61%

Hipótese 1: Inflação esperada em "t" = inflação efetiva em "t"

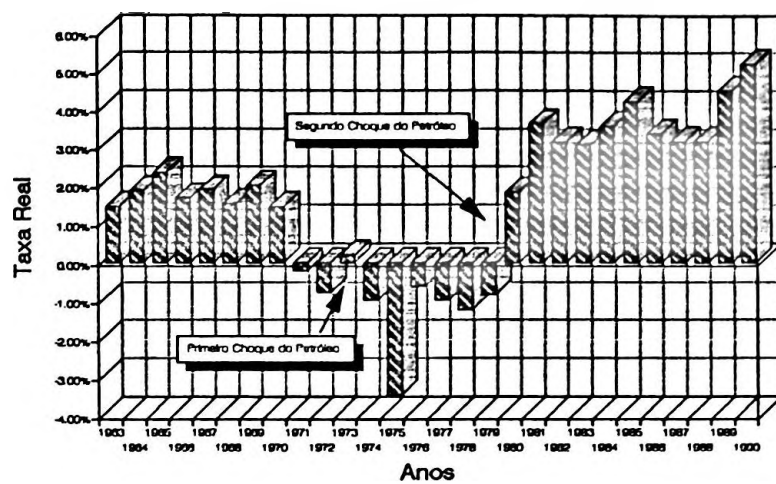
Hipótese 2: Inflação esperada em "t" = inflação efetiva em "t-1"

Hipótese 3: Inflação esperada em "t" = inflação efetiva em "t-1" +
+ (0,5)x(inflação esperada em "t-1"-inflação efetiva em "t-1")

Fonte: "World Economic Outlook" e "Estatísticas Financeiras Internacionais" do FMI, diversos números.

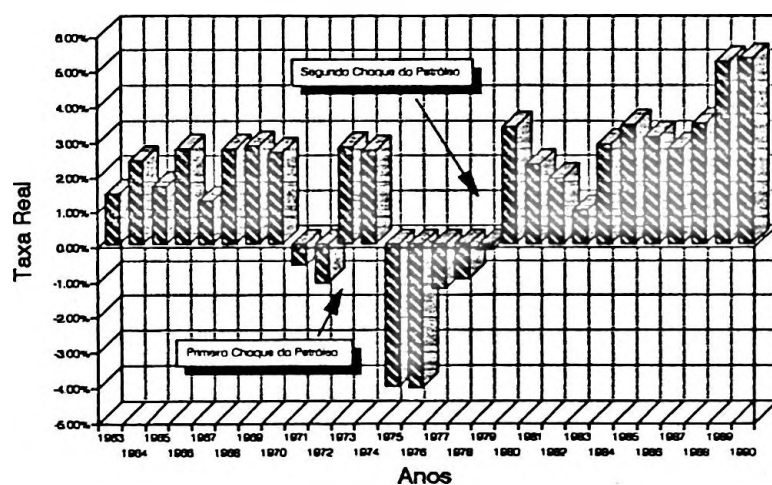
Taxa Real de Juros "Money Markets"

Hipótese 1: "Perfect Foresight"



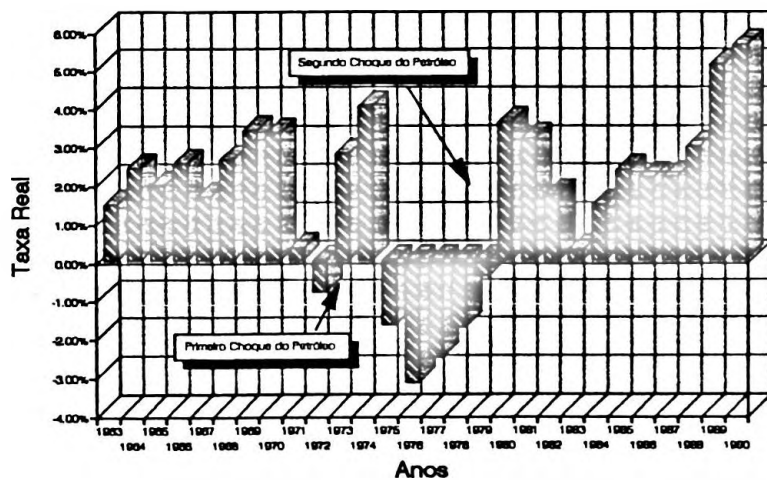
Taxa Real de Juros "Money Markets"

Hipótese 2: "Expectativas Rígidas"



Taxa Real de Juros "Money Markets"

Hipótese 3: "Expectativas Adaptativas"



primeiro choque do petróleo em 1973. No biênio 1973 - 74 os juros internacionais elevaram-se (exceto quando se adota a hipótese de "perfect foresight"), voltando a cair até 1979, registrando-se neste meio termo vários anos onde os juros foram significativamente negativos. A partir de 1979 o nível real dos juros mostra-se elevado, superando todos os patamares até então atingidos ao longo da série histórica estudada.

O exame desta trajetória faz surgir uma série de dúvidas quando se tem em mente apenas a explicação tradicional da crise da dívida. O principal problema consiste em explicar por quê durante a maior parte do período em que o crescimento da dívida externa dos países em desenvolvimento era mais intenso os juros mostravam-se negativos. Se a demanda por recursos no mercado financeiro internacional era elevada, então a oferta teria que estar crescendo ainda mais significativamente. Se isto fosse verdade, a indagação imediatamente posterior seria no sentido de detectar a fonte de liquidez que permitia essa ampliação da oferta de recursos em velocidade tão elevada. Na próxima seção é investigada a explicação mais comumente dada para o financiamento dos desequilíbrios dos balanços de pagamentos dos países em desenvolvimento.

2.2.3) Financiamento dos desequilíbrios dos balanços de pagamentos

O mecanismo de financiamento dos desequilíbrios de balanço de pagamentos dos países em desenvolvimento pode ser explicado, do ponto de vista do argumento tradicional, da seguinte maneira.

Partindo de uma situação de equilíbrio inicial do mercado financeiro internacional, o súbito aumento do preço do petróleo em 1973 provocou incremento das relações de troca dos países exportadores de petróleo. Este incremento foi diretamente proporcional à deterioração dos termos de troca dos países importadores. Superávits na balança comercial dos exportadores de petróleo começaram a avolumar-se, o que, "ceteris paribus" as demais contas do balanço de pagamentos, implicou o aparecimento de superávits em transações correntes. Criou-se assim volume considerável de poupanças em conta corrente nos registros do balanço de pagamentos desses países, poupanças estas que se refletiriam nas suas contas de capitais ou sob a forma de acúmulo de reservas ou sob a forma de investimentos no exterior. Por outro lado, no balanço de pagamentos dos países importadores aparecia simultaneamente um déficit em transações correntes, originário principalmente dos desembolsos expressivos para aquisição de petróleo. Este déficit em transações correntes se refletiria na conta de capitais ou sob a forma de diminuição de reservas ou sob a forma de influxo de capitais do exterior.

Admitindo que parcela considerável dos recursos excedentes dos países exportadores foi investida no sistema financeiro internacional, criaram-se as condições para o surgimento do fluxo de financiamento necessário para viabilizar a cobertura dos déficits em transações correntes incorridos pelos países dependentes da importação de petróleo. Com efeito, as poupanças acumuladas pelo primeiro grupo de países seriam recicladas pelo sistema financeiro internacional e repassadas ao segundo grupo sob a forma predominante de empréstimos.

Se o mecanismo acima descrito tiver aderência empírica, deve-se encontrar um grau apreciável de correlação entre a poupança em conta corrente dos países exportadores de petróleo (fornecedores primários dos recursos reciclados pelo sistema financeiro internacional) e a conta de capitais dos países importadores que incorreram em endividamento externo excessivo (tomadores em última instância dos recursos reciclados).

As tabelas e gráficos a seguir procuram mensurar esta correlação. Novamente as variáveis são quantificadas em termos reais, de modo a eliminar a correlação espúria proveniente da elevação contínua do nível de preços a nível mundial.

Na tabela 5 são exibidos os saldos em conta corrente no período 1970 - 1982 de sete grandes exportadores de petróleo: Arábia Saudita, Emirados Árabes Unidos, Egito, Irã, Kuwait, Líbia e Oman. Os países foram escolhidos segundo critério bem definido. Além de grandes exportadores, trata-se de nações que não incorreram em problemas significativos de endividamento externo, como foi o caso de Venezuela, México e Indonésia, por exemplo. Esta depuração visa minimizar qualquer "ruído" estatístico associado à situação de um país que simultaneamente é gerador de poupança em conta corrente e receptor de capitais internacionais sob a forma predominante de empréstimos.

Já a tabela 6 apresenta a evolução da conta de capitais no mesmo período de oito países com grande endividamento externo (Argentina, Brasil, Chile, Filipinas, Iugoslávia, Peru, Polônia e Uruguai). Mais uma vez foi adotada a precaução de selecionar-se apenas países que não fossem simultaneamente exportadores de petróleo e detentores de grande estoque de dívida externa. A análise se baseia no comportamento da conta de capitais expurgada da variação de reservas internacionais (daqui por diante denominada conta de capitais*), de modo a enfatizar os influxos externos de capital utilizados para o financiamento de desequilíbrios em transações correntes, independentemente da política de acumulação de reservas do país.

A tabela 7, por sua vez, contém os resultados de alguns breves exercícios econométricos realizados com este conjunto de informações. Foram efetuadas algumas

Tabela 5

Poupança em Conta Corrente de Sete Grandes Exportadores de Petróleo Período 1970 - 1982; Valores Nominais e Reais (US\$ milhões de 1980)

ANOS	Arábia Saudita	Emirados Arabes	Egito	Irã	Kuwait	Líbia	Oman	Total Nominal	Total Real	Varição Real
1970	71	90	(148)	(507)	853	645	0	1,004	2,271	
1971	972	210	(207)	(118)	1,567	783	0	3,207	6,853	201.68%
1972	2,089	310	(174)	(388)	1,364	238	0	3,439	6,962	1.59%
1973	2,520	400	20	154	1,879	66	0	5,039	9,419	35.30%
1974	23,025	4,190	(335)	12,267	8,463	2,700	179	50,489	84,009	791.94%
1975	14,385	3,360	(1,440)	4,707	5,930	392	57	27,391	40,822	-51.41%
1976	14,360	3,870	(658)	7,660	6,929	2,844	37	35,042	48,467	18.73%
1977	11,991	2,790	(1,074)	2,816	4,561	2,159	277	23,520	30,270	-37.54%
1978	(2,212)	2,450	(1,070)	104	6,130	738	(50)	6,091	7,277	-75.96%
1979	11,137	5,530	(1,843)	11,968	14,032	3,771	549	45,144	49,718	583.26%
1980	41,503	10,100	(1,420)	(2,438)	15,302	8,214	942	72,203	72,203	45.23%
1981	39,627	9,200	(2,077)	(3,446)	13,778	(3,964)	1,234	54,352	50,279	-30.36%
1982	7,575	7,000	(3,106)	5,733	4,873	(1,560)	486	21,001	18,042	-64.12%

Fonte: Os saldos em conta corrente têm origem no "World Debt Tables 1991 - 1992", enquanto o deflator é o GNP Deflators - All Industrial Countries", encontrado em diversos números do "World Economic Outlook" do FMI.

Sete Grandes Exportadores de Petróleo Poupança em Conta Corrente (Fluxos)

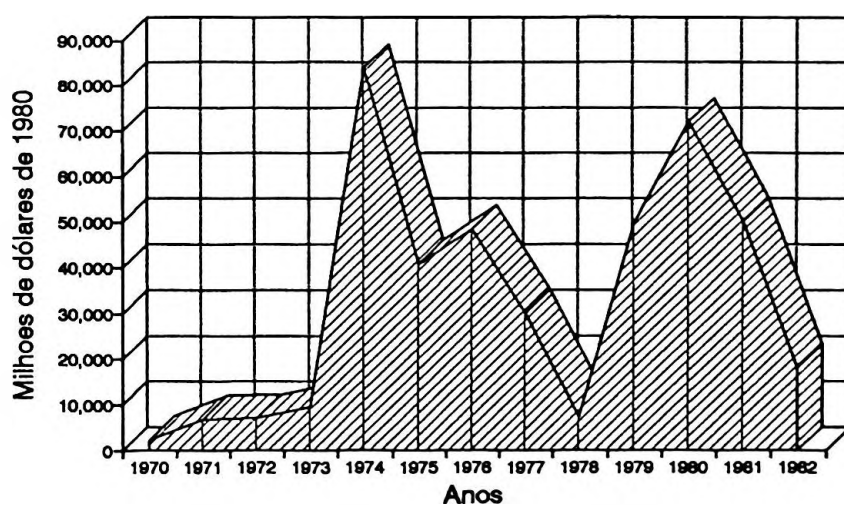


Tabela 6

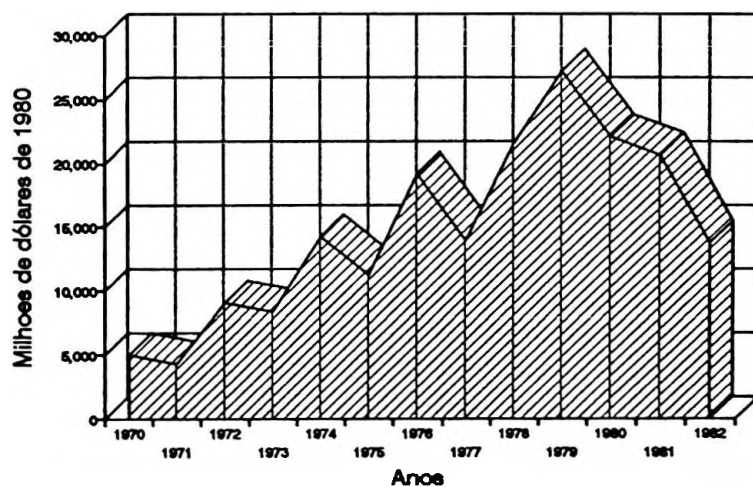
Conta de Capitais* de Oito Países Com Grande Endividamento Externo Período 1970 - 1982; Valores Nominais e Reais (US\$ milhões de 1980)

Anos	Conta de Capitais* (US\$ milhões correntes)			Total Nominal	Total Real	Variação Real
	Empréstimos de Longo Prazo	Outros Capitais de Longo Prazo	Outros Capitais Líquidos			
1970	2,559	(880)	536	2,215	5,012	
1971	2,657	(298)	(360)	1,999	4,271	-14.78%
1972	5,340	(1,164)	293	4,469	9,047	111.82%
1973	4,788	(870)	536	4,454	8,325	-7.98%
1974	10,011	(2,950)	1,509	8,569	14,258	71.26%
1975	7,802	(1,835)	1,596	7,563	11,271	-20.95%
1976	12,169	(237)	1,964	13,896	19,220	70.54%
1977	10,397	234	215	10,846	13,959	-27.37%
1978	16,792	(111)	1,366	18,047	21,561	54.46%
1979	20,646	(2,791)	6,867	24,722	27,227	26.28%
1980	19,314	633	2,129	22,076	22,076	-18.92%
1981	30,292	3,420	(11,394)	22,318	20,646	-6.48%
1982	25,279	(9,965)	728	16,042	13,782	-33.25%

Obs (*): A conta de capital dos países (Argentina, Brasil, Chile, Filipinas, Iugoslávia, Peru, Polônia e Uruguai) não inclui a variação das reservas cambiais.

Fonte: Os saldos em conta corrente têm origem no "World Debt Tables 1991 - 1992", enquanto o deflator é o GNP Deflators - All Industrial Countries", encontrado em diversos números do "World Economic Outlook" do FMI.

Oito Grandes Devedores Conta de Capital (Fluxos)



regressões simples com o intuito de quantificar o poder de explicação que a evolução da poupança em conta corrente dos países exportadores de petróleo (variável independente) detém para compreender o comportamento da conta de capitais* dos países com grande endividamento externo (variável dependente). Em sua configuração linear, a regressão tem a seguinte forma:

$$(\text{DEVED})_t = a_0 + a_1(\text{EXPO})_t + e_t$$

onde DEVED assinala os valores da conta de capitais* dos países com grande endividamento externo em cada ponto do tempo, EXPO os valores da poupança em conta corrente dos países exportadores de petróleo, a_0 o coeficiente de intercepto da regressão, a_1 o coeficiente de declividade e e_t o erro estatístico. A especificação log-linear tem o seguinte aspecto:

$$(\text{LNDEVE})_t = b_0(\text{LNEXPO})_t^{b_1} + e_t$$

com as variáveis sendo assinaladas agora com seus valores em logaritmo.

Embora os dados disponíveis retroajam até o ano de 1970, o período de tempo utilizado para fins de estimação restringiu-se a 1973 - 1982. Na tentativa de maximizar-se o poder explicativo das regressões, foram eliminados os anos onde supostamente a correlação entre as variáveis não seria significativa.

Como pode ser comprovado, a correlação entre as variáveis não é apreciável, de tal maneira que as regressões apresentam resultados pobres. Em termos mais precisos, uma vez que a soma de quadrados associada à parte explicada da regressão é muito menor que a soma de quadrados total, aparece um ajustamento insatisfatório. Trabalhando-se com os valores originais das variáveis chega-se a um coeficiente R^2 ajustado para os graus de liberdade da regressão de - 1,9%. A variância do estimador do coeficiente da variável explicativa é relativamente grande, de modo que este coeficiente não mostra significância a 1%, 2%, 5% e 10%. Constatação idêntica surge da análise do teste de "F".

Empregando o logaritmo natural das variáveis obtém-se incremento marginal do poder de explicação da regressão. O R^2 ajustado para os graus de liberdade da regressão passa para 1,1%, mas o estimador do coeficiente da variável explicativa ainda não mostra significância a 1%, 2%, 5% e 10%.

Algumas inspeções gráficas ajudam a esclarecer este pobre ajustamento. O exame dos gráficos da poupança em conta corrente dos países exportadores de petróleo e do financiamento via conta de capitais* do balanço de pagamentos dos países endividados

mostra correlação restrita aos períodos onde ocorreram os choques (1973 e 1979/80). De fato, conjuntamente ao grande superávit em conta corrente dos exportadores de petróleo em 1974 aparece expressivo influxo de capitais no segundo grupo de países. O mesmo fenômeno pode ser detectado a partir do ano de 1979. Sucede que esta confluência não se sustenta nos demais anos do período em exame. Nota-se que a evolução do financiamento do balanço de pagamentos via influxos de capital externo nos países com grande endividamento externo é crescente, embora com oscilações, ao longo do período 1970 - 1979. Já o superávit em conta corrente dos países exportadores é instável, mostrando grande crescimento nos períodos onde foram assinalados os choques do petróleo e grande declínio imediatamente após. Ademais, constata-se elevada absorção de capitais por parte dos países endividados bem antes do advento do primeiro choque, em 1973, assim como em períodos onde o superávit dos países exportadores mostrava forte retração (1978 em especial).

O gráfico "a", correspondente à correlação contemporânea (i. e. dentro do mesmo ano) entre as variáveis estudadas, auxilia neste exercício. Se o raciocínio contido na explicação tradicional for válido, a reciclagem dos superávits em conta corrente nos países exportadores por parte do sistema financeiro internacional teria sido rápida e a correlação contemporânea entre as variáveis deveria assinalar isto. Nota-se porém que esta correlação não é elevada, refletindo a disparidade de trajetórias assinalada acima. Poder-se-ia relaxar a hipótese de que a ação do sistema financeiro internacional foi rápida e imaginar-se que apareceram alguns "lags" nesta atividade de reciclagem de recursos. Tentando captar esta possível defasagem foram calculadas a correlação entre as variáveis defasadas em um período - " $t + 1$ " - (i. e. entre o comportamento da variável explicativa em um dado ano e o da variável dependente no ano posterior, como mostra o gráfico "b") e defasadas em dois períodos - " $t + 2$ " - (i. e. entre o comportamento da variável explicativa em um dado ano e o da variável dependente dois anos depois, como ilustra o gráfico "c"). Nenhum incremento significativo, porém, foi conseguido através deste expediente.

A conclusão que se extrai destes exercícios é a de que os superávits em conta corrente dos países exportadores de petróleo detêm poder de explicação muito restrito quando se quer entender o financiamento dos desequilíbrios dos balanços de pagamentos dos países com grande endividamento externo. Percebe-se então que é necessário lançar mão de mecanismos adicionais para entender este fenômeno, mecanismos estes que ultrapassam a esfera dos acontecimentos desencadeados a partir dos choques do petróleo.

Tabela 7

Poupança em Conta Corrente dos Países Exportadores de Petróleo e Conta de Capitais dos Países Endividados: Dados das Regressões

1ª Regressão: Variável Dependente = DEVED

**Nº de Observ.
10**

Variáveis Independentes	Coefficiente da Regressão	Erro Padrão	T - Statistics	2 Tail Signif.
Constante	14.358,7690	3.663,7389	3,9196	0,0040
EXPO	0,0700	0,0769	0,9097	0,3900
R2 adj -1,9531%	D. W. Statistics 0,8348	F statistics 0,8276	S. E. Regression 5.868,7330	Sum Sq. Resid. 2.76D+08

2ª Regressão: Variável Dependente = LNDEVE

**Nº de Observ.
10**

Variáveis Independentes	Coefficiente da Regressão	Erro Padrão	T - Statistics	2 Tail Signif.
Constante	8,1362	1,4955	5,4404	0,0010
LNEXPO	0,1506	0,1438	1,0479	0,3250
R2 adj 1,0790%	D. W. Statistics 0,9084	F statistics 1,0982	S. E. Regression 0,3592	Sum Sq. Resid. 1,0324

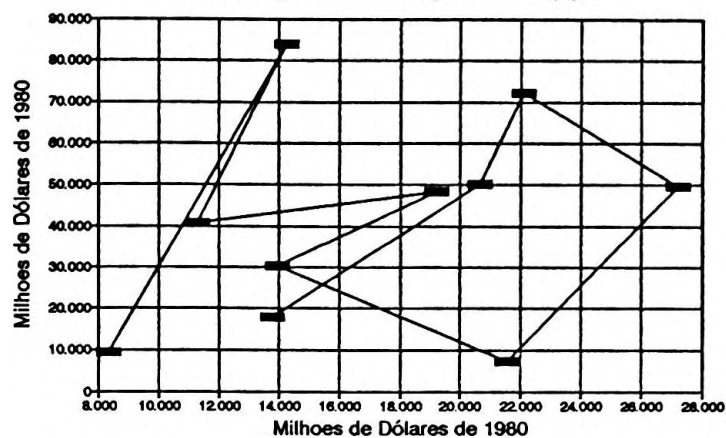
DEVED = Conta de Capitais de 8 Países Pesadamente Endividados

EXPO = Poupança em Conta Corrente de 7 Grandes Exp. de Petróleo

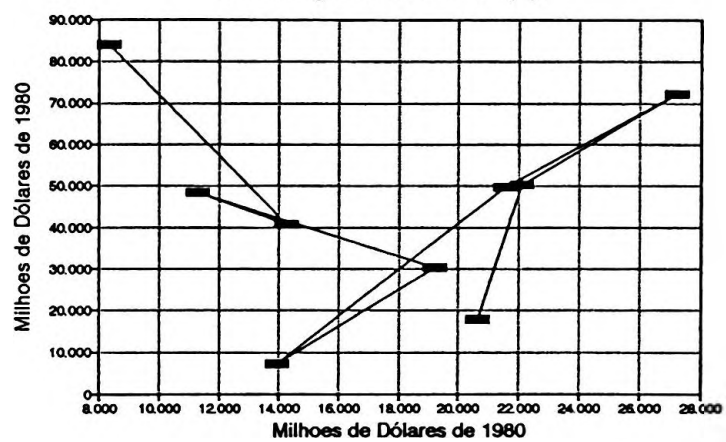
LNDEVED = LN da Conta de Capitais de 8 Países Pesadamente Endividados

LNEXPO = LN da Poupança em Cta. Corrente de 7 Grandes Exp. de Petróleo

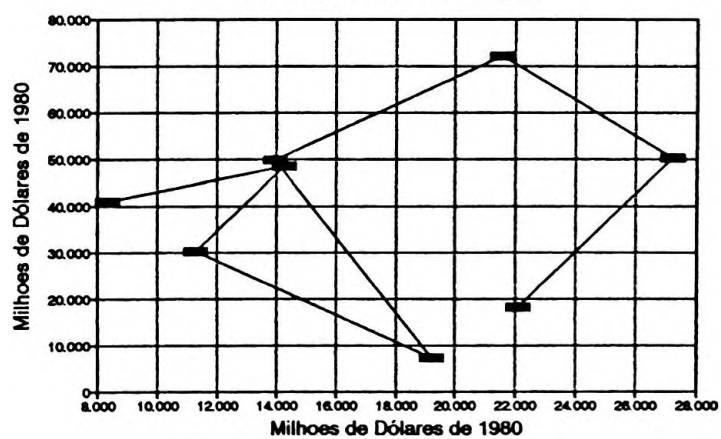
Exportadores de Petróleo e Devedores Correlação Contemporânea (a)



Exportadores de Petróleo e Devedores Correlação em "t + 1" (b)



Exportadores de Petróleo e Devedores Correlação em "t + 2" (c)



Anos	DEVED US\$ Mi de 1980	LNDEVE	EXPO US\$ Mi de 1980	LNEXPO
1970	5,012	8.5196	2,271	7.7282
1971	4,271	8.3596	6,853	8.8324
1972	9,047	9.1102	6,962	8.8482
1973	8,325	9.0271	9,419	9.1505
1974	14,258	9.5651	84,009	11.3387
1975	11,271	9.3300	40,822	10.6170
1976	19,220	9.8637	48,467	10.7886
1977	13,959	9.5439	30,270	10.3179
1978	21,561	9.9786	7,277	8.8924
1979	27,227	10.2120	49,718	10.8141
1980	22,076	10.0023	72,203	11.1872
1981	20,646	9.9353	50,279	10.8253
1982	13,782	9.5311	18,042	9.8005

2.3) Evidência Teórica

É possível demonstrar que mesmo a partir de um modelo simples de economia pequena e aberta em desenvolvimento podem ser derivadas respostas frente a um choque externo muito diversas daquelas usualmente exibidas pelo enfoque tradicional.⁸ Para efeito de simplificação da análise será estudada apenas a situação de uma economia em desenvolvimento que é afetada negativamente por um choque exógeno de produtividade, de uma maneira semelhante àquela que caracterizou os anos 70 para os países dependentes da importação de petróleo. Evidentemente o argumento só seria reforçado pela análise de casos patológicos sob a ótica tradicional (países auto-suficientes, por exemplo), mas este expediente não se mostra necessário no momento.

2.3.1) Descrição do modelo

Seja então uma economia aberta onde os indivíduos têm horizonte infinito de tempo e são homogêneos enquanto agentes econômicos. Não há dispêndio nem taxaço do governo, os mercados são perfeitamente competitivos e o produto da economia é obtido a partir de dois insumos, o capital "K" e o trabalho "N". A força de trabalho é igual à população, sendo "N" suprido inelasticamente (a população é assumida como sendo constante no período de análise). Não há crescimento do produto oriundo de ganhos de produtividade. A função de produção agregada é homogênea de grau um em seus parâmetros, é estritamente côncava e obedece às seguintes condições:

$$f(0) = 0; f'(0) = \infty; f'(\infty) = 0$$

Admite-se também que a economia começa a operar com um estoque inicial de capital positivo $k_0 > 0$ e que não há depreciação do seu estoque de capital ao longo do tempo.

Se a economia em desenvolvimento fosse fechada, a taxa interna de juros teria que se ajustar de tal forma a garantir a igualdade entre poupança e investimento em todos os pontos do tempo. Em outras palavras, a taxa de juros teria que assegurar em qualquer ponto do tempo que a demanda agregada de recursos (consumo mais investimento) fosse igual à oferta de recursos. Ao abrir a economia, entretanto, permite-se que em certos lapsos de tempo possam ocorrer diferenças entre oferta e demanda agregadas

⁸ O modelo desenvolvido nesta seção consiste em pequenas modificações a partir do original exibido em Blanchard & Fischer (1989), cap. 2, pp. 58 - 69. As modificações visam possibilitar a discussão de tópicos levantados em Sachs (1981) e Guedes (1980).

domésticas, diferenças estas que se manifestam sob a forma de superávits ou déficits na conta de transações correntes de seu balanço de pagamentos e sob a forma de modificações no seu nível de dívida externa. Supõe-se então que a economia em análise possa recorrer livremente ao mercado internacional de capitais para financiar seus eventuais desequilíbrios de balanço de pagamentos, sendo a taxa de juros internacional fixada exogenamente no nível " θ ", que é a taxa de preferência intertemporal do resto do mundo. A hipótese de economia pequena e aberta implica também que a taxa doméstica de juros tem no equilíbrio de ser igual à taxa internacional " θ ".

A tarefa do governo nesta economia consiste unicamente em solucionar o seguinte problema de maximização intertemporal da sociedade (as variáveis apresentadas em letra minúscula estão em valores "per capita"):

$$\max U_0 = \int_0^{\infty} u(c_t) e^{-\theta t} dt \quad (1)$$

sujeito a:

$$\frac{db_t}{dt} = c_t + i_t [1 + T(i_t/k_t)] + \theta b_t - f(k_t) \quad (2)$$

$$\frac{dk_t}{dt} = k_t = i_t \quad (3)$$

$$T(0) = 0; T'(i_t/k_t) > 0 \text{ e}$$

$$\frac{d}{d(i/k)^2} [(i/k)T(i_t/k_t)] = 2T'(i_t/k_t) + (i/k)T''(i_t/k_t) \quad (4)$$

A expressão (1) indica que o bem estar dos indivíduos em um dado tempo " 0 ", " U_0 " é a soma descontada de utilidades instantâneas " $u(c_t)$ ". A função $u(\)$ é uma função de utilidade instantânea, sendo portanto assumida como não negativa, crescente e côncava em relação ao consumo "per capita". O parâmetro " θ ", conforme mencionado, é a taxa de

⁹ Esta expressão nada indica a segunda derivada da função custo de instalação, ou seja, a sua curvatura. Para derivá-la pode-se adotar o seguinte expediente. Sendo a função custo de instalação dada por $(i/k)[T(it/kt)]$, denomina-se $\xi = (i/k)$. Assim sendo, esta função fica sendo $\xi T(\xi)$, a sua primeira derivada é $T(\xi) + \xi T'(\xi)$ e a segunda derivada $2T'(\xi) + \xi T''(\xi)$. Sucede que $\xi = (i/k)$, donde a expressão da segunda derivada da função custo de instalação fica sendo $2T'(it/kt) + (i/k)T''(it/kt)$. Deve ser assinalado aqui o erro na expressão apresentada em Blanchard e Fischer (1989), pp. 59, onde aparece $2T'(it/kt) + (i/k)[1/T''(it/kt)]$.

preferência intertemporal dos indivíduos ou a sua taxa subjetiva de desconto, a qual é tida como sendo estritamente positiva. Já (2) mostra que a evolução da dívida externa do país ao longo do tempo é dada pela diferença entre o dispêndio interno agregado (com consumo, investimento e encargos da dívida pretérita) e a oferta doméstica agregada. Isto nada mais é do que apresentar em outros termos a proposição elementar do balanço de pagamentos de que o déficit (superávit) da conta de transações correntes do país é dada pelo excesso de absorção (produção) doméstica sobre a produção (absorção) doméstica. Note-se que os encargos da dívida são dados pelo montante do endividamento externo multiplicado pela taxa internacional de juros " θ ", a qual é suposta igual à taxa subjetiva de desconto do resto do mundo (e, portanto, também da economia em análise). A expressão (3) identifica a variação do estoque de capital no tempo como sendo a taxa de investimento da economia, dada a ausência de depreciação. O ponto acima da variável designa sua derivada em relação ao tempo.

Nesse conjunto de equações aparecem outros aspectos do modelo que devem ser destacados. O investimento nesta economia é sujeito a custos de instalação. De fato, é necessário despendar $i_t[1 + T(i_t/k_t)]$ unidades de produto para incrementar o estoque de capital em " i " unidades. As propriedades de $T(i_t/k_t)$ exibidas em (4) fazem com que a função custo de instalação $(i/k)[T(i_t/k_t)]$ seja não negativa, convexa e com um valor nulo quando o investimento é nulo. Deve-se assinalar também que, das características da função, decorre que tanto o investimento quanto o desinvestimento apresentam custo.

É interessante estabelecer outras proposições derivadas das contas nacionais que serão úteis mais adiante. O déficit/superávit na conta de transações correntes transforma-se em crescimento/diminuição da dívida externa e pode ser alternativamente apresentado como a diferença entre os encargos totais pagos sobre a dívida externa e o saldo líquido da balança comercial. Designando a diferença entre exportações e importações por " nx_t ", vem:

$$\frac{db_t}{dt} = \theta b_t - nx_t$$

O Produto Interno Bruto (PIB) e o Produto Nacional Bruto (PNB) são dados por:

$$\text{PIB}_t = c_t + i_t \left[1 + T(i_t/k_t) \right] + nx_t$$

$$\text{PNB}_t = \text{PIB}_t - \theta b_t$$

A poupança é a diferença entre o PNB e o consumo em cada ponto do tempo:

$$s_t = \text{PNB}_t - c_t = c_t + i_t \left[1 + T(i_t/k_t) \right] + nx_t - \theta b_t - c_t$$

e lembrando que $db_t/dt = \theta b_t - nx_t$, vem:

$$s_t = i_t \left[1 + T(i_t/k_t) \right] - db_t/dt, \text{ donde}$$

$$\frac{db_t}{dt} = i_t \left[1 + T(i_t/k_t) \right] - s_t = \text{déficit em transações correntes}$$

Se o país quiser ter uma absorção interna acima do que permite sua oferta doméstica, irá recorrer ao endividamento externo até o ponto em que a utilidade marginal do consumo for igual a zero. Da parte dos emprestadores de recursos, no entanto, haverá certamente uma resistência à continuidade das operações de empréstimos se eles eventualmente perceberem que a economia em desenvolvimento continua endividando-se apenas para conseguir fazer frente aos novos e crescentes encargos de sua dívida externa. Pode-se então estabelecer uma condição tipo jogo não Ponzi (NPG) para a evolução do endividamento externo:

$$\lim_{t \rightarrow \infty} b_t e^{-\theta t} = 0 \quad (5)$$

A solução do problema intertemporal pode ser feita através do seguinte Hamiltoniano:

$$H_t(k_t, b_t, q_t, \mu_t) = \max \left\{ u(c_t) - \mu_t [c_t + i_t [1 + T(i_t/k_t)]] + \theta b_t - f(k_t) + \mu_t q_t i_t \right\} e^{-\theta t} \quad (6)$$

com $c_t, i_t \in \mathbb{R}$. A variável de suporte ligada à variável de estado "b_t" é $-\mu_t e^{-\theta t}$, que também será designada por λ_{1t} , enquanto a variável de suporte ligada à variável de estado "k_t" é $\mu_t q_t e^{-\theta t}$, também designada por λ_{2t} . Na expressão do Hamiltoniano surgiu um termo novo, "q_t", que se mostrará muito importante dentro em breve. O termo "q_t" é denominado "q de Tobin" e representa o preço sombra do bem de investimento da economia em termos do seu bem de consumo. Este preço sombra pode ser também representado por:

$$q_t \equiv \frac{\lambda_{2t}}{\lambda_{1t}} \equiv - \frac{\mu_t q_t e^{-\theta t}}{\mu_t e^{-\theta t}}$$

As condições necessária e suficiente para se obter um máximo são:

$$H_c = 0 \Rightarrow \frac{\partial H_t}{\partial c_t} = 0 \Rightarrow u'(c_t) - \mu_t = 0 \Rightarrow u'(c_t) = \mu_t \quad (7)$$

$$H_i = 0 \Rightarrow \frac{\partial H_t}{\partial i_t} = 0 \Rightarrow -\mu_t [1 + T(i_t/k_t) + i_t T'(i_t/k_t)(1/k_t)] + \mu_t q_t = 0 \Rightarrow$$

$$q_t = 1 + T(i_t/k_t) + (i_t/k_t) T'(i_t/k_t) \quad (8)$$

$$H_b = -\frac{d\lambda_{1t}}{dt} \Rightarrow \frac{\partial(-\mu_t \theta b_t e^{-\theta t})}{\partial b_t} = -\frac{d(-\mu_t e^{-\theta t})}{dt} \quad (9)$$

$$H_k = -\frac{d\lambda_{2t}}{dt} \Rightarrow \frac{\partial\{-\mu_t [i_t T(i_t/k_t) - f(k_t)] e^{-\theta t}\}}{\partial k_t} = -\frac{d(\mu_t q_t e^{-\theta t})}{dt} \quad (10)$$

$$\lim_{t \rightarrow \infty} -\mu_t b_t e^{-\theta t} = 0 \quad (11)$$

$$\lim_{t \rightarrow \infty} \mu_t q_t k_t e^{-\theta t} = 0 \quad (12)$$

As equações (7) e (8) representam as derivadas parciais do Hamiltoniano em relação às variáveis de controle " c_t " e " i_t ", enquanto as expressões (9) e (10) são as equações dinâmicas do sistema e lidam com as variáveis de estado " b_t " e " k_t ". Por fim, (11) e (12) são as condições de transversalidade do sistema, igualmente associadas às variáveis de estado. Pode-se caracterizar agora o conjunto de soluções do modelo.

2.3.2) As soluções do modelo

Analisando em primeiro lugar o consumo da economia, pode-se derivar a partir de (9) importante resultado, a saber:

$$\frac{\partial(-\mu_t \theta b_t e^{-\theta t})}{\partial b_t} = - \frac{d(-\mu_t e^{-\theta t})}{dt} \quad (9)$$

$$-\mu_t \theta e^{-\theta t} = \mu_t^* e^{-\theta t} - \mu_t \theta e^{-\theta t} \Rightarrow \mu_t^* e^{-\theta t} = 0 \Rightarrow \mu_t^* = 0 \quad (13)$$

Por conseguinte μ_t é uma constante e, por (7):

$$u'(c_t) = \mu_t = \text{constante}$$

ou seja, o consumo do conjunto de indivíduos da economia é constante ao longo da trajetória ótima. Para determinar precisamente o nível de consumo da sociedade é necessário integrar a restrição (2), lembrando-se que se trata de equação diferencial linear não homogênea de primeira ordem com coeficientes não constantes:

$$e^{-\theta t} b_t = \int_0^T e^{-\theta t} \{c_t + i_t [1 + T(i_t/k_t)] - f(k_t)\} dt + \theta b_0$$

Tomando o limite para $T \rightarrow \infty$ e impondo a condição de transversalidade (11) vem:

$$\int_0^{\infty} c_t e^{-\theta t} dt = \int_0^{\infty} e^{-\theta t} \{f(k_t) - i_t [1 + T(i_t/k_t)]\} dt - b_0 \quad (14)$$

Sabe-se, entretanto, que o consumo dos indivíduos é constante ao longo da trajetória ótima. Substituindo então $c_t = c_0 = \text{constante}$ em (14) chega-se a :

$$c_0 = \theta \left\{ \int_0^{\infty} \{f(k_t) - i_t [1 + T(i_t/k_t)]\} dt - b_0 \right\} = \theta v_0 \quad (15)$$

Por conseguinte, o valor presente descontado do consumo da economia é igual à riqueza líquida desta sociedade no momento "0", (designada " v_0 "), o qual, por sua vez, é igual ao valor presente descontado do produto líquido da economia menos o nível inicial de endividamento externo.

Já em relação ao estoque de capital e ao investimento, é necessário destacar a importância do resultado contido na expressão (8):

$$q_t = 1 + T(i_t/k_t) + (i_t/k_t) T'(i_t/k_t) \quad (8)$$

Com efeito, nota-se que a taxa de investimento da economia como proporção de seu estoque de capital depende unicamente do preço sombra dos bens de investimento em termos dos bens de consumo, " q_t ". A partir de (8) é possível inferir uma relação do tipo $q_t = \zeta(i_t/k_t)$, com $\zeta'(i_t/k_t) > 0$ e $\zeta(0) = 1$. Sendo assim, é viável também definir uma função inversa do tipo $i_t/k_t = \varphi(q_t)$. Com efeito, empregando as propriedades da função inversa, vem:

$$i_t/k_t = \varphi(q_t) \Rightarrow i_t/k_t = \varphi[q_t(i_t/k_t)]$$

$$\frac{d\varphi}{dq_t} = \frac{1}{dq_t/d(i_t/k_t)} = \frac{1}{2T'(i_t/k_t) + (i_t/k_t)T''(i_t/k_t)} > 0 \text{ e } \varphi(1) = 0$$

Logo:

$$i_t = k_t \varphi(q_t); \varphi'(q_t) > 0 \text{ e } \varphi(1) = 0 \quad (16)$$

O investimento da economia é então função crescente do preço sombra " q_t ". Como é necessário igualar na margem o valor de uma adição ao estoque de capital ao seu custo de instalação, só faz sentido incorrer nos custos crescentes de instalação quando o preço sombra associado a esse investimento for também mais elevado. Quando $q = 1$ o investimento cessa, portanto taxas positivas de investimento requerem $q > 1$ e o desinvestimento se processa quando $q < 1$.

É interessante explorar com mais detalhe o significado de " q_t ". Para tanto tome-se inicialmente a expressão (10):

$$\frac{\partial \{-\mu_t [i_t T(i_t/k_t) - f(k_t)] e^{-\theta t}\}}{\partial k_t} = - \frac{d(\mu_t q_t e^{-\theta t})}{dt} \quad (10)$$

Desenvolvendo-a chega-se ao seguinte resultado:

$$\mu_t i_t T'(i_t/k_t) (i_t/k_t)^2 e^{-\theta t} + \mu_t f'(k_t) e^{-\theta t} = -\mu_t q'_t e^{-\theta t} + \mu_t \theta q_t e^{-\theta t}$$

$$q'_t = \theta q_t - [f'(k_t) + T'(i_t/k_t) (i_t/k_t)^2]$$

Substituindo (16), vem:

$$q'_t = \theta q_t - f'(k_t) - \varphi^2(q_t) T'[(q_t)] \quad (17)$$

Faz-se necessário integrar a expressão (17). Para facilitar os cálculos pode-se empregar o seguinte estratagema. Cria-se uma expressão $h_t \equiv q_t e^{-\theta t}$, de tal sorte que $dh_t/dt = h'_t = (q'_t - q_t) e^{-\theta t}$ e a expressão (17) pode ser reescrita como:

$$\frac{h'_t}{e^{-\theta t}} = - \{ f'(k_t) + \varphi^2(q_t) \Gamma[(q_t)] \}$$

cuja integral entre "t" e "T" é:

$$h_T - h_t = - \int_t^T e^{-\theta t'} \{ f'(k_{t'}) + \varphi^2(q_{t'}) \Gamma[(q_{t'})] \} dt'$$

$$q_T e^{-\theta T} - q_t e^{-\theta t} = - \int_t^T e^{-\theta t'} \{ f'(k_{t'}) + \varphi^2(q_{t'}) \Gamma[(q_{t'})] \} dt'$$

Tomando o limite para $T \rightarrow \infty$ e levando em consideração a condição de transversalidade (12) e que $\mu_t = \text{constante}$ e $\lim_{T \rightarrow \infty} k_T > 0$ tem-se:

$$q_t = - \int_t^\infty e^{-\theta(t'-t)} \{ f'(k_{t'}) + \varphi^2(q_{t'}) \Gamma[(q_{t'})] \} dt' \quad (18)$$

Nota-se claramente agora que o preço sombra do bem de investimento em termos do bem de consumo tem seu valor determinado pelo valor presente descontado dos produtos marginais futuros. Estes fluxos futuros, por sua vez, são dados pela soma de dois termos, um associado ao produto marginal do capital na produção e outro associado ao custo marginal de instalação de um novo bem de investimento em decorrência do incremento do estoque de capital. Deve ser destacado que nessa economia "q", e conseqüentemente a taxa de investimento, independem tanto das características da função de utilidade quanto do estoque de dívida externa contraído. Ademais, as decisões de investimento e poupança/consumo são independentes entre si.

Resta examinar a solução do problema de maximização intertemporal para a poupança. Além das definições já apresentadas, pode-se conceituar a poupança da sociedade como sendo a parcela do produto total que não é consumida nem gasta com o pagamento de encargos da dívida externa, ou seja:

$$s_t = f(k_t) - c_t - \theta b_t \quad (19)$$

Tome-se agora a integral da expressão (2) entre "t" e ∞ , que fornece:

$$\int_t^\infty (db_{t'}/dt')dt' = \int_t^\infty \{c_{t'} + i_{t'} [1 + T(i_{t'}/k_{t'})] + \theta b_{t'} - f(k_{t'})\} dt'$$

Deve ser observar, entretanto, a restrição NPG (5), que estabelece que $\lim_{t \rightarrow \infty} b_t e^{-\theta t} = 0$:

$$\int_t^\infty c_{t'} e^{-\theta(t'-t)} dt' = - \int_t^\infty \{i_{t'} [1 + T(i_{t'}/k_{t'})] - f(k_{t'})\} e^{-\theta(t'-t)} dt' - b_t$$

Sabe-se que o consumo é constante ao longo da trajetória ótima, o que permite escrever:

$$c_t = \theta \int_t^\infty \{f(k_{t'}) - i_{t'} [1 + T(i_{t'}/k_{t'})]\} e^{-\theta(t'-t)} dt' - \theta b_t \quad (20)$$

Por fim, substituindo (19), vem:

$$s_t = f(k_t) - \theta \int_t^\infty \{f(k_{t'}) - i_{t'} [1 + T(i_{t'}/k_{t'})]\} e^{-\theta(t'-t)} dt' \quad (21)$$

A expressão (21) permite afirmar que a poupança da sociedade é tanto maior quanto maior for a diferença entre produto corrente e o valor esperado dos fluxos futuros de produto. Deve-se notar, ademais, que os fluxos de poupança independem do nível de endividamento. Viu-se anteriormente que a decisão de investimento na economia não se relaciona com o endividamento externo, o que leva à conclusão que a evolução da conta de transações correntes como um todo também independe do endividamento externo.

2.3.3) Dinâmica e "steady state"

A partir de agora serão estudadas as propriedades de "steady state" e de dinâmica do modelo. O sistema que caracteriza o comportamento dinâmico da economia é recursivo e pode ser resolvido para " k_t " e " q_t " a partir das equações (16) e (17). Conhecendo-se as trajetórias de " k_t " e " q_t " determina-se a evolução do produto. A dinâmica da dívida e do consumo pode ser determinada a partir de (2) e (21) supondo que as condições iniciais " c_0 " e " b_0 " sejam conhecidas e que as restrições (5) e (12) sejam satisfeitas.

Começando com o investimento e com o capital, sabe-se que no estado estacionário da economia não há modificação no estoque de capital e no preço sombra do bem de investimento em termos do bem de consumo. Assim sendo $\dot{k}_t = \dot{i}_t = \dot{q}_t = 0$. Ora de (16) vem que $\varphi(1) = 0$, o que permite afirmar que no estado estacionário $q = q^* = 1$, o asterisco indicando os valores das variáveis no estado estacionário. Fazendo as devidas substituições em (17), tem-se:

$$\begin{aligned} \dot{q}_t = \theta q_t - f'(k_t) - \varphi^2(q_t)T'[(q_t)] \Rightarrow 0 = \theta - f'(k^*) - \varphi^2(1)T'[(1)] \\ f'(k^*) = \theta \end{aligned} \tag{22}$$

No estado estacionário a produtividade marginal do capital será igual à taxa de preferência intertemporal dos indivíduos (que é igual à taxa internacional de juros), o que consiste precisamente na regra de ouro modificada ("modified golden rule") para o caso em que não existe crescimento populacional.

É possível desenhar um diagrama de fase dando conta da eventual trajetória de aproximação para o "steady state". Se a ordenada do gráfico assinalar os valores de " q " e a abscissa os de " k ", tem-se que a curva $\dot{k}_t = 0$ será uma reta passando pelo ponto $q^* = 1$

na ordenada. O desenho da curva $\dot{q}_t = 0$ é um pouco mais complexo. Tomando mais uma vez a expressão (17) com $\dot{q}_t = 0$, chega-se a:

$$0 = \theta q_t - f'(k_t) - \varphi^2(q_t)T'[\varphi(q_t)] \Rightarrow \Psi(q, k) = 0$$

Aplicando-se as propriedades da função implícita, obtém-se:

$$\left. \frac{dq}{dk} \right|_{\dot{q}=0} = \frac{\Psi_k}{\Psi_q} = - \frac{f''(k_t)}{\theta - \varphi(q_t) \varphi'(q_t) \{2T'[\varphi(q_t)] - \varphi(q_t)T''[\varphi(q_t)]\}}$$

Na derivação da expressão (16) viu-se que

$$\frac{d\varphi}{dq_t} = \varphi'(q_t) = \frac{1}{2T'(i_t/k_t) + (i_t/k_t)T''(i_t/k_t)}$$

logo $[2T'(i_t/k_t) + (i_t/k_t)T''(i_t/k_t)]\varphi'(q_t) = 1$ e

$$\left. \frac{dq}{dk} \right|_{\dot{q}=0} = - \frac{f''(k_t)}{\theta - \varphi(q_t)} = \frac{|f''(k_t)|}{\varphi(q_t) - \theta}$$

O ponto $(1, k^*)$ no espaço $q \times k$ indica o estado estacionário. Como o "locus" $\dot{k} = 0$ é uma reta horizontal, conclui-se que a curva $\dot{q} = 0$ cruza a curva $\dot{k} = 0$. Exatamente no ponto $(1, k^*)$ observa-se:

$$\left. \frac{dq}{dk} \right|_{\dot{q} = 0} = \frac{|f''(k_t)|}{\varphi(1) - \theta} = \frac{|f''(k_t)|}{-\theta} < 0$$

É possível então desenhar o gráfico 4 adiante com as informações já listadas. Para terminar de desenhar a curva $\dot{q} = 0$ faz-se necessário investigar o que acontece nas regiões "A" e "B". Em "A" percebe-se que $q < 1$, donde:

$$\varphi(q) < 0 \Rightarrow \left. \frac{dq}{dk} \right|_{\dot{q} = 0} < 0 \quad \text{e o "locus" } \dot{q} = 0 \text{ é decrescente}$$

Já em "B" "q" está crescendo, o que implica dizer que $\varphi(q)$ também está crescendo. Pode acontecer que "q" cresça até atingir um valor " q_θ " tal que:

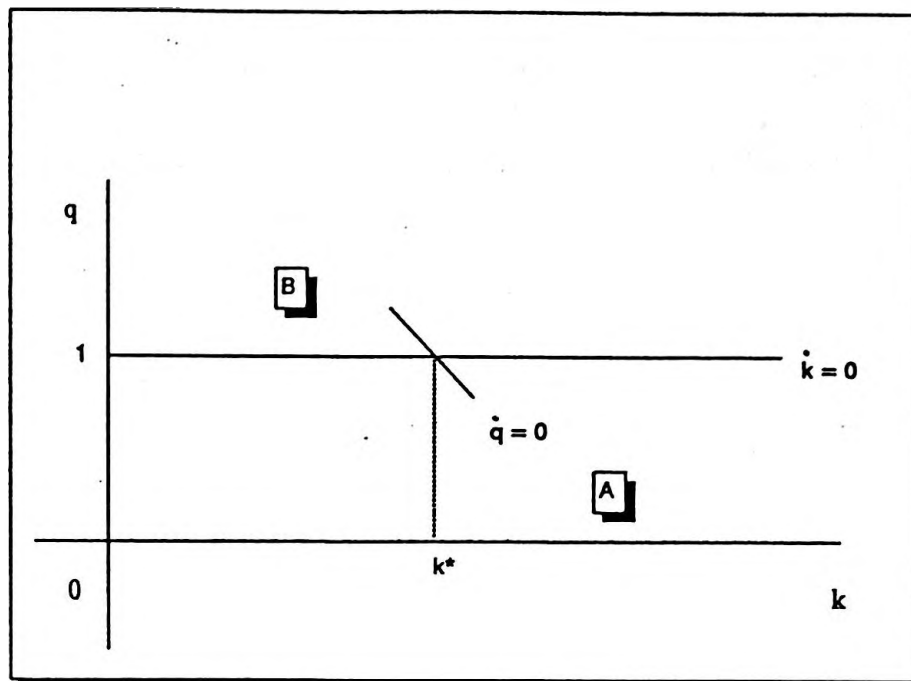
$$\varphi(q_\theta) = \theta \Rightarrow \left. \frac{dq}{dk} \right|_{\dot{q} = 0} \rightarrow \infty$$

Para valores de "q" menores que " q_θ " o "locus" ainda é negativamente inclinado, mas para valores maiores que " q_θ " tem-se:

$$\varphi(q_\theta) > 0 \Rightarrow \left. \frac{dq}{dk} \right|_{\dot{q} = 0} > 0$$

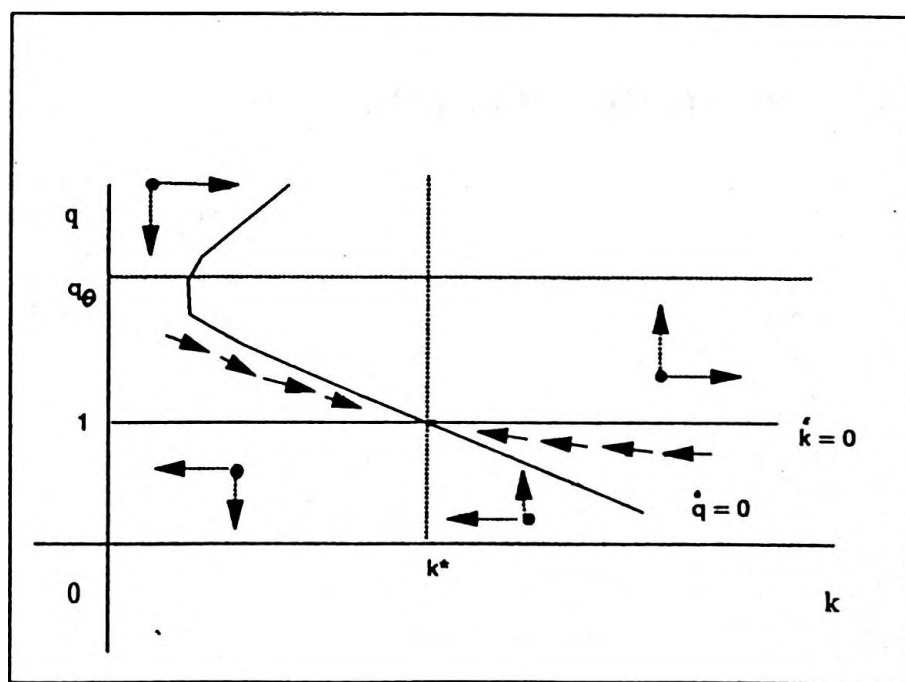
Conseqüentemente, atingindo-se ou não o valor " q_θ " o estado estacionário está assegurado.

Gráfico 4: Primeiro Esboço do Diagrama de Fase q x k



Para se perceber a trajetória de convergência tipo ponto de sela para o "steady state" pode-se lançar mão do seguinte exercício. Valores de "q" maiores que a unidade implicam taxas de investimento positivas e aumento do estoque de capital da economia. Por outro lado, valores de "q" menores que 1 estão associados a desinvestimento e à diminuição do estoque de capital. Em se tratando de "k", nota-se que saindo-se da curva $\dot{q} = 0$ e aumentando o estoque de capital (conservando "q" inalterado em um primeiro momento), tem-se por (17) um aumento induzido de "q" em um momento posterior. Analogamente, saindo-se da curva $\dot{q} = 0$ e diminuindo-se o estoque de capital provoca-se posteriormente uma diminuição de "q". A trajetória de convergência para o estado estacionário está ilustrada no gráfico 5 a seguir.

Gráfico 5: Desenho Final do Diagrama de Fase q x k



É interessante construir uma demonstração rigorosa do resultado gráfico acima ilustrado. O primeiro passo consiste em linearizar as equações (16) e (17) nas proximidades do estado estacionário. Empregando uma série de Taylor de primeira ordem e desprezando os termos de ordem superior vem:

$$\begin{aligned} k'_t &\approx k^* \varphi'(1)(q - 1) + \varphi(1)(k - k^*) \\ q'_t &\approx \left\{ \theta - 2\varphi(1)\varphi'(1)\Gamma[\varphi(1)] - \varphi^2(q_t)\Gamma'[\varphi(1)]\varphi'(1) \right\} (q - 1) - f''(k^*)(k - k^*) \end{aligned}$$

Simplificando, chega-se a

$$\begin{aligned} k'_t &\approx k^* \varphi'(1)(q - 1) \\ q'_t &\approx \theta(q - 1) - f''(k^*)(k - k^*) \end{aligned}$$

que na forma matricial transforma-se em:

$$\begin{vmatrix} k'_t \\ q'_t \end{vmatrix} = \begin{vmatrix} 0 & k^* \varphi'(1) \\ -f''(k^*) & \theta \end{vmatrix} \begin{vmatrix} k - k^* \\ q - 1 \end{vmatrix} \quad (23)$$

A equação característica do sistema (23) é:

$$\begin{vmatrix} -\lambda & k^* \varphi'(1) \\ -f''(k^*) & \theta - \lambda \end{vmatrix} = 0 \Rightarrow \lambda^2 - \theta\lambda + f''(k^*)k^* \varphi'(1) = 0$$

$$\lambda_{1,2} = \frac{\theta \pm \sqrt{\theta^2 - 4\lambda f''(k^*)k^* \varphi'(1)}}{2}$$

Como $4\lambda f''(k^*)k^*\varphi'(1) < 0$, $|\theta^2 - 4\lambda f''(k^*)k^*\varphi'(1)| > |\theta|$ e, portanto, encontra-se $\lambda_1 < 0$ com $\lambda_2 > 0$. O equilíbrio é definitivamente de ponto de sela e a solução de (23) tem a forma de:

$$\begin{aligned}k_t - k^* &= c_{11}e^{\lambda_1 t} + c_{12}e^{\lambda_2 t} \\q_t - 1 &= c_{21}e^{\lambda_1 t} + c_{22}e^{\lambda_2 t}\end{aligned}$$

A multiplicação da primeira linha do sistema pela segunda e o produto final por $e^{-\theta t}$ fornece:

$$\begin{aligned}k_t q_t e^{-\theta t} &= k^* e^{-\theta t} + k^* c_{21} e^{(\lambda_1 t - \theta t)} + k^* c_{22} e^{(\lambda_2 t - \theta t)} + c_{11} e^{(\lambda_1 t - \theta t)} + c_{11} c_{21} e^{(\lambda_1 + \lambda_2)t - \theta t} \\&+ c_{11} c_{22} e^{(\lambda_1 + \lambda_2)t - \theta t} + c_{12} e^{(\lambda_2 t - \theta t)} + c_{12} c_{21} e^{(\lambda_1 + \lambda_2)t - \theta t} + c_{12} c_{22} e^{(2\lambda_2 - \theta)t}\end{aligned}$$

Tomando $t \rightarrow \infty$ e lembrando que $\lambda_1 < 0$, $\lambda_2 > 0$ e $|\lambda_1| > |\lambda_2|$ obtém-se a seguinte expressão:

$$\lim_{t \rightarrow \infty} k_t q_t e^{-\theta t} = k^* c_{22} \lim_{t \rightarrow \infty} e^{(\lambda_2 t - \theta t)} + c_{12} \lim_{t \rightarrow \infty} e^{(\lambda_2 t - \theta t)} + c_{12} c_{22} \lim_{t \rightarrow \infty} e^{(2\lambda_2 - \theta)t}$$

Para que o membro do lado esquerdo da igualdade se anule, é necessário que $c_{12} = c_{22} = 0$. Sendo assim:

$$\begin{aligned}k_t - k^* &= c_{11}e^{\lambda_1 t} \\q_t - 1 &= c_{21}e^{\lambda_1 t}\end{aligned}$$

onde, para $t = 0$ vem:

$$k_t - k^* = c_{11}$$

$$q_t - 1 = c_{21}$$

Encontrar o valor de c_{21} nos mesmos termos de c_{11} exige o recurso ao sistema de equações para os autovetores:

$$-\lambda_1 c_{11} + k^* \varphi'(1) c_{21} = 0$$

$$-f''(k^*) c_{11} + (\theta - \lambda_1) c_{21} = 0$$

Como o sistema é homogêneo, seu determinante é zero e as equações são independentes. Tomando-se, por exemplo, a primeira equação, tem-se:

$$c_{21} = \frac{\lambda_1}{k^* \varphi'(1)} c_{11}$$

sendo a solução final do sistema:

$$k_t = k^* - (k^* - k_0) e^{\lambda_1 t}$$

$$q_t = 1 - \frac{\lambda_1}{k^* \varphi'(1)} (k^* - k_0) e^{\lambda_1 t}$$

A inclinação do caminho de aproximação tipo ponto de sela nas proximidades do "steady state" é dada pela divisão das duas equações anteriores, obtendo-se, como já antecipado:

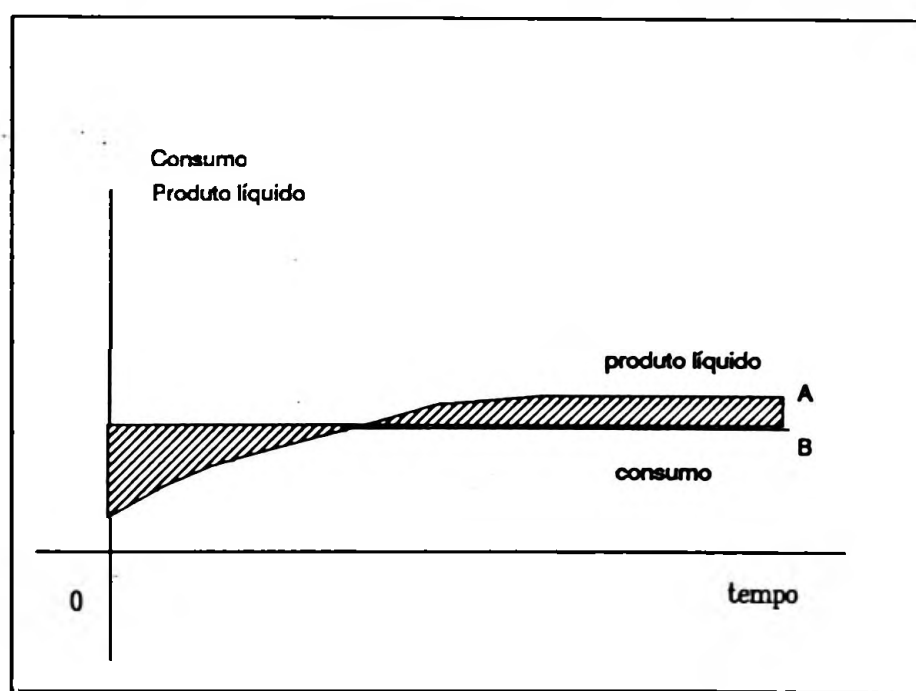
$$\frac{q_t - 1}{k_t - k^*} = \frac{\lambda_1}{k^* \varphi'(1)} < 0$$

A dinâmica do consumo é obtida a partir da expressão (14)

$$\int_0^{\infty} c_t e^{-\theta t} dt = \int_0^{\infty} e^{-\theta t} \{f(k_t) - i_t [1 + \tau(i_t/k_t)]\} dt - b_0 \quad (14)$$

Se o estoque inicial de dívida externa é nulo, (14) estabelece que o nível constante de consumo ao longo da trajetória ótima só pode ser conseguido se o valor presente descontado dos fluxos da conta de transações correntes for nulo. Em termos do gráfico 6 abaixo, isso implica dizer que o valor presente descontado das duas áreas hachuradas é igual, embora oposto em sinal. A linha horizontal que denota o consumo constante deve ser traçada de tal forma a deixar as áreas idênticas em termos de valor presente.

Gráfico 6: Dinâmicas do Consumo e do Prod. Líquido



Nota-se que inicialmente o nível de consumo da economia encontra-se acima do que permitiria apenas o seu produto líquido. Neste período acumula-se dívida externa para financiar a absorção excedente e a conta de transações correntes mostra-se deficitária. Posteriormente o fluxo de produto interno líquido deve ultrapassar o consumo doméstico de tal forma a gerar um superávit na balança comercial (distância AB no gráfico) suficiente para pagar os encargos da dívida externa. No estado estacionário a conta de transações correntes deve estar equilibrada.

2.3.4) O efeito de choques externos sobre a economia

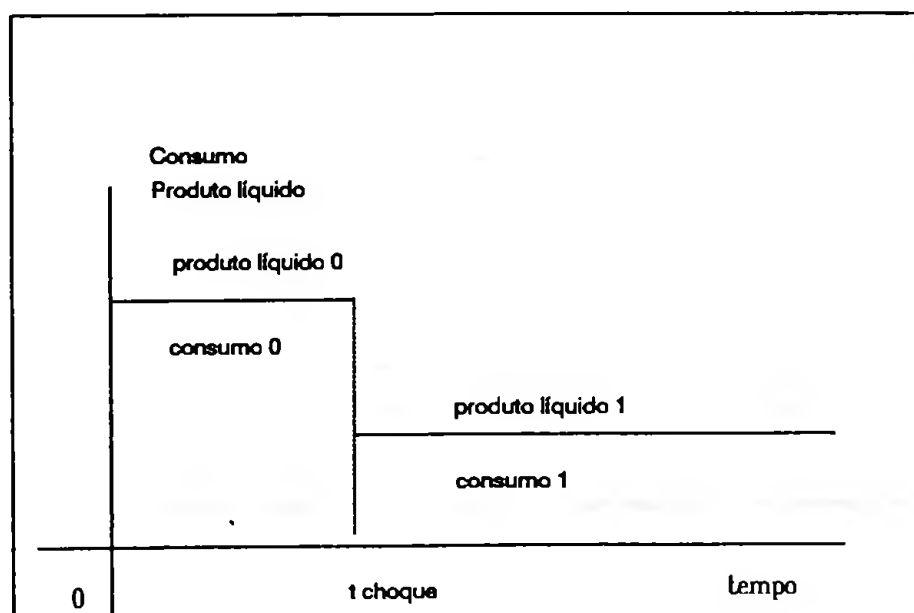
É possível agora examinar o efeito de choques externos adversos sobre o equilíbrio de longo prazo da economia. Para tal tome-se o caso de choques negativos de produtividade que incidem sobre uma função de produção agregada do tipo:

$$y = (1-z_0)f(k) - z_1$$

onde " z_0 " é um eventual choque multiplicativo e " z_1 " um eventual choque aditivo. Supõe-se também que as perturbações exógenas manifestam-se quando a economia encontra-se em um estado inicial de equilíbrio tipo "steady state".

Seja em primeiro lugar uma situação limite que se mostrará útil adiante como parâmetro de comparação. Se a perturbação externa configurar-se em um **choque aditivo permanente**, constata-se que a elevação não esperada de " z_1 " de zero para um valor positivo qualquer não altera a produtividade marginal do capital. Sendo assim, por (18) conclui-se que não há alteração do preço sombra " q " e portanto não há modificação também na taxa de investimento da economia, nem tampouco no seu estoque de capital de longo prazo. O produto líquido corrente é instantaneamente reduzido em uma magnitude igual a " z_1 ", o mesmo acontecendo com o consumo [por (14)]. Note-se, porém, que a poupança não é alterada [ver (19)], o que, em conjunto com o investimento inalterado, permite dizer que a conta de transações correntes não se modifica em relação ao seu equilíbrio inicial de "steady state". Por conseguinte, conclui-se que a economia frente a um choque aditivo permanente ajusta-se imediatamente à nova conjuntura desfavorável, sem conseqüências posteriores sobre a alocação de recursos. Esta situação é ilustrada no gráfico 7 abaixo.

Gráfico 7: Efeitos de um Choque Aditivo Permanente

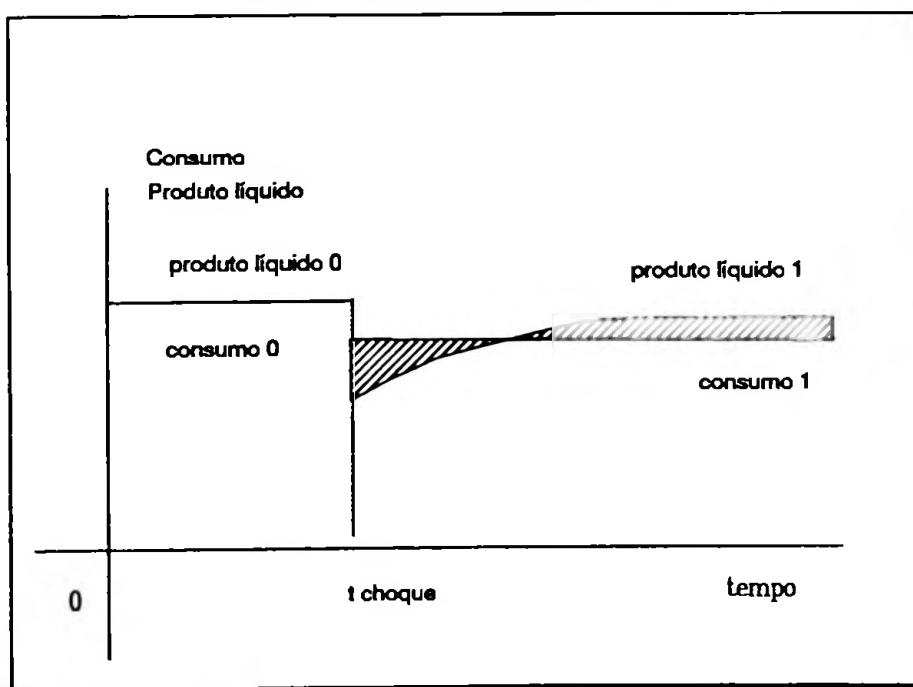


A segunda situação tem maior interesse do ponto de vista analítico. Se a perturbação externa configurar-se em um **choque aditivo temporário**, nota-se mais uma vez ausência de modificação na produtividade marginal do capital, no "q de Tobin", na taxa de investimento e no estoque de capital de longo prazo da economia. Ocorrem, entretanto, modificações na poupança e, portanto, na conta de transações correntes. Se o choque ocorrer durante um intervalo de tempo $[0; T]$, tem-se que a mudança no valor presente descontado do produto líquido da sociedade é:

$$-z_1 \int_0^T e^{-\theta t} dt = \int_0^T \{f(k_t) - i_t [1 + T(i_t/k_t)]\} dt = -z_1(1 - e^{-\theta T})$$

donde a mudança provocada no consumo é, por (14), $-z_1(1 - e^{-\theta T})$. A alteração no consumo é permanente e, se "T" é pequeno, diminuta. Os indivíduos percebem que o choque adverso é temporário e não sacrificam muito seu consumo, sendo a maior parte do ajustamento feito pela redução na poupança e pelo aparecimento de um déficit na conta de transações correntes do balanço de pagamento (trata-se do financiamento temporário dos desequilíbrios do balanço de pagamentos por meio do recurso às poupanças externas). Depois que os efeitos do choque desaparecem e o produto líquido volta seu nível normal a economia tem de gerar um superávit permanente na balança comercial para fazer frente aos encargos de sua dívida externa aumentada.

Gráfico 8: Efeitos de um Choque Aditivo Temporário



Deve-se destacar, entretanto, que quanto maior se mostrar "T", isto é, quanto mais prolongado se mostrar o choque externo, tanto maior é a redução no produto líquido e no consumo e tanto menor é a modificação na poupança, na conta de transações correntes e no endividamento externo. No limite em que $T \rightarrow \infty$, o choque passa a ser percebido como permanente e converge-se para os resultados discutidos na seção anterior.

Tome-se, por fim, a situação que a perturbação exógena se configura em um **choque multiplicativo permanente**. Quando " z_0 " passa de zero para um valor positivo qualquer, a produtividade marginal do capital torna-se imediatamente $(1 - z_0)f'(k)$, o que modifica, "q", a taxa de investimento e o estoque de capital de longo prazo. Por (16) e (17) percebe-se que a ocorrência do choque não modifica o "locus" $k' = 0$, mas desloca para a esquerda o "locus" $q' = 0$. O novo estado estacionário passa do ponto E_1 para o ponto E_2 , sendo o novo estoque de capital " k_{E_2} " menor que o estoque inicial " k_{E_1} ". Ademais, a regra de ouro modificada passa a valer agora nos seguintes termos: $(1 - z_0)f'(k) = \theta$

O produto líquido da economia passa a ser $(1 - z_0)f(k_t) - i_t[1 + T(i_t/k_t)]$, podendo em um primeiro momento crescer ou decrescer, dependendo se a queda induzida no produto é respectivamente menor ou maior que o declínio na taxa de investimento. Caso opte-se pela alternativa com maior apelo empírico - investimento sendo mais volátil e, portanto, mais afetado em um primeiro momento que o produto agregado¹⁰ - nota-se que o produto líquido cresce imediatamente após o choque, enquanto que o consumo declina para seu novo nível de equilíbrio. Cria-se assim um superávit na balança comercial e na conta de transações correntes, podendo-se dizer que a sociedade está economizando antecipadamente em relação à queda futura de seu produto líquido. Posteriormente o produto líquido começa de fato a cair, situando-se abaixo do nível em que se encontra o consumo (nesse ponto do tempo a conta de transações correntes torna-se negativa e a absorção interna é maior que o produto doméstico). Mais uma vez observa-se que o traçado da linha que mostra o consumo constante ao longo da nova trajetória ótima é tal que o valor presente das duas áreas hachuradas é igual em valor presente, embora oposto em sinal.

¹⁰ Os resultados que adviriam da outra alternativa são basicamente os mesmos que serão apresentados a seguir. A única diferença é que em um primeiro momento o produto líquido declinaria (embora menos que o consumo agregado), diminuindo posteriormente para novo patamar. Este é o caso ilustrado em Blanchard & Fischer (1989), pp. 68.

Gráfico 9: Efeitos de um Choque Multiplicativo Permanente

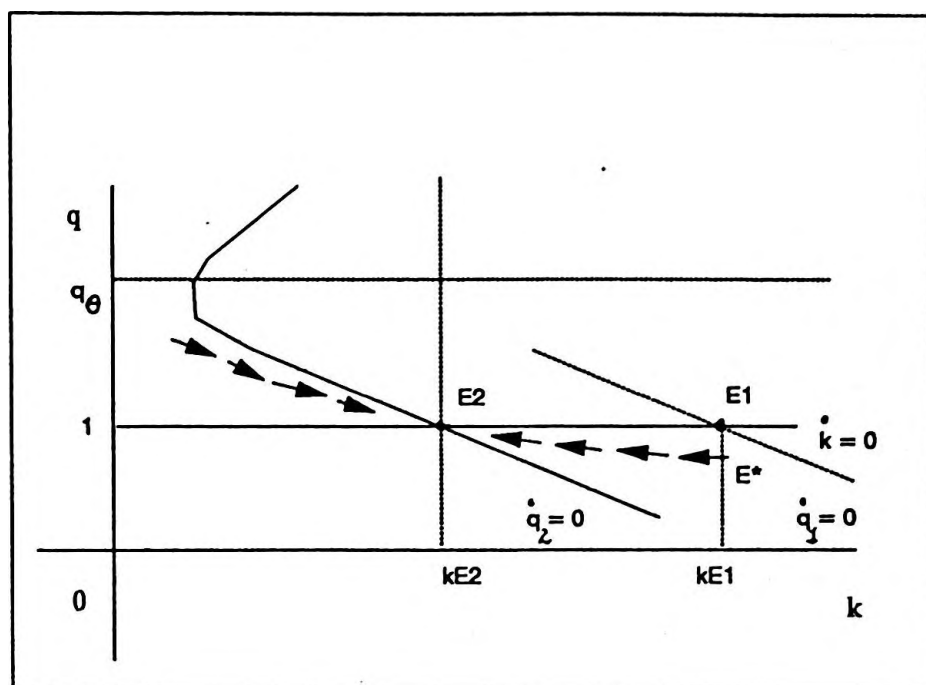
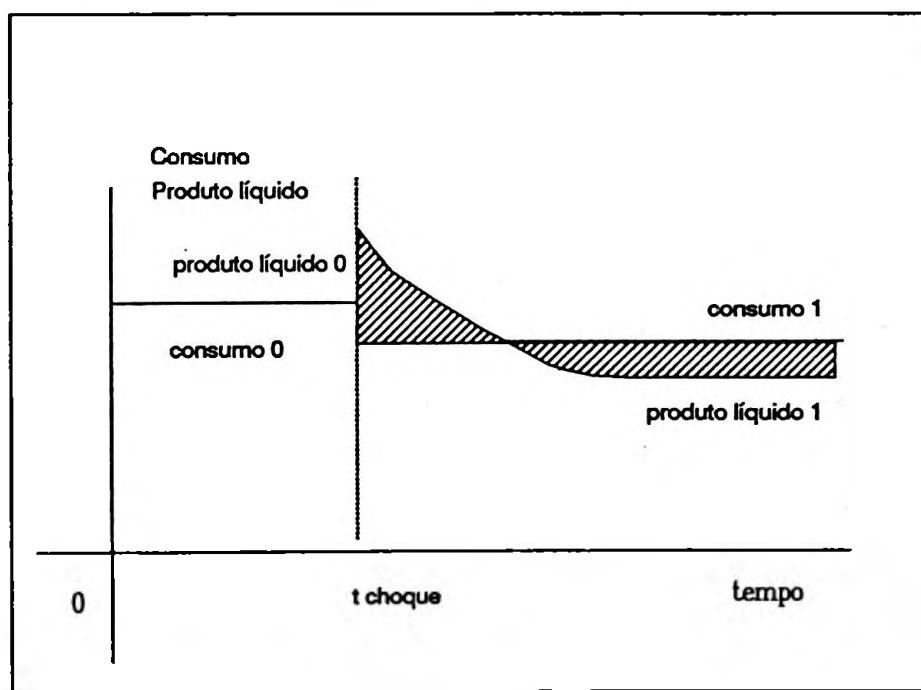


Gráfico 10: Efeitos de um Choque Multiplicativo Permanente



2.3.5) Conclusões

Várias são as conclusões oriundas da análise de um modelo simples de economia em desenvolvimento aberta e sujeitas a choques negativos de produtividade.

Antes de mais nada, quando se examinam as consequências de uma perturbação exógena sobre a economia é necessário distinguir se se trata de perturbações tidas pelos agentes como permanentes ou como provisórias. Ademais, é desejável que se tenha uma

idéia mais precisa do tipo de impacto que o choque externo provoca sobre a produtividade marginal do sistema econômico.

Se os efeitos das elevações do preço do petróleo ao longo da década de 70 foram na época considerados como permanentes, esperar-se-ia teoricamente um ajustamento imediato à nova conjuntura desfavorável. Em se tratando de choques sem conseqüências sobre a produtividade marginal do capital da sociedade, o consumo agregado e o produto líquido cairiam na mesma proporção, não se observando alterações nem na conta de transações correntes do balanço de pagamentos, nem, portanto, no volume de endividamento externo. Caso os choques provocassem modificações na produtividade marginal do capital da sociedade, esperar-se-ia que os indivíduos racionalmente poupassem em antecipação à queda futura do produto líquido da economia e do seu nível de consumo. O balanço de pagamentos de um país em desenvolvimento afetado negativamente pelo incremento do preço do petróleo teria que exibir superávits em transações correntes logo após as perturbações exógenas, o que constitui um resultado surpreendente do ponto de vista do argumento tradicional.

Nenhuma dessas situações, porém, reflete tão bem o ponto de vista tradicional quanto a hipótese de um choque externo tido pelos indivíduos como temporário: o déficit em transações correntes e o recurso às poupanças externas efetivamente aparecem na trajetória de ajustamento. Mesmo neste caso, entretanto, é necessário fazer sérias qualificações ao argumento convencional.

Como se viu, à medida que "T" (que é o lapso de tempo que caracteriza a perturbação) cresce, as respostas do modelo vão se aproximando daquelas obtidas com a hipótese de efeitos permanentes do choque externo. Em se tratando das súbitas elevações de preço do petróleo ao longo da década de 70, poder-se-ia admitir que em um primeiro momento (1973) os indivíduos tomassem os novos preços relativos como temporários, recorrendo então à estratégia do financiamento do balanço de pagamentos via endividamento. Com o passar do tempo e com a nova rodada de elevação dos preços do petróleo em 1979/80, porém, seria de se esperar que os indivíduos racionalmente percebessem que a constelação de preços relativos era permanente e adotassem a correta estratégia de ajustamento. Por conseguinte, ter-se-ia teoricamente uma convergência para uma situação onde ou não ocorreriam alterações na conta de transações correntes (choque aditivo) ou o país exibiria superávits em transações correntes, poupando antecipadamente em relação à queda futura de seu produto líquido (choque multiplicativo).

O expediente "ad hoc" de relaxar a hipótese de "perfect foresight" e postular a ocorrência de uma divergência de percepção quanto à natureza do choque permite solucionar algumas das inconsistências detectadas, mas não outras. Com efeito, caso se admita que países em desenvolvimento exportadores de petróleo tomaram os choques reais ocorridos em 1973 e 1979-80 como fenômenos que incrementariam permanentemente seus termos de troca, enquanto os países importadores consideraram os choques como fenômenos que deteriorariam temporariamente seus termos de troca, segue-se que o modelo examinado consegue efetivamente gerar trajetórias de endividamento externo nos dois casos. No primeiro caso, como resultado de uma estratégia de antecipação dos fluxos de renda permanente; no segundo, como consequência de uma decisão de financiar um desequilíbrio temporário entre renda corrente e renda permanente. Mesmo assim, entretanto, permanecem sem resposta algumas questões importantes. Como explicar, por exemplo, o fato de que países cujos termos de troca não foram significativamente alterados pelos choques externos (como a Argentina) também incorreram em endividamento externo excessivo?

Conclui-se então que mesmo no contexto de um modelo relativamente simples de economia aberta as respostas que aparecem frente a um choque externo são diversas e algumas vezes contrárias àquelas que derivam do ponto de vista convencional. Evidentemente seria possível construir modelos mais complexos que produzissem resultados ainda mais patológicos sob aquele ponto de vista, mas isto não modifica a essência da demonstração que se pretendeu fazer, qual seja a de que o ângulo que se convencionou adotar para estudar as razões que levaram à crise da dívida externa dos países em desenvolvimento não oferece respostas teóricas satisfatórias às questões levantadas.

CAPÍTULO 3: UMA INTERPRETAÇÃO ALTERNATIVA

"Aproveitou-se [Augusto] de todas as ocasiões para testemunhar sua liberalidade relativamente às ordens do Estado, sem exceção. Com o transporte do tesouro real por ocasião de seu triunfo de Alexandria, cresceu de tal forma o numerário que a usura diminuiu e o preço das terras aumentou."

Caio Suetônio Tranqüilo, A Vida dos Doze Césares, Livro II

3) Uma Interpretação Alternativa

3.1) Introdução

A explicação tradicional do endividamento externo dos países latino - americanos, conforme discutido no capítulo 2, deixa a desejar do ponto de vista empírico. Viu-se também que mesmo sob um enfoque estritamente teórico a resposta de uma hipotética economia em desenvolvimento a uma sucessão de choques reais não é unívoca, o que debilita a força do argumento tradicional.

Cabe agora explorar uma explicação alternativa. Não se trata, contudo, de elaborar um argumento diametralmente contrário àquele até agora discutido. Com efeito, o veredicto em relação à explicação tradicional do endividamento externo dos países latino - americanos, recorde-se, é o de que ela não é satisfatória para a explicação de uma série de importantes fenômenos relacionados com esse processo de endividamento. Isso é bem diverso de afirmar que se trata de uma argumentação totalmente destituída de validade. O que se pretende elaborar agora é uma interpretação alternativa que permita não só o entendimento de todos os fenômenos abrangidos pela explicação tradicional, como também a compreensão daqueles processos que não se coadunam com o argumento até aqui discutido.

O cerne da interpretação alternativa sugerida para entender a crise de endividamento externo da América Latina pode ser assim apresentada. O desmantelamento do sistema monetário internacional nos moldes estabelecidos em Bretton Woods determinou, a partir de meados da década de 60, um crescimento excessivamente rápido da oferta monetária mundial. Este crescimento deveu-se primariamente a um desequilíbrio monetário e no balanço de pagamentos do país mais importante do sistema, os EUA, mas foi secundariamente ampliado pelo crescimento desordenado do mercado de eurodólares. As duas principais conseqüências destes processos foram o substancial aquecimento da economia mundial até quase a metade da década de 70, aquecimento esse que se verificou concomitantemente a um "boom" nas cotações de importantes "commodities" (inclusive o petróleo, cuja valorização mais acentuada deu-se a partir de 1973, como a ação mais efetiva do cartel da OPEP); e o crescimento acelerado da oferta de recursos no mercado financeiro internacional.

Com a ruptura do sistema de Bretton Woods no começo da década de 70, alguns países (notadamente os mais desenvolvidos) isolaram-se dos desequilíbrios que se manifestavam no sistema monetário internacional através da adoção de regimes de taxas de câmbio flutuantes associados a restrições ao livre fluxo de capitais. Os demais países que conservaram taxas de câmbio fixas em relação ao dólar e não impuseram restrições ao influxo de capitais (notadamente os países da América Latina) canalizaram grande parte do excedente de recursos que estava sendo reciclado no mercado financeiro internacional e passaram a exibir uma progressão de endividamento externo extremamente elevado ¹. A elevação das taxas internacionais de juros a partir do fim da década de 70 e o desaquecimento da economia mundial que se seguiu criaram dificuldades crescentes para o financiamento dos balanços de pagamento dos países mais endividados. Estas dificuldades culminaram com as moratórias (declaradas ou não) em relação ao serviço da dívida externa, deflagradas a partir de 1982 com o "default" mexicano.

Para se poder ter um padrão de comparação com o argumento tradicional, pode-se resumir a interpretação alternativa da seguinte forma: ***um desequilíbrio no sistema monetário internacional ensejou o aparecimento de uma série de choques reais sobre a economia mundial concomitantemente a um excesso de oferta de recursos no mercado financeiro internacional. Dado que uma série de países latino-americanos não tomou as decisões corretas de política econômica para se isolar desses desequilíbrios (o mais grave equívoco tendo sido a decisão de não alterar a política cambial), passou a verificar-se um crescimento excessivo do seu endividamento externo. A substancial alteração das características da economia mundial a partir do fim da década de 70 deflagrou a inadimplência dessas economias excessivamente endividadas depois de 1982.*** Nas páginas que se seguem procura-se dar a esta interpretação a roupagem histórica que lhe é devida, além de se formalizar tanto quanto possível os pontos principais da argumentação.

¹ As políticas adotadas pelos países em desenvolvimento em relação ao fluxo de capitais foram claramente assimétricas. A absorção de recursos externos não sofreu restrições e em muitos casos foi incentivada. Já a saída de capitais era fortemente desestimulada, principalmente através de restrições quantitativas e burocráticas de toda espécie.

3.2) O Sistema de Bretton Woods

Os EUA e a Grã Bretanha iniciaram negociações em torno do planejamento econômico para o após guerra tão logo a ofensiva japonesa impeliu os norte - americanos a entrar na Segunda Guerra Mundial, em fins de 1941. Desde o princípio das negociações houve preocupação especial com a construção de uma nova ordem mundial baseada no multilateralismo e no liberalismo, em completa oposição ao bilateralismo e à proliferação de restrições comerciais e financeiras de toda espécie que caracterizaram os caóticos anos 30. Em um primeiro momento imaginou-se que esta nova ordem mundial seria supervisionada por uma tríade de organismos econômicos internacionais: a Organização Internacional do Comércio (OIC), o Banco Mundial e o Fundo Monetário Internacional (FMI) ².

As nações aliadas, sob a liderança dos EUA e da Grã Bretanha, participaram da elaboração dos estatutos do FMI e do Banco Mundial. A discussão em torno dos "Articles of Agreement" destes dois organismos internacionais deu-se durante uma conferência realizada em julho de 1944 na estância de Bretton Woods em New Hampshire.

O novo sistema monetário internacional que surgiu em Bretton Woods baseava-se em poucos princípios fundamentais. As taxas de câmbio entre os países participantes do sistema deveriam ser mantidas fixas entre si, sendo permitida apenas uma margem de variação de 1% à semelhança dos antigos "gold points"³. As paridades de todas as taxas de câmbio deveriam ser denominadas em termos de um único padrão: o ouro. As paridades poderiam eventualmente ser modificadas se algum país assim o desejasse e se o FMI concordasse que tal expediente se mostrava necessário para corrigir um "desequilíbrio fundamental". Valorizações ou desvalorizações cambiais de até 10% poderiam ser feitas contando com a aprovação automática do FMI, mas modificações mais substanciais só seriam autorizadas depois de uma investigação por parte do organismo.

² A Organização Internacional do Comércio (OIC) deveria consistir em um dos pilares da nova ordem econômica mundial após a Segunda Grande Guerra. Problemas políticos de toda espécie, entretanto, impediram que seus estatutos fossem aprovados pelo Congresso norte - americano. Sem a participação da mais poderosa economia do mundo, a OIC acabou por ser extinta em 1950. O que sobreviveu desta iniciativa foi o GATT (General Agreement on Tariffs and Trade), criado durante uma conferência em 1948 em Genebra para discutir procedimentos para diminuir as restrições ao comércio mundial e que seria um dos componentes da OIC.

³ Quando da vigência do padrão ouro, as taxas de câmbio tinham sua paridade estabelecidas em termos de ouro e eram fixas entre si. As únicas flutuações permitidas eram aquelas oriundas dos custos de transporte do ouro entre os diversos bancos centrais, o que criava uma faixa de flutuação das taxas de câmbio que ficou conhecida como "gold points".

O significado exato de um "desequilíbrio fundamental" nunca foi formalmente especificado, mas aparentemente tinha-se em mente a situação de um país que não conseguia equilíbrio em suas contas externas sem que se manifestasse um substancial desequilíbrio macroeconômico interno ou sem que houvesse a necessidade de abandonar seus compromissos em relação à prática liberal de comércio exterior e de transações financeiras. Ao se condicionar as desvalorizações/valorizações cambiais à aprovação internacional, procurou-se um meio termo entre a situação onde os países eram forçados a sacrificar seu equilíbrio macroeconômico interno às imposições da manutenção de uma taxa de câmbio fixa (como aconteceu com a Grã Bretanha na década de 20) e a situação onde o equilíbrio interno era perseguido à custa do caos nas relações comerciais internacionais (como ocorreu freqüentemente ao longo dos anos 30, com a imposição de barreiras comerciais e desvalorizações cambiais para incrementar a competitividade de exportações).

Os princípios gerais do sistema concediam grande importância à manutenção do equilíbrio macroeconômico interno das economias participantes. Com efeito, caso isso implicasse pequenos déficits temporários no balanço de pagamentos, a opção do financiamento não só era permitida, como até recomendada. Se os problemas no balanço de pagamentos se mostrassem mais persistentes, indicava-se a adoção de um "mix" mais restritivo de políticas monetária e fiscal, mas mesmo assim sem grandes sacrifícios em termos do nível doméstico de atividade. Se os desequilíbrios nas contas externas se mostrassem insuperáveis, optava-se pela modificação da taxa de câmbio ao invés de se sacrificar o equilíbrio macroeconômico interno. Ademais, acreditava-se que movimentos de capitais com potencial desestabilizador podiam ser eliminados através de controles cambiais.

Uma peculiar característica do sistema deve ser destacada. Tomando a situação de uma economia hipotética com problemas de déficit em seu balanço de pagamentos não classificáveis como "desequilíbrio fundamental", constatava-se a existência de um mecanismo básico que limitava a extensão desse déficit, a saber o esgotamento das reservas cambiais do país depois de um certo período de tempo (o FMI podia conceder empréstimos para ajudar a resolver problemas localizados de financiamento do balanço de pagamentos, mas isto constituía uma situação particular). No entanto, aparentemente não se previu uma situação onde os EUA exibissem persistentes déficits em seu balanço de pagamentos, de modo que não ficou muito claro a princípio a particular posição norte-americana dentro do sistema, a qual reduzia sensivelmente a sua propensão a iniciar o processo de ajustamento necessário. Esta posição especial consistia no fato de que os EUA podiam defender a sua posição de reservas e o seu balanço de pagamentos comprando e vendendo ouro e dólares (sua própria moeda), enquanto aos demais países

não era possível defender de modo significativo suas posições de reservas senão também através de transações com ouro e dólar (e não com suas próprias moedas).

3.3) O Apogeu do Sistema de Bretton Woods

O novo sistema monetário internacional começou a operar em 1946, logo após o final da Segunda Guerra Mundial. No entanto, seu impacto foi limitado até quase o final da década de 50, em razão da limitada dotação de recursos dada aos dois organismos mais importantes (o Banco Mundial e o FMI) para fazer frente ao mais importante processo do pós - guerra: a reconstrução da Europa e do Japão e o financiamento dos gigantescos déficits de balanço de pagamentos daí decorrentes. Esse problema acabou sendo resolvido através de uma iniciativa unilateral norte - americana: o Plano Marshall.

O Plano Marshall consistiu basicamente em uma proposta de ajuda econômica à reconstrução da Europa centrada nos seguintes pontos: suspensão temporária do pagamento dos encargos das dívidas externas dos países beneficiados, financiamento da modernização da infraestrutura e da redistribuição espacial da indústria pesada, racionalização da produção agrícola e industrial e mecanismos que assegurassem estabilidade monetária e financeira dentro dos países. Para o financiamento dos expressivos déficits de balanço de pagamento exibidos pelos países europeus foram realizados empréstimos de longo prazo com recursos norte-americanos através do Banco Mundial no valor de US\$ 3 bilhões. Para o financiamento dos demais programas providenciou-se uma doação direta dos EUA de US\$ 17 bilhões, no que ficou conhecido como "Economic Co - operation Act".

À medida que a reconstrução avançava e a estabilização macroeconômica se consolidava, os principais países europeus foram declarando suas moedas plenamente conversíveis entre si e em relação ao dólar ("General Convertibility"), de tal sorte que ao final de 1958 foram assumidos os compromissos que ensejaram o pleno funcionamento do sistema de Bretton Woods⁴.

Em termos de eficiência microeconômica o sistema foi claramente bem sucedido. Os custos e riscos associados às transações internacionais caíram significativamente e muitas restrições comerciais e financeiras desapareceram. O comércio mundial cresceu

⁴ A exceção no que diz respeito à conversibilidade foi dada pelo Japão, que só declarou o yen plenamente conversível em 1964.

de forma acelerada e o mercado internacional de capitais expandiu-se de forma espantosa.

Quadro 2 - Desenvolvimento das Exportações Mundiais: 1953 - 1973

Item	1953	1958	1963	1968	1973
Valor Total das Exportações Mundiais (em US\$ bi)	US\$ 78 bi	US\$ 105 bi	US\$ 154 bi	US\$ 240 bi	US\$ 574 bi
Prod. Primários	US\$ 42 bi	US\$ 50 bi	US\$ 71 bi	US\$ 95 bi	US\$ 217 bi
Prod. Manufaturados	US\$ 36 bi	US\$ 55 bi	US\$ 82 bi	US\$ 140 bi	US\$ 347 bi
Volume Total das Exportações Mundiais (1963 = 100)	52	70	100	149	231
Prod. Primários	60	74	100	133	171
Prod. Manufaturados	44	66	100	166	280

Fonte: adaptado pelo autor com base em van der Wee (1987).

Já do ponto de vista macroeconômico, a avaliação é um pouco mais complexa. Enquanto as políticas keynesianas de "fine tuning" de demanda agregada se mostraram eficientes, os países exibiram durante muitos anos altas taxas de crescimento do produto com pleno emprego e inflação relativamente baixa. De fato, o período compreendido entre o final da década de 50 e o início da década de 70 pode ser caracterizado como aquele onde o crescimento econômico foi o mais acelerado e mundialmente disseminado desde o surgimento da Revolução Industrial no século XIX.⁵

⁵ Na verdade a Revolução Industrial compreendeu períodos de forte crescimento entremeados de longas e profundas fases recessivas, nos quais se manifestavam deflação de preços, falências generalizadas, altíssimo desemprego e mesmo fome [ver, por exemplo, Hobsbawm (1977) para uma análise dos efeitos da crise que varreu o continente europeu a partir de 1840, quando se verificou declínio da população em regiões como Flandres, Silésia e Irlanda]. Os momentâneos surtos de desaquecimento que surgiram ao longo do auge do Sistema de Bretton Woods em nada se assemelham a essas violentas fases recessivas.

Quadro 3 - Taxa Média Anual de Crescimento do Produto Interno de Países Selecionados: 1870 - 1979

Países	1870 - 1913	1913 - 1950	1950 - 1959	1960 - 1969	1970 - 1979
EUA	4,3%	2,9%	3,2%	4,3%	3,0%
Japão	2,4%	1,8%	9,5%	10,5%	4,9%
Alemanha Ocidental	2,9%	1,2%	7,8%	4,8%	2,8%
França	1,6%	0,7%	4,6%	5,8%	3,7%
Reino Unido	2,2%	1,7%	2,7%	2,8%	1,8%

Fonte: adaptado pelo autor com base em van der Wee (1987).

Uma questão interessante, porém, consistia em saber se era possível simultaneamente todos os países perseguirem os mesmos objetivos de rápido crescimento econômico a pleno emprego sem que fossem observados crescimento da taxa corrente de inflação e desequilíbrios em seus balanços de pagamentos. A partir de meados da década de 60 passou a ficar claro que isso não era factível.

3.4) O Sistema Mostra-se Instável

A principal inconsistência do sistema de Bretton Woods pode ser expressa no que ficou conhecido na literatura como "paradoxo de Triffin"⁶.

Para que houvesse um fluxo regular de dólares para alimentar a demanda por reservas originária do crescimento econômico que se verificava em diversos países, era necessário que se verificassem déficits no balanço de pagamentos norte - americano. Ademais, era necessário que os dólares produzidos por estes déficits não fossem convertidos em ouro conforme facultavam as regras estabelecidas pelo sistema. Com efeito, a oferta mundial de ouro evoluía de forma muito menos pronunciada do que a demanda, especialmente porque a procura comercial pelo metal era incentivada pela

⁶ O "paradoxo de Triffin" tem este nome em decorrência dos escritos do economista Robert Triffin sobre a instabilidade inerente do Sistema de Bretton Woods. As principais referências são Triffin (1960 e 1964).

manutenção da cotação oficial fixa de US\$ 35 dólares a onça (estabelecida em 1934) independentemente da evolução da inflação mundial. No entanto, à medida que as obrigações de curto prazo detidas pelo resto do mundo contra o governo norte-americano cresciam ao longo do tempo sem que as reservas de ouro norte-americanas acompanhassem esse crescimento, era questão de tempo até que começassem a surgir as dúvidas a respeito da factibilidade de se manter a convertibilidade ouro - dólar a US\$ 35 a onça.

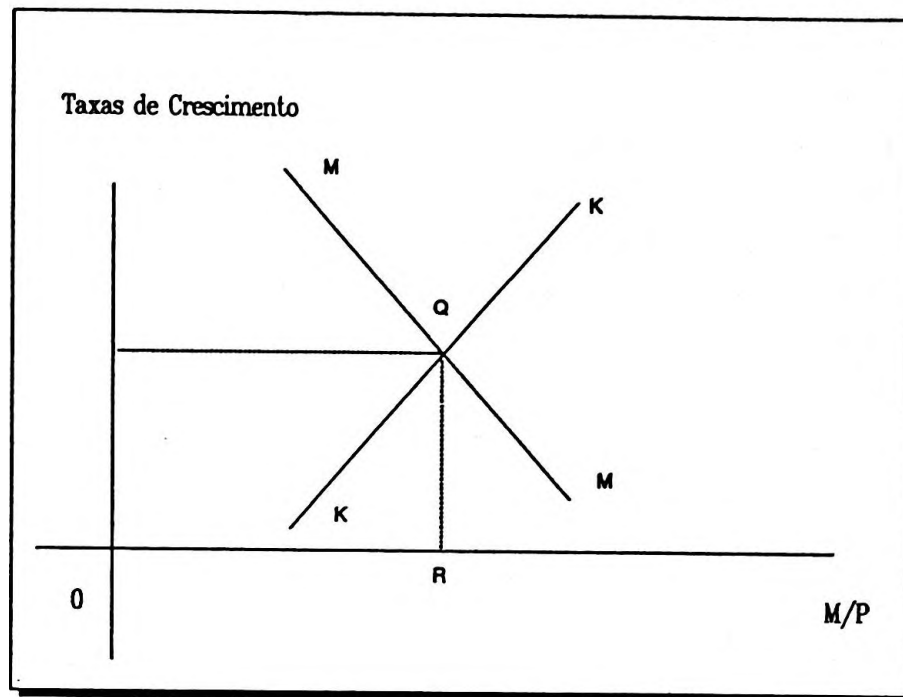
O "paradoxo de Triffin" pode então ser enunciado da seguinte forma. Se os EUA conseguissem eliminar os déficits de seu balanço de pagamentos o problema da confiança na estabilidade da regra de conversão estaria assegurada, mas o crescimento econômico ficaria ameaçado por um problema de falta de liquidez de reservas internacionais em decorrência da escassez relativa de dólares. Por outro lado, se os déficits prosseguissem o problema de liquidez internacional estaria afastado, mas a confiança na estabilidade da regra de conversão ficaria crescentemente debilitada. O sistema de Bretton Woods mostrava-se então inerentemente incapaz de resolver simultaneamente o problema de liquidez e o problema da confiança.

É possível demonstrar o paradoxo de forma mais analítica⁷. O primeiro passo consiste em imaginar o conjunto de países participantes do Sistema de Bretton Woods formando um sistema monetário fechado e integrado. Não se trata de simplificação exagerada, uma vez que a presença de taxas de câmbio fixas entre as diversas moedas permite a agregação dos diversos balanços de pagamentos em um sistema monetário único sem grandes dificuldades. Os ativos que estão presentes nesse sistema monetário mundial integrado são os bens e serviços, a moeda (que pode ser tanto a divisa mais usada, dólar norte-americano, como o ouro) e os títulos. Pode-se afirmar que o equilíbrio monetário deste modelo é dominado, por um lado, pelo crescimento da oferta de bens e serviços e, por outro, pelo crescimento da oferta de moeda em suas duas formas. Por que o sistema é fechado não há operações de empréstimos fora dele e o excesso de demanda por títulos deve ser nulo.

No gráfico a seguir os estoques monetários reais "M/P" são marcados no eixo das abscissas, enquanto as diversas taxas de crescimento são assinaladas no eixo das ordenadas.

⁷ A demonstração que se segue consiste em pequenas modificações a partir do argumento original exibido em Mundell (1971), caps. 8 e 13, além de outros tópicos abordados em Mundell (1968), cap. 20.

Gráfico 11: Os "Loci" KK e MM



A curva KK mostra as combinações de taxa real de juros e estoques monetários reais que fazem com que os agentes desejem deter o estoque de capital que eles efetivamente detêm em cada ponto do tempo. Trata-se claramente de um "locus" especificando as condições de equilíbrio no mercado de bens e serviços ("capital balance schedule"), sendo sua inclinação positiva em decorrência de dois fatos: incrementos no estoque monetário real elevam o retorno real sobre o capital (que é igual à taxa real de juros) em decorrência do papel da moeda como fator de produção e incrementos no estoque monetário real aumentam a riqueza dos agentes (a moeda exerce papel de ativo para os consumidores) e, por conseguinte, elevam sua poupança.

Já a curva MM mostra as combinações de taxa nominal de juros e estoques monetários reais que fazem com que os agentes desejem deter os estoques monetários que eles efetivamente carregam. Tem-se aqui um "locus" especificando as condições de equilíbrio no mercado monetário ("money balance schedule"), sendo sua inclinação negativa porque o custo de oportunidade de reter moeda aumenta com a taxa de juros.

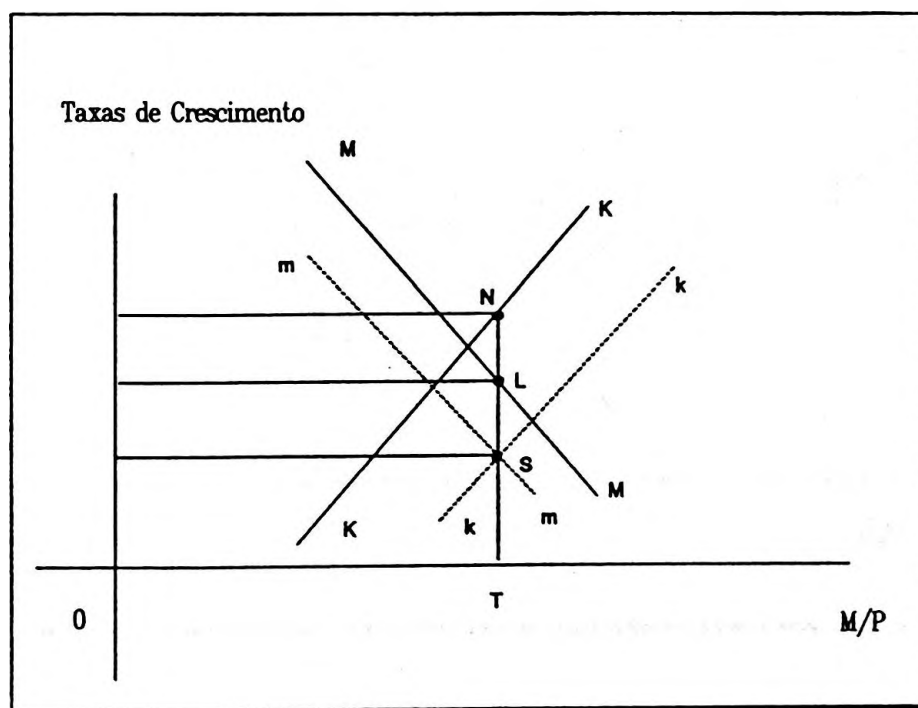
Se o sistema monetário mundial se caracterizasse pela completa ausência de crescimento da oferta de bens e serviços e do estoque monetário, seu equilíbrio seria estabelecido no ponto "Q", que marca a interseção das curvas KK e MM. As taxas nominal e real de juros seriam iguais (QR) e o estoque mundial de reservas em ouro e dólar seria OR.

É necessário, entretanto, levar em consideração as diversas taxas de crescimento que caracterizam o sistema.

Em cada ponto do tempo o estoque monetário é dado, de modo que movimentos para a esquerda e para a direita no eixo das abscissas significam respectivamente níveis de preços maiores ou menores. A cada nível de preços, por sua vez, corresponde uma dada taxa de crescimento da oferta de reservas em ouro e dólar e uma dada taxa de crescimento da oferta de bens e serviços. Pode-se então desenhar a curva kk para designar a taxa de crescimento da oferta de bens e serviços como proporção do estoque mundial de capital, de tal sorte que a distância vertical entre KK e kk assinala a taxa percentual de ampliação da oferta de bens e serviços. De maneira análoga é possível desenhar a curva mm de tal forma que a distância vertical entre MM e mm marca a taxa percentual de ampliação da oferta monetária tendo como base o estoque mundial de reservas.

O novo equilíbrio do sistema é dado pela interseção das curvas kk e mm . O ponto "S" é o único onde se verifica equilíbrio simultâneo entre fluxos e estoques monetários e de bens e serviços. Em "S" o estoque de reservas desejado é igual ao efetivo (OT) a taxa real de juros é dada pela distância TN, a taxa nominal pela distância LT, a taxa de expansão monetária é SL e a taxa de expansão da oferta de bens e serviços é NS. O excesso da taxa real de juros sobre a taxa nominal, NL, é a taxa de deflação de preços na economia mundial. O gráfico a seguir poderia bem refletir então o equilíbrio monetário que caracterizou boa parte do período onde vigorou o padrão ouro.

Gráfico 12: O Equilíbrio do Padrão Ouro

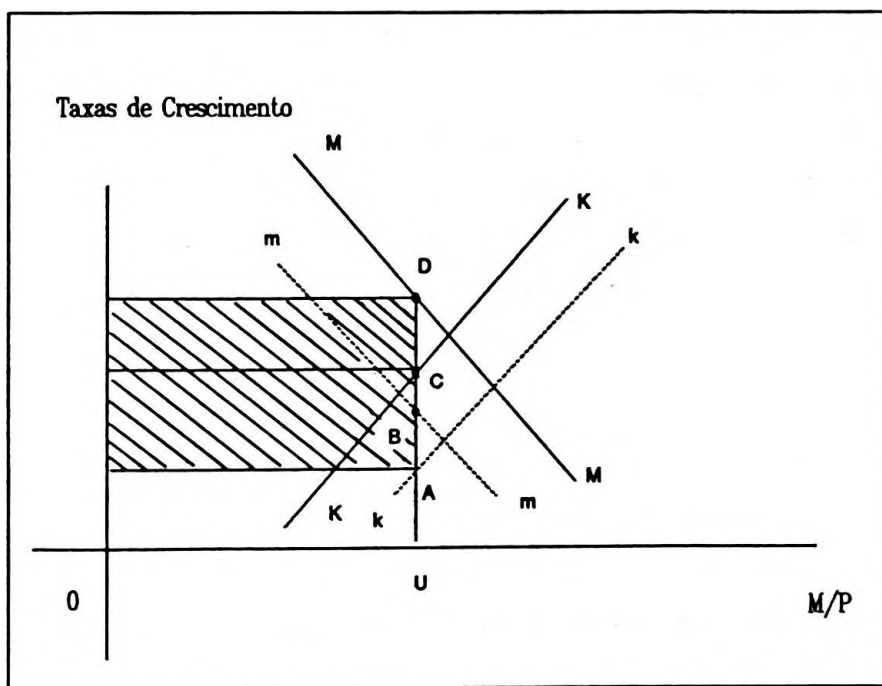


Para refletir a situação característica do Sistema de Bretton Woods, entretanto, é necessário levar em consideração que no período compreendido entre o final da década

de 50 e o começo da década de 70 quase todo o acréscimo no estoque mundial de ouro foi absorvido pelos mercados privados, não se transformando em reservas dos bancos centrais. As reservas internacionais dos países que não os EUA cresceram no período à custa principalmente da diminuição dos estoques de ouro previamente acumulados no tesouro federal norte - americano e da emissão primária de dólares, à medida que os superávits naqueles balanços de pagamentos se contrapunham ao déficit norte - americano. Conseqüentemente os EUA converteram-se no principal supridor de reservas para o sistema monetário internacional.

Esta perspectiva é ilustrada a seguir, onde UD assinala a taxa nominal de juros, UC a taxa real de juros, AC a taxa de crescimento da oferta de bens e serviços, AD a taxa de expansão monetária e DC a taxa de inflação mundial. A distância DB representa tanto a produção como o consumo de ouro, este último por simplificação assumido como totalmente absorvido pelos mercados privados. Assim sendo, a área hachurada marca o total do déficit no balanço de pagamento dos EUA que serve para alimentar a demanda por liquidez do resto do mundo: uma parte consiste na diminuição do estoque de ouro do tesouro americano e a outra corresponde ao entesouramento de dólares.

Gráfico 13: O Equilíbrio do Sist. de Bretton Woods



O argumento pode ser resumido então da seguinte forma. Em um contexto de crescimento econômico os países devem acumular reservas internacionais através de

superávits em seus balanços de pagamentos. Enquanto vigorou o Sistema de Bretton Woods estas reservas assumiram a forma predominante de ouro e dólares. Porque ao preço oficial fixado não havia ofertantes voluntários de ouro, coube ao governo norte - americano satisfazer tanto a demanda dos bancos centrais por ouro quanto as suas necessidades de dólares. Esta é a razão dos crônicos e persistentes déficits no balanço de pagamentos dos EUA.

O paradoxo surge da constatação adicional de que o funcionamento do sistema monetário era tal que sua credibilidade seria quase que certamente erodida com o tempo. De fato, se o governo norte - americano decidisse adotar políticas econômicas que eliminassem completamente o déficit no seu balanço de pagamentos, a demanda por reservas do resto do mundo se confrontaria com uma oferta menor e o "liquidity shortage" daí decorrente poderia prejudicar o crescimento econômico (no limite em que não houvesse mais suprimento adicional de dólares, restando apenas o estoque já emitido e as reservas em ouro, convergir-se-ia para um equilíbrio semelhante àquele associado à vigência do padrão ouro). Se o déficit norte - americano fosse da exata dimensão para garantir um suprimento de reservas compatível com o crescimento econômico mundial em um contexto de inflação reduzida, mesmo assim a credibilidade do sistema ficaria progressivamente minada, pois o crescimento do estoque de dólares vis a vis os estoques de ouro tornaria inevitável em algum ponto do tempo o abandono da paridade oficial fixada em US\$ 35 a onça. Por fim, se o déficit norte - americano se mostrasse excessivo em relação às necessidades mundiais de reservas, o crescimento econômico mundial poderia ser exacerbado no curto prazo, mas a elevação da inflação seria muito mais pronunciada e a ruptura do sistema se daria com rapidez muito maior. Como se verá adiante, o panorama monetário internacional a partir do final da década de 60 passou a assemelhar-se cada vez mais com esta última perspectiva.

3.5) A Crise do Dólar

Os sinais de que o crescimento da liquidez internacional poderia estar se dando a uma velocidade excessiva começaram a multiplicar-se a partir de meados da década de 60.

Nos EUA um conjunto de políticas econômicas tentativamente executado durante a gestão do presidente Kennedy foi mantido e reforçado pelo seu sucessor, Lyndon Johnson. Essas políticas priorizavam o crescimento da demanda agregada como fator

determinante do crescimento econômico, buscando consciente e persistentemente o equilíbrio de pleno emprego com a maior elevação possível da renda da sociedade e a menor taxa de desemprego. Todos os esforços foram feitos para eliminar a possibilidade de ocorrência de crises econômicas⁸. Como consequência as demandas de "welfare" da sociedade foram amplificadas, o que aumentou a presença do governo na economia através de diversos tipos de dispêndios. O financiamento deste padrão de gastos se fez em parte pelo aumento da taxa sobre as pessoas físicas e jurídicas, em parte pelo aumento do endividamento interno, em parte pelo relaxamento da política monetária (devendo-se notar também que a preocupação primeira na época parecia concentrar-se na obtenção de uma taxa de juros que não fosse proibitiva para os investimentos). Deve ser também destacado o papel dos gastos de defesa (guerra do Vietnam) como elemento propulsor adicional da demanda agregada.

Comportamento semelhante foi observado nas principais economias ocidentais. Políticas econômicas eram orientadas no sentido de se prolongar ao máximo o ciclo de crescimento acelerado que prolongava há anos. Como resultado da busca simultânea do equilíbrio de pleno emprego o mais extenso possível, os sinais de superaquecimento a nível mundial passaram a tornar-se inequívocos. Nos quadros 4 e 5 a seguir são exibidos alguns dados que indicam este superaquecimento, devendo-se destacar a explosão dos salários nominais que se verificou a partir dos anos 1968-69. e o crescimento da inflação no final desta mesma década.

É questão das mais complexas determinar o eventual grau de excesso de liquidez que caracteriza certo sistema econômico em determinado período de tempo. A determinação precisa deste eventual excesso de liquidez a rigor exige a comparação da evolução da oferta monetária com a demanda de moeda dos agentes em suas diversas especificações⁹. Usualmente são empregados alguns artifícios para contornar as dificuldades de estimação econométrica associadas àquela determinação precisa, sendo o mais interessante o exame do comportamento dos preços dos ativos reais ao longo do período em estudo.

⁸ Este programa e outras medidas na área de direitos civis, integração regional e combate à pobreza faziam parte do que se convencionou chamar de os planos para a Grande Sociedade ("Great Society"). Uma interessante investigação desse período é feita por Halberstam (1973). É importante notar que esta orientação de política econômica contou com apoios teóricos de peso durante muito tempo, como por exemplo Okun, A. M. (1970) e Tobin, J. (1972).

⁹ Torna-se necessário especificar a demanda por estoques monetários dos indivíduos, bem como a sua demanda por fluxos e a sua demanda por adições ao estoque monetário. É este complexo de especificações de demanda que deve ser cotejado com a evolução da oferta de moeda. A este respeito ver Almonacid (1974), cap 2.

Quadro 4 - Evolução dos Salários Nominais e da Inflação em Países Seleccionados: 1960 - 1973

Países	Salário Nominal por Trabalhador			Inflação			
	1960-65	1965-70	1970-73	1967	1969	1971	1973
EUA	3.4%	6.1%	6.7%	3.4%	4.9%	5.1%	6.6%
Japão	12.5%	13.6%	16.6%	6.0%	4.6%	5.6%	12.9%
Alemanha Oc.	8.6%	8.5%	11.6%	1.6%	4.1%	8.1%	6.3%
França	9.9%	9.0%	11.4%	3.3%	6.4%	5.7%	7.7%
R. Unido	6.0%	8.0%	12.5%	3.8%	2.6%	9.8%	12.9%

Obs (1): "Salário Nominal por Trabalhador" são taxas médias anuais de crescimento que resultam do quociente entre a massa salarial total e o número de empregados em cada ano.

Obs (2): "Inflação" são as taxas anuais de variação do deflator dos produtos internos de cada país.

Fonte: World Tables (1988) e Van Der Wee (1987), modificado.

Nesse sentido as informações contidas no quadro 4 mostram-se úteis, à medida que pode ser detectada clara elevação do nível geral de preços em cada país a partir do final da década de 60 sem que se registrasse nenhum choque de oferta ou fenômeno semelhante que incrementasse substancialmente a taxa de inflação. A elevação dos rendimentos nominais (salários por trabalhador) em ritmo muito superior à evolução do produto interno e possivelmente da produtividade é sintomático e reforça as suspeitas de que a condução da política monetária nos países examinados acabou conduzindo as respectivas economias à uma situação de superemprego a partir do fim da década de 60¹⁰.

¹⁰ Para um exame mais cuidadoso dos conceitos de superemprego, pleno emprego e subemprego que são utilizados neste texto ver apêndice .

Quadro 5 - Evolução dos Meios de Pagamento e da Taxa Real de Juros em Economias Seleccionadas: 1966 - 1971

Países	Meios de Pagamento (% ao ano)		Juros Reais (% ao ano)	
	1966 - 68	1969 - 71	1966 - 68	1969 - 71
EUA	6.9%	6.0%	1.0%	0.7%
Japão	13.7%	23.1%	0.0%	2.3%
Alemanha Oc.	10.5%	10.7%	1.9%	0.0%
França	6.4%	11.3%	1.4%	1.8%
Reino Unido	5.8%	12.2%	1.0%	0.0%

Obs (1): "Meios de Pagamento" consiste na linha "Money as Means of Payment" do World Tables.

Obs (2): "Juros Reais" consiste na taxa nominal de juros nos "money markets" de cada país deflacionada pelos respectivos deflatores dos produtos internos.

Fonte: World Tables (1988) e International Financial Statistics, diversos números.

Por fim, o comportamento da taxa real de juros sempre fornece indicações interessantes a respeito do tipo de equilíbrio que se processa no mercado monetário. O quadro 5 tenta capturar a trajetória dos juros domésticos nas principais economias ocidentais. Como pode ser visto, salvo flutuações acarretadas por intervenções particulares das respectivas autoridades monetárias, nota-se uma trajetória declinante dos juros reais na maior parte dos países. Esta trajetória fica particularmente clara quando se leva em consideração que a taxa média real de juros nos "money markets" estudados era da ordem de 2,0% a 2,5% antes de meados da década de 60 (ver tabela 4 no capítulo 2). Pode-se perceber também notável aceleração do crescimento da oferta monetária em cada país no período, o que é compatível com o comportamento discutido dos juros.

O incremento na velocidade de expansão dos agregados monetários e a conseqüente queda dos juros causariam problemas limitados à esfera da estabilidade doméstica (superaquecimento da economia e aumento da inflação) se cada país tivesse instrumentos para se isolar dos desequilíbrios gerados exogenamente. Sucede que no Sistema de Bretton Woods as taxas de câmbio eram fixas entre as diversas moedas, o que, em conjunto com o crescente fluxo de capitais incentivado por múltiplas iniciativas internacionais, levou à gradual perda de controle sobre os instrumentos de política

econômica em cada país¹¹. Em outras palavras os desequilíbrios gerados internamente eram propagados para o resto do mundo, observando-se fenômenos como excesso de liquidez mundial, especulação generalizada com ativos reais e inflação.

Este processo que por si só já seria preocupante foi em muito agravado por dois fenômenos importantes.

Em primeiro lugar, percebeu-se que os EUA, país que detinha posição estratégica do ponto de vista da estabilidade do sistema monetário internacional, passou a exibir crescente deterioração em seu balanço de pagamentos. Entre 1951 e 1968 o estoque de reservas em ouro do governo norte - americano caiu de US\$ 22,9 bilhões para US\$ 10,9 bilhões, ao mesmo tempo que os ativos denominados em dólares dos bancos comerciais e bancos centrais estrangeiros passaram de US\$ 9,0 bilhões para US\$ 38,5 bilhões. A perda de reservas em ouro aprofundou-se e a balança comercial no começo da década de 70 tornou-se deficitária pela primeira vez desde a Segunda Guerra Mundial. Esta deterioração certamente estava associada ao superaquecimento da economia doméstica norte - americana e às políticas econômicas permissivas que caracterizaram o período. A piora do déficit no balanço de pagamentos dos EUA ampliou a instabilidade do sistema monetário internacional e multiplicou as desconfianças em torno da capacidade de se manter a paridade oficial entre o ouro e o dólar, em um processo que ficou conhecido como a crise de confiança no dólar.¹²

Em segundo lugar observou-se notável desenvolvimento do mercado internacional de eurodólares, o qual contribuiu para criar expressivo efeito multiplicador a partir do crescimento da oferta primária de reservas internacionais (esse último basicamente dado pelos déficits no balanço de pagamentos norte - americano).

¹¹ Mundell (1968), cap. 18, contém a demonstração clássica de que um contexto de taxas de câmbio fixas e livre fluxo de capitais torna ineficaz a atuação da política monetária doméstica em cada país, restando apenas a política fiscal como instrumento de estabilização frente a um desequilíbrio externo. Se a política fiscal não for empregada para diminuir a velocidade de expansão da demanda agregada, como parece ter sido o caso no período analisado, então o conjunto de políticas econômicas não colaborou para resolver os problemas que se multiplicavam internamente.

¹² De fato, a partir de 1965, por exemplo, o governo francês passou a exigir a conversão em ouro de suas reservas internacionais denominadas em dólar.

**Quadro 6 - Balanço de Pagamentos dos EUA:
Itens Selecionados no Período 1964 - 1972 (US\$ Bilhões)**

Itens	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972
Exportações fob	25.5	26.5	29.3	30.7	33.6	36.44	41.9	42.8	48.8
Importações fob	- 18.7	- 21.5	- 25.5	- 26.9	- 33.0	- 35.8	- 39.8	- 45.5	- 55.8
Balança Comercial	6.8	5.0	3.8	3.8	0.6	0.6	2.2	- 2.7	- 7.0
Transações Correntes	5.9	4.4	1.9	1.5	- 0.9	- 1.6	- 0.3	- 3.8	- 9.8
Δ Reservas em Ouro	0.1	1.7	0.7	1.2	1.2	- 1.0	0.3	0.8	0.5

Obs (1): Na rubrica "Reservas em Ouro" o sinal "+" indica perda e o sinal "-" acúmulo.
Fonte: Van Der Wee (1987) e World Tables (1988).

3.6) A Expansão do Mercado de Eurodólares

O ativo denominado eurodólar consiste em um depósito efetuado junto a um banco fora da jurisdição legal do governo emissor dos dólares, ou seja os EUA. A origem do nome vem do fato de que os primeiros bancos a aceitar tais tipos de depósitos localizavam-se na Europa¹³. O surgimento deste mercado relaciona-se com uma questão política, qual seja o desejo da então URSS e dos demais países socialistas de manter

¹³ No princípio a quase totalidade dos recursos transacionados neste mercado eram denominados em dólares. Posteriormente observou-se uma diversificação de moedas, sendo que a proporção tendeu a estabilizar-se em 70% de dólares e 30% de demais divisas, com destaque para o marco alemão, o franco suíço, o yen japonês e a libra inglesa. Sobre esse assunto, ver Williamson (1983), cap. 14.

reservas internacionais em dólares que não fossem sujeitas a um eventual confisco por parte do governo norte - americano. Claramente isto exigia que os recursos fossem aplicados em instituições fora da jurisdição legal dos EUA e os bancos ingleses resolveram primeiro o problema aceitando depósitos em dólares nas praças britânicas a partir do final da década de 50. Ainda como consequência de seu pioneirismo a praça de Londres caracteriza-se como o principal centro financeiro do mercado de eurodólares, mas sua importância vem declinando com o tempo. Outros centros que vêm se destacando são Bruxelas, Amsterdam, Luxemburgo, Milão e Zurique. O mercado de eurodólares acabou expandindo-se para outros continentes e centros como Bahrain (Oriente Médio), Singapura, Hong Kong (Ásia), Bahamas, Barbados, e Ilhas Cayman (Caribe) adquiriram grande importância.

Os depositantes consistem principalmente em bancos comerciais cujos depósitos encontram-se em nível superior àquele que pode ser aplicado em seus mercados domésticos tendo em vista certa taxa ótima de retorno desejada. Destacam-se também bancos centrais, empresas multinacionais, grandes empresas e mesmo indivíduos particulares oriundos de países com legislação cambial flexível. Os tomadores de recursos, por sua vez, são representados basicamente por bancos comerciais que desejam aumentar o "funding" para realizar operações ativas em seus mercados domésticos, governos nacionais, empresas estatais e grandes empresas.

Os depósitos eurodólar são depósitos a prazo de maturação relativamente curta (podem ser inclusive do tipo "overnight"). Os bancos que aceitam tais depósitos tipicamente empregam este "funding" para realizar empréstimos denominados em dólares, os quais são chamados de empréstimos de eurodólares. Os tomadores de recursos normalmente desejam contratar empréstimos com prazo bem mais dilatado do que aquele que caracteriza os depósitos eurodólar, de modo que cabe às instituições financeiras resolver o problema de inconsistência temporal entre seu ativo (empréstimos) e o seu passivo (depósitos). O mecanismo empregado para solucionar o problema é o empréstimo "rollover" atrelados a taxas de juros flutuantes. O tomador de recursos contrata uma operação formal de crédito por seis meses (prazo mais freqüente) com garantia de renovação automática - "rollover" - no final do período. A cada seis meses a operação é repetida, podendo-se assim estender o prazo do empréstimo por oito a doze anos, e a taxa de juros incidente sobre o débito é recalculada de modo a compatibilizar-se com as taxas de mercado e com a remuneração paga aos depositantes.

Quadro 7 - Ritmo de Expansão das Reservas Internacionais 1965 - 1973
(Valores em US\$ Bilhões Correntes)

Anos	Total de Depósitos no Euromercado	Fluxo Anual de Depósitos no Euromercado	Conta de Capitais dos EUA	Perda de Reservas	"Proxy" do Déficit dos EUA	Incremento das Reservas Internacionais
1965	11.5	2.5	5.2	1.3	6.5	9.0
1966	14.5	3.0	2.1	0.7	2.8	5.8
1967	17.5	3.0	4.5	0.1	4.6	7.6
1968	25.0	7.5	-2.4	-0.9	-3.3	4.2
1969	44.0	19.0	-4.5	-1.2	-5.7	13.3
1970	57.0	13.0	10.6	2.9	13.5	26.5
1971	71.0	14.0	26.9	3.0	29.9	43.9
1972	92.0	21.0	1.4	0.7	2.1	23.1
1973	132.0	40.0	12.4	0.2	12.6	52.6

Obs (1): Nas rubricas "Conta de Capitais dos EUA", "Perda de Reservas" e "Proxy do Déficit dos EUA" o sinal "+" indica expansão do estoque de dólares no resto do mundo e o sinal "-" diminuição.

Obs (2) : A rubrica "Incremento das Reservas Internacionais" é dada pela adição da coluna "Proxy do Déficit dos EUA" com a coluna "Fluxo de Depósitos no Euromercado".

Fonte: Van der Wee (1987) e OECD (1983).

O quadro 7 mostra a extraordinária expansão do mercado de eurodólares a partir de meados da década de 60. Quaisquer que tenham sido as razões para este crescimento, o fato é que o efeito multiplicador sobre a oferta primária de reservas internacionais (déficit no balanço de pagamentos dos EUA) foi intenso ao longo do período estudado. Este efeito também é indicado no quadro a seguir, onde adiciona-se a variação no estoque de depósitos no euromercado em cada ano (toma-se, portanto, o fluxo de crescimento do euromercado) a uma "proxy" do incremento de dólares no mercado financeiro internacional, qual seja o fluxo de capitais dos EUA para o resto do mundo mais a perda de reservas norte- americana em cada ano.

Se a expansão da oferta de reservas internacionais estava ocorrendo a uma velocidade excessiva, como parece ser indicado pelos dados analisados, então os efeitos colaterais deste processo deveriam fatalmente aparecer na forma de movimentos especulativos contra o sistema de paridade cambial estabelecido em Bretton Woods. Com efeito, os problemas nesta área não tardaram a multiplicar-se.

3.7) O Começo do Fim

As perspectivas do sistema de paridades cambiais começaram a deteriorar-se com mais rapidez a partir de 1967, quando a libra esterlina foi desvalorizada após sucessivos desmentidos de que isso ocorreria e após um período de cinco anos e meio sem que tivesse ocorrido qualquer alteração na paridade das principais moedas (a desvalorização frente ao dólar foi de 14,3%, acima, portanto, do teto de 10% que evitava a interferência direta do FMI no processo de ajuste). Essa desvalorização teve como uma de suas principais conseqüências generalizar a desconfiança quanto à capacidade de os EUA continuarem garantindo a paridade entre o ouro e o dólar ao preço oficial fixado. Uma corrida especulativa contra o dólar e em direção ao ouro desenvolveu-se com especial intensidade no começo de 1968, ensejando a realização de uma conferência internacional em Washington entre os principais países participantes do sistema para tentar recuperar o controle da situação.

A principal decisão oriunda desta conferência foi a criação de um mercado dual de ouro. O preço oficial de US\$ 35 a onça seria válido apenas para transações entre bancos centrais e a cotação do metal no mercado privado seria dada livremente pela interação entre oferta e demanda. Esta decisão não consistiu em violação dos princípios do sistema de Bretton Woods, uma vez que nunca foi estabelecida uma obrigação formal de fornecer ouro para o mercado privado à cotação oficial. No entanto, ela não pode evitar o aparecimento de dois fenômenos perigosos do ponto de vista da estabilidade do sistema.

Em primeiro lugar manifestou-se a lei de Gresham no que diz respeito à utilização de reservas e o entesouramento do ouro praticamente tirou-o de circulação como ativo financeiro internacional. Em segundo lugar, passou a ficar cada vez mais claro para o conjunto de bancos centrais que o acesso intensivo à faculdade de converter suas reservas em dólares em ouro à cotação oficial junto ao tesouro norte - americano certamente provocaria a suspensão desse direito em algum ponto do tempo. Dado que houve uma concordância implícita quanto a este novo "status quo", o sistema monetário

internacional acabou aproximando-se bastante daquilo que poderia ser chamado de padrão dólar puro.

Sucedem que o novo "padrão" não se mostrou mais estável que o seu antecessor, de modo que os anos que se seguiram foram marcados por uma série de crises especulativas de intensidade crescente. As erupções mais fortes consistiram em corridas contra o franco francês (1968-69) e a libra esterlina (1968) e a favor do marco alemão (1968-69), contra o franco belga (agosto de 1969) e depois a favor dele (outubro de 1969), e a favor do dólar canadense (maio de 1970). Insistentes declarações políticas quanto à imperiosidade da manutenção da estabilidade cambial eram feitas imediatamente antes dos anúncios de desvalorizações e valorizações das principais moedas, o que erodia progressivamente a confiança na estabilidade do sistema.

Este processo acabou levando à tão temida crise de confiança generalizada no dólar norte-americano, que tomou a forma de sucessivas crises especulativas contra esta divisa e a favor das demais moedas fortes. Da parte do setor privado, este fenômeno manifestou-se com especial clareza depois da adoção de uma variante de política monetária particularmente expansiva por parte do Fed (o banco central dos EUA) no começo de 1971. Já em agosto era visível o desconforto quanto à situação do dólar por parte dos agentes oficiais (bancos centrais e respectivos governos). Com efeito, a partir de 1971 multiplicaram-se as medidas de controle sobre o movimento internacional de capitais visando inibir a acumulação indesejada de reservas e reduzir os efeitos domésticos negativos do grande influxo de dólares que estava se processando¹⁴. Dois mecanismos básicos foram utilizados pelos diversos países, a saber a proibição da compra de títulos domésticos por parte de investidores não residentes e a criação de mercados duais de câmbio.

Restrições foram impostas sobre os sistemas bancários domésticos em relação à aceitação de depósitos de não residentes e à "exposure" externa (relação entre ativos e passivos denominados em moeda estrangeira) em países como França, Itália, Bélgica, Japão e Inglaterra. O Japão passou a restringir a tomada de empréstimos no exterior e a Inglaterra proibiu que as instituições financeiras aceitassem depósitos de não residentes ou que tomassem empréstimos fora da "Sterling Area". França, Bélgica e Alemanha intensificaram os requerimentos de reservas bancárias compulsórias quando da presença de "liabilities" de investidores não residentes. França, Holanda, Inglaterra e Alemanha determinaram a suspensão total ou parcial do pagamento de juros a não residentes, enquanto estes mesmos países mais o Japão aumentaram os controles sobre a venda de

¹⁴ A bibliografia básica sobre esse tópico é dada pelos Annual Report on Exchange restrictions do FMI.

títulos domésticos para não residentes. Bélgica, França Holanda e Luxemburgo criaram também mercados duais de câmbio para isolar os efeitos adversos do movimento de capitais externos. Surgiram também medidas no sentido de estimular a saída de capitais. Na França foram eliminadas quase todas as restrições à entrada de títulos estrangeiros no país, assim como à transferência de ativos de emigrantes para o exterior. O Japão relaxou o controle sobre o fluxo de saída de investimentos de longo prazo através principalmente do incremento das facilidades em relação à compra de títulos externos por parte de investidores japoneses. A Inglaterra promoveu sucessivas reduções nos mecanismos de controle sobre os investimentos diretos realizados em outros países, bem como os investimentos de "portfolio" efetuados em países membros da Comunidade Econômica Européia (CEE). Os controles sobre a movimentação de capitais foram também grandemente reduzidos. Os investimentos externos ingleses foram beneficiados com o direito de utilizarem-se da taxa de câmbio oficial.

A estas reações defensivas somou-se à constatação norte - americana de que o "padrão" dólar não mais estava servindo aos seus interesses nacionais, especialmente pelo fato de estar permitindo substancial apreciação da sua moeda vis a vis as demais divisas. O governo norte - americano decidiu então tomar medidas unilaterais para forçar o processo de ajustamento por parte dos demais países (particularmente a apreciação de sua moedas em relação ao dólar) e em 15 de agosto de 1971 o presidente Nixon anunciou o fim do compromisso de convertibilidade do dólar em ouro à cotação oficial fixada.

A suspensão do princípio da convertibilidade deixou poucas alternativas de políticas de estabilização para os demais países, de maneira que a adoção de taxas de câmbio flutuantes para se isolar das perturbações que se multiplicavam no cenário financeiro internacional tornou-se quase que uma imposição das circunstâncias. A instabilidade chegou a um tal ponto que houve concordância geral quanto à urgente necessidade de se promover nova conferência internacional para tentar reconstruir qualquer coisa que se assemelhasse a um novo sistema monetário internacional. O primeiro passo dessa reconstrução deveria ser a fixação de uma nova paridade cambial, o que foi efetivamente alcançado na conferência realizada no Instituto Smithsonian em dezembro de 1971. O realinhamento cambial envolveu uma pequena desvalorização do dólar norte - americano em relação ao ouro (8%) e algumas revalorizações de divisas fortes em relação ao dólar.

O novo sistema monetário internacional começou a dar sinais de colapso apenas sete meses depois de ser implementado. Em julho de 1972 uma corrida especulativa contra a libra esterlina levou o governo britânico a retomar o sistema de taxas de câmbio

flutuantes e em fevereiro de 1973 os sucessivos movimentos especulativos contra diversas divisas obrigaram à realização de nova rodada de realinhamentos cambiais. A persistência de corridas especulativas arruinou o realinhamento apenas duas semanas depois de efetuado, o que tornou patente a insustentabilidade do sistema de paridades fixas de câmbio para contornar os problemas que se manifestavam no sistema monetário internacional. Tornou-se então imperativo abandonar de vez os compromissos cambiais estabelecidos em Bretton Woods e os países desenvolvidos decidiram adotar o sistema de taxas de câmbio flutuantes entre si.

3.8) O "Não Sistema" Posterior

O conjunto de procedimentos adotado pelos diversos países após o fim do sistema de Bretton Woods em relação a questões como mecanismos de ajustamento e financiamento de balanço de pagamentos e a provisão de reservas internacionais é por demais desarticulado para ser classificado sob a rubrica de qualquer tipo de regime ou ordem internacional. É por este motivo que o período iniciado em março de 1973 com a decisão coletiva dos países desenvolvidos de adotar taxas de câmbio flexíveis entre si será denominado o "não sistema" ¹⁵.

A revisão dos estatutos do FMI feita em janeiro de 1976 na Jamaica oficializou uma situação "de facto" e permitiu aos países membros adotar taxas de câmbio fixas ou flexíveis. Se a opção fosse por taxas fixas, podia-se fixar a paridade cambial frente a uma única moeda ou a uma cesta de moedas, ou então ao Special Drawing Rights (SDR) do FMI, ou ainda fixar as paridades de algumas moedas entre si. Foi vedado apenas o atrelamento de divisas ao ouro. Não foram impostos limites quanto à magnitude das correções cambiais a serem feitas para conservar a paridade real e nem quanto à sistemática de correção (grandes desvalorizações descontínuas ou pequenos ajustamentos periódicos). Se a opção fosse por taxas flexíveis, por outro lado, existiria a obrigação teórica de se submeter à supervisão do FMI. No entanto, como esse organismo nunca estabeleceu normas claras em relação aos limites que deveriam ser observados na flutuação cambial, na prática os bancos centrais e o mercado financeiro internacional passaram a determinar a evolução das taxas.

Os países adotaram então uma miríade de regimes cambiais. De um modo geral as taxas de câmbio das nações mais desenvolvidas flutuaram entre si, embora esta flutuação

¹⁵ Williamson (1983) também adota essa denominação.

ficasse sujeita à intervenção dos respectivos bancos centrais para impedir oscilações excessivas e indesejáveis. Houve vários países da CEE, entretanto, que mantiveram taxas de câmbio fixas entre si (ao mesmo tempo em que flutuavam em relação às demais divisas) de acordo com um mecanismo que se convencionou chamar inicialmente de "snake".¹⁶ Cerca de cinquenta países - em sua grande maioria localizados na América Latina e no bloco socialista, além de outros espalhados na África, no Oriente Médio e na Oceania - decidiram atrelar suas moedas à evolução do dólar norte-americano. Quatorze antigas colônias ou áreas de influência francesas atrelaram suas moedas ao franco, enquanto cerca de trinta nações passaram a administrar suas taxas de câmbio segundo uma cesta de moedas e quinze seguiram a evolução do SDR do FMI. Diversos outros pequenos países optaram por atrelar suas moedas a divisas internacionais fortes, geralmente provenientes de países que no passado exerceram dominação colonial sobre eles.

No caso particular da América Latina é interessante destacar o particular arranjo cambial adotado. Seja por causa dos fortes laços econômicos, seja por causa da influência geopolítica, seja por recomendação de organismos internacionais¹⁷, optou-se por se manter o sistema de taxas de câmbio fixas em relação ao dólar. Ademais, não foram levantadas restrições em relação ao movimento de capitais externos, podendo-se creditar este fato em grande parte à crença convencional de que o influxo de recursos externos era saudável e constituía-se em complemento desejável à poupança doméstica no esforço de desenvolvimento que se empreendia. Por conseguinte, enquanto as economias mais desenvolvidas do Ocidente construíam mecanismos para impedir a entrada de recursos externos considerados como excessivos e estimulavam a saída de capitais, os países da América Latina adotavam estratégia exatamente oposta, criando todas as condições para a absorção de capitais internacionais. As conseqüências desta opção não tardariam a se manifestar.

3.9) O Mundo dos Anos 70

Ao iniciar-se a década de 70 a maior parte das economias ocidentais encontrava-se simultaneamente empregando políticas econômicas expansionistas de modo a se

¹⁶ Posteriormente (1979) evoluiu-se para o que é hoje conhecido como Sistema Monetário Europeu - SME.

¹⁷ Deve-se notar que havia também suporte teórico a esta opção, destacando-se o argumento das "optimum currency areas". A principal referência a este respeito é Johnson & Swoboda (1973).

atingir os objetivos de máximo crescimento possível e pleno emprego. Ao mesmo tempo, o sistema monetário internacional encontrava-se em franco processo de deterioração, com múltiplos sinais de excesso de liquidez e desequilíbrios em balanços de pagamentos de economias importantes (como os EUA).

Além da acelerada taxa de crescimento dos produtos internos, seria de se esperar que um cenário como esse engendrasses processos bem característicos e definidos. Em primeiro lugar a elevada expansão da oferta internacional de divisas (predominantemente denominada em dólares) em conjunto com o aumento progressivo das restrições à entrada de capitais externos nos países mais desenvolvidos deveria provocar sensível redução nas taxas internacionais de juros, a menos de uma expansão acentuada na demanda internacional de reservas. Viu-se no capítulo 2 que o panorama das taxas internacionais de juros entre o final dos anos 60 e o final da década de 70 foi o de taxas fortemente negativas, o que confirma as suspeitas de que o crescimento da liquidez internacional estava ocorrendo em ritmo muito acima daquilo que seria compatível com a demanda dos agentes.

Quadro 8: Taxas Internacionais de Juros no Período 1970 - 1980 (% a.a.)

Anos	Inflação Internacional	Taxa Real Eurodólar	Taxa Real "Prime Rate"
1970	6.25%	2.14%	1.56%
1971	5.88%	0.66%	- 0.15%
1972	5.56%	- 0.09%	- 0.29%
1973	8.30%	0.87%	- 0.26%
1974	12.34%	- 1.18%	- 1.37%
1975	11.65%	- 4.17%	- 3.39%
1976	7.75%	- 2.01%	- 0.84%
1977	7.47%	- 1.37%	- 0.60%
1978	7.72%	0.94%	1.24%
1979	8.48%	3.33%	3.86%
1980	10.13%	3.68%	4.67%

Obs (1): A inflação internacional é medida pelos "GNP Deflators - All Industrial Countries" exibidos pelos diversos "World Economic Outlooks" do FMI.

Fonte: Tabelas 2 e 3 do capítulo 2.

O quadro 8 resume as principais estatísticas relevantes. Note-se que a "prime rate" fixada pelos maiores bancos norte - americanos é a primeira a decrescer no começo dos

anos 70, devendo-se creditar este fato em parte aos efeitos do relaxamento da política monetária efetuado pelo Fed no período, conforme assinalado anteriormente. Da mesma forma a "prime rate" é a primeira a elevar-se quando a condução da política monetária norte - americana sofre uma reviravolta no final da década.

Deve-se destacar que a perspectiva aqui discutida permite entender um dos aspectos não explicados pela interpretação tradicional, qual seja o excesso de oferta de recursos sobre a demanda em um período onde supostamente os países dependentes da importação de petróleo deveriam estar pressionado as taxas internacionais de juros. Quaisquer que tenham sido as necessidades de financiamento de balanços de pagamentos após o choque do petróleo, elas foram certamente muito inferiores à expansão da liquidez internacional que se processava, de modo que os juros reais que estavam negativos antes de 1973 tornaram-se ainda mais negativos posteriormente.

As taxas reais de juros negativas características do período e o generalizado surto de crescimento dos produtos internos das economias ocidentais que se processava (ver quadro 9) criaram todas as condições para que se verificasse forte valorização de ativos reais no contexto do comércio mundial.

Quadro 9 - Taxas de Crescimento do PIB em Países Selecionados: 1968 - 1973

Países	1968	1969	1970	1971	1972	1973
EUA	4.2%	2.8%	- 0.1%	3.4%	5.2%	5.1%
Japão	10.4%	12.5%	12.1%	4.3%	8.5%	7.9%
Alemanha Ocid.	5.8%	7.5%	5.1%	3.0%	4.2%	4.7%
França	4.2%	7.1%	5.7%	5.5%	5.9%	5.3%
Reino Unido	2.7%	3.9%	1.5%	2.4%	2.7%	2.2%
Brasil	11.5%	9.7%	10.2%	11.3%	12.0%	14.0%
México	8.1%	6.5%	12.8%	4.0%	8.6%	8.4%
Argentina	3.9%	9.4%	5.9%	3.8%	1.8%	3.2%

Obs (1): As taxas de variação referem-se aos PIB's calculados a preços constantes de 1980 para as respectivas moedas.

Fonte: World Tables (1988).

Com efeito a tabela 8 ilustra com clareza o processo de elevação da cotação das principais "commodities" que se processou a partir do fim da década de 60 até o final da década seguinte (com uma breve interrupção em 1975, exceto para o petróleo). Em se

tratando do petróleo em particular, é interessante notar que o preço do produto começou a aumentar acentuadamente em 1971, depois de uma década de estabilidade em termos nominais (computando-se a inflação ocorrida no período, chega-se à conclusão que o preço real do produto encontrava-se em trajetória declinante). Assim sendo, antes da ocorrência do primeiro choque em outubro de 1973 já se havia observado encarecimento de 78% no preço do petróleo em um espaço de apenas três anos. Por conseguinte, parece lícito especular que a ação do cartel da OPEP de 1973 em diante consistiu muito mais em multiplicar e prolongar o encarecimento do produto que já se processava no mercado do que em criá-los "ex nihil". Deve-se considerar adicionalmente que, enquanto persistiram as condições excepcionalmente favoráveis de demanda e de liquidez internacional, os preços do petróleo continuaram em elevação nominal (permitindo inclusive a eclosão de um novo choque em 1979-80). A reversão dessa trajetória operou-se apenas quando da elevação das taxas internacionais de juros e do início de um ciclo recessivo na economia mundial a partir do começo dos anos 80¹⁸.

Mais um importante fenômeno que se manifestou ao longo do período em análise foi o excepcional crescimento do mercado internacional privado de empréstimos. Substituindo as instituições multilaterais como principais provedores de recursos externos as instituições financeiras privadas dos países desenvolvidos multiplicaram suas operações ativas por todo o mundo em escala até então nunca vista. Mesmo levando em consideração os significativos avanços tecnológicos que se processaram na atividade de intermediação financeira (com destaque para os avanços ocorridos nas áreas de comunicações e processamento de dados), não se pode compreender esta expansão sem contabilizar o papel exercido pelas sucessivas restrições à entrada de capitais externos por parte dos países mais desenvolvidos, suas iniciativas incentivando a exportação de capitais e, em um momento posterior, a reciclagem dos superávits comerciais auferidos pelos países produtores de petróleo. O mercado de eurodólares passou a se destacar como o principal centro promotor de empréstimos internacionais, tendo o volume de recursos ali transacionado elevado-se de maneira espetacular (ver tabela 9 a seguir).

¹⁸ Não se pode deixar de mencionar também os esforços empreendidos desde 1973 para modificar a matriz energética dos países no sentido de torná-las menos dependentes do petróleo e para encontrar fontes alternativas de energia. Isso implicou diminuição relativa da demanda mundial por petróleo vis a vis os níveis observados antes de 1973.

Tabela 8
Evolução da Cotação Internacional de "Commodities"
Período 1957 - 1985: Índices: 1980 = 100

Anos	Índice Geral	Variação Anual	Alimentos	Variação Anual	Bebidas	Variação Anual	Matéria-Prima Agrícola	Variação Anual	Petróleo	Variação Anual
1957	34.1		35.0		35.7		28.8		6.3	
1958	31.9	-6.5%	32.8	-6.3%	36.1	1.1%	25.7	-10.8%	6.3	0.0%
1959	31.4	-1.6%	32.6	-0.6%	31.0	-14.1%	28.0	8.9%	5.8	-7.9%
1960	31.4	0.0%	32.1	-1.5%	28.4	-8.4%	29.4	5.0%	5.7	-1.7%
1961	31.3	-0.3%	32.8	2.2%	28.5	0.4%	28.8	-2.0%	5.5	-3.5%
1962	31.3	0.0%	33.5	2.1%	25.8	-9.5%	29.0	0.7%	5.5	0.0%
1963	31.8	1.6%	35.2	5.1%	25.5	-1.2%	28.5	-1.7%	5.5	0.0%
1964	33.7	6.0%	36.2	2.8%	28.6	12.2%	27.2	-4.6%	5.5	0.0%
1965	33.8	0.3%	35.3	-2.5%	26.0	-9.1%	28.2	3.7%	5.5	0.0%
1966	35.7	5.6%	37.6	6.5%	27.2	4.6%	29.4	4.3%	5.5	0.0%
1967	34.4	-3.6%	37.5	-0.3%	27.4	0.7%	28.5	-3.1%	5.5	0.0%
1968	33.9	-1.5%	35.8	-4.5%	27.7	1.1%	28.4	-0.4%	5.5	0.0%
1969	35.3	4.1%	36.5	2.0%	29.2	5.4%	29.2	2.8%	5.5	0.0%
1970	37.1	5.1%	38.4	5.2%	31.8	8.9%	29.8	2.1%	5.5	0.0%
1971	36.2	-2.4%	39.6	3.1%	28.8	-9.4%	29.5	-1.0%	6.7	21.8%
1972	38.9	7.5%	42.8	8.1%	31.6	9.7%	33.6	13.9%	7.2	7.5%
1973	63.1	62.2%	77.2	80.4%	40.1	26.9%	53.7	58.8%	9.8	36.1%
1974	76.4	21.1%	95.4	23.6%	48.6	21.2%	55.9	4.1%	34.9	256.1%
1975	63.9	-16.4%	76.5	-19.8%	45.7	-6.0%	47.5	-15.0%	37.5	7.4%
1976	69.4	8.6%	71.7	-6.3%	84.6	85.1%	60.8	28.0%	40.2	7.2%
1977	76.7	10.5%	69.7	-2.8%	147.0	73.8%	62.1	2.1%	43.0	7.0%
1978	77.8	1.4%	78.9	13.2%	109.9	-25.2%	66.7	7.4%	44.1	2.6%
1979	94.6	21.6%	92.1	16.7%	114.4	4.1%	92.0	37.9%	60.3	36.7%
1980	100.0	5.7%	100.0	8.6%	100.0	-12.6%	100.0	8.7%	100.0	65.8%
1981	89.9	-10.1%	96.8	-3.2%	79.3	-20.7%	87.5	-12.5%	113.2	13.2%
1982	80.6	-10.3%	82.1	-15.2%	79.6	0.4%	83.7	-4.3%	117.5	3.8%
1983	85.6	6.2%	89.3	8.8%	86.1	8.2%	85.2	1.8%	101.7	-13.4%
1984	87.4	2.1%	88.6	-0.8%	100.0	16.1%	91.4	7.3%	100.0	-1.7%
1985	76.0	-13.0%	74.9	-15.5%	88.3	-11.7%	77.8	-14.9%	97.5	-2.5%

Obs(*): O Índice Geral descreve o comportamento dos preços em dólares de 44 "commodities" reunidas em quatro grupos: alimentos, bebidas, matéria prima agrícola e metais (excluem-se metais preciosos e combustíveis). O índice referente ao petróleo descreve o comportamento do preço em dólar do petróleo comercializado pela Arábia Saudita.

Fonte: International Financial Statistics - Supplement on Price Statistics, Supplement Series nº 12, IMF 1986 pp. 36 - 37.

Cotações de "Commodities" 1957 - 1985

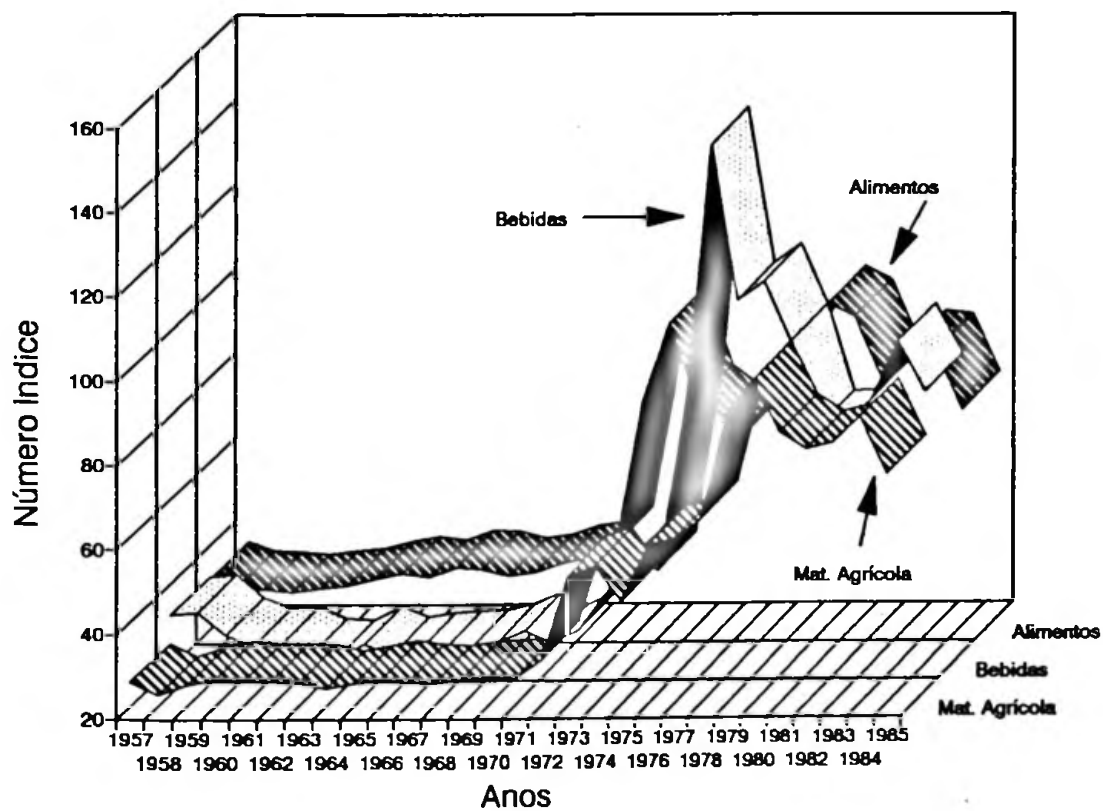
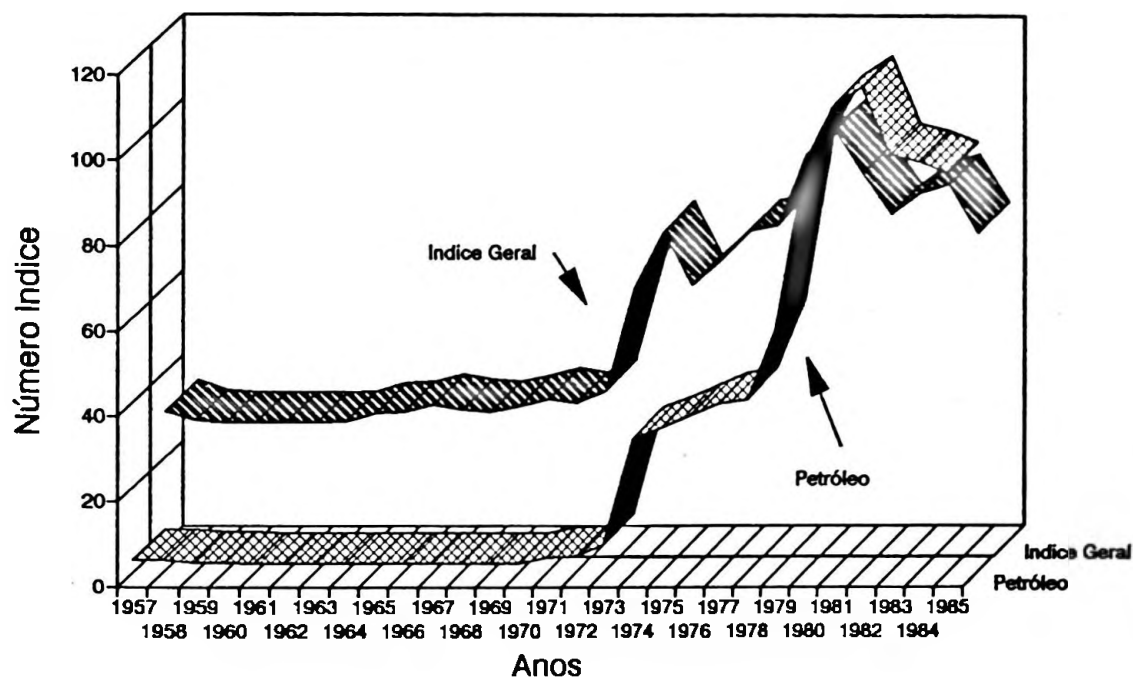


Tabela 9

Fundos Estimados do Euromercado 1964 - 1981
Valores Nominais e Reais (US\$ bilhões de 1980)

Ano	Europa Ocidental	E.U.A.	Outros Países Desenvolvidos	Europa Oriental	Centros "Off Shore"	OPEP	Países em Desenvolvimento	Outros	Total Nominal	Total Real	Varição Real
1964	4.4	1.5						3.1	9.0	25.9	
1965	6.6	1.3						3.6	11.5	32.3	24.5%
1966	8.4	1.1	1.7	0.4				2.9	14.5	38.3	21.6%
1967	9.6	1.7	2.4	0.4				3.4	17.5	46.1	17.2%
1968	13.2	3.2	3.3	0.6				4.7	25.0	63.1	37.1%
1969	21.7	4.1	6.7	1.4				10.1	44.0	105.8	67.5%
1970	27.7	4.5	9.6	1.7				13.5	57.0	129.0	21.9%
1971	32.4	6.1	12.6	2.3				17.6	71.0	151.7	17.6%
1972	35.2	6.9	13.9	3.4				32.6	92.0	186.2	22.8%
1973	50.8	9.5	27.5	3.7	12.5	10.0	14.8	3.4	132.0	246.7	32.5%
1974	67.8	11.9	27.2	5.1	17.8	29.1	15.5	2.6	177.0	294.5	19.4%
1975	79.5	15.4	28.2	5.4	21.8	34.6	16.2	3.9	205.0	305.5	3.7%
1976	86.7	18.8	31.8	6.4	30.1	45.2	21.3	6.7	247.0	341.6	11.8%
1977	117.3	25.4	27.2	7.0	33.4	54.5	29.6	5.6	300.0	386.1	13.0%
1978	144.5	37.0	39.2	8.8	46.4	54.7	38.8	7.6	377.0	450.4	16.7%
1979	174.0	50.5	46.9	13.0	54.0	81.0	46.6	9.0	475.0	523.1	16.1%
1980	211.0	59.7	55.6	12.8	69.3	109.8	45.3	11.5	575.0	575.0	9.9%
1981	252.5	84.5	62.7	11.9	77.9	109.4	46.2	15.9	661.0	608.1	5.8%

Fonte: OCDE (1983), pp. 138.

OBS (1): Até dezembro de 1977 "Europa Ocidental" cobria Bélgica, Canadá, França, Alemanha Ocidental, Itália, Luxemburgo, Países Baixos, Suécia, Suíça, e o Reino Unido. Desde dezembro de 1977 incluiu-se também Áustria, Dinamarca e Irlanda, países que não mais figuraram na rubrica "Outros Países Desenvolvidos".

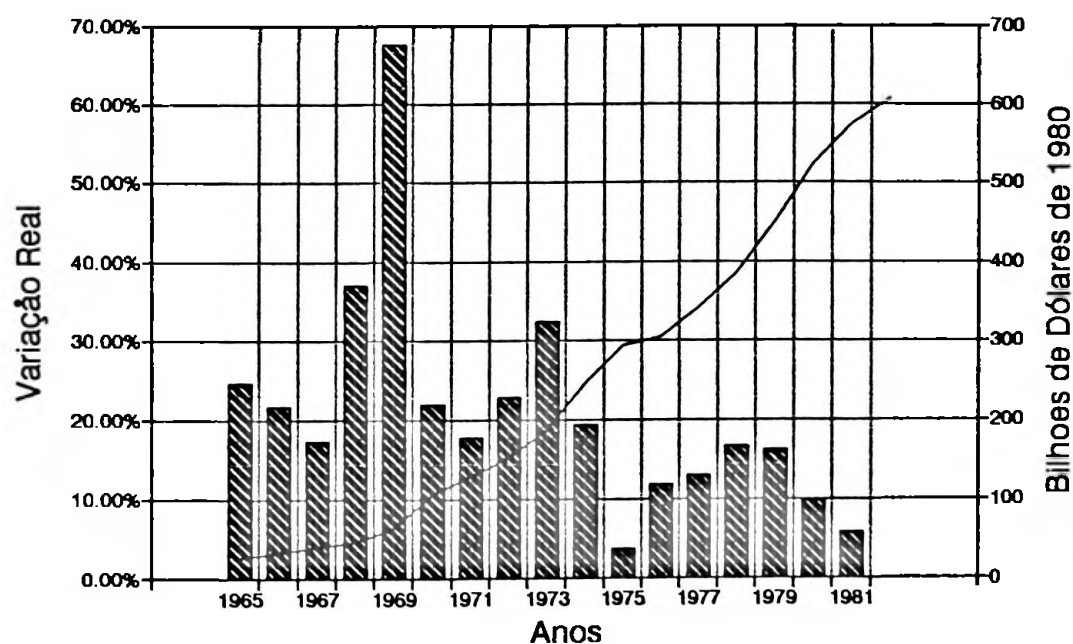
OBS (2): "Europa Oriental" exclui as posições de bancos localizados na Alemanha Ocidental vis-à-vis a Alemanha Oriental.

OBS (3): "Centros Off Shore" são Bahamas, Barbados, Bermuda, Ilhas Cayman, Hong Kong, Líbano, Libéria, Antilhas Holandesas, Panamá, Singapura, Vanuatu, e demais Índias Ocidentais Britânicas.

OBS (4): "OPEP" inclui Bahrain, Brunei, Oman e Trinidad & Tobago.

Crescimento Real do Euromercado

Período 1965 - 1981



3.10) A América Latina nos Anos 70

O papel exercido pelas políticas econômicas domésticas de vários países que mantiveram sua taxa de câmbio fixas em relação ao dólar é especialmente importante para se compreender o processo de endividamento que culminou com a sucessão de crises de balanços de pagamento a partir do começo da década de 80. No caso particular da América Latina, ao longo da década foram observadas medidas de política econômica e de planejamento governamental destinados a incentivar a absorção de recursos externos em suas diversas formas (empréstimos, investimentos diretos, e assim por diante). Com efeito, uma pequena investigação histórica centrada em três importantes países - Brasil, México e Argentina - permite ilustrar o ponto em questão.

O conjunto de reformas econômicas empreendidas no Brasil a partir de 1964 contemplou diversas medidas destinadas a ampliar o grau de abertura para o exterior do sistema econômico doméstico, incluindo-se aí iniciativas no sentido de incrementar a integração com a comunidade financeira internacional. Desde o final da década de 60 o endividamento externo brasileiro vinha aumentando em ritmo acelerado, mas não se podia divisar nenhuma política intencional de endividamento que fosse muito além dos anúncios oficiais de que o crescimento do passivo externo brasileiro era a contrapartida do ingresso de poupanças externas para ajudar no esforço de crescimento. Foi com a eclosão do primeiro choque do petróleo em 1973 e a posse de um novo governo em 1974 que assistiu-se pela primeira vez em décadas a elaboração de um programa de desenvolvimento capitaneado pelo governo com o recurso maciço ao endividamento externo.

Com efeito, o II Plano Nacional de Desenvolvimento (II PND) partia da premissa de que a melhor resposta ao desequilíbrio externo consistia na ampliação da oferta interna, especialmente daqueles setores que caracterizavam-se por grande dependência de insumos estrangeiros. O II PND tinha como objetivo seus: i) que a taxa de crescimento do PIB entre 1974 e 1979 fosse da ordem de 10% ao ano, com a indústria crescendo a 12% ao ano, a agricultura a 7% ao ano e as exportações aumentando 150% no período; ii) que se processasse a substituição de importações no setor de bens de capital e insumos básicos (química pesada, siderurgia, metais não ferrosos e minerais não metálicos); iii) que fossem desenvolvidos grandes projetos de exportação de matérias primas (principalmente alumínio, celulose, ferro e aço); iv) aumentar drasticamente a produção interna de petróleo e a capacidade de geração das fontes de energia alternativa (destaque para o PROÁLCOOL, para a energia atômica e a energia elétrica), desenvolver

o sistema de transporte ferroviário e o sistema de telecomunicações, realizar amplo programa de eletrificação rural, irrigação e construção de centrais de abastecimento e armazéns.

Para atingir este conjunto de objetivos o governo agiu no sentido de: i) promover transferência compulsória de poupanças privadas para o financiamento dos novos investimentos; ii) obter financiamentos externos e atrair capitais estrangeiros (se possível sob a forma de "joint ventures") sobretudo para os empreendimentos voltados para a exportação; iii) canalizar incentivos, subsídios e outros favores fiscais através do Conselho de Desenvolvimento Industrial (CDI), o qual deveria administrar também as isenções relacionadas às importações de máquinas e equipamentos; e iv) mobilizar as empresas estatais para a realização de grandes investimentos em suas respectivas áreas (inclusive no que diz respeito à captação de recursos no exterior).

O sucesso do II PND em alcançar as metas almeçadas é ainda questão bastante controversa¹⁹. O que não pode ser factualmente contestado é o impacto do programa nas contas externas brasileiras. Calcula-se que entre 1974 e 1979 tenham ingressado no país cerca de US\$ 40 bilhões a título de financiamento dos investimentos, sendo que 85% na forma de empréstimos e os outros 15% em diversas rubricas da conta de capitais do balanço de pagamentos. As dificuldades geradas por este massivo influxo de recursos foram consideráveis. Visando não propiciar um crescimento excessivo dos meios de pagamento domésticos, as autoridades econômicas brasileiras viram-se forçadas a empreender uma estratégia ativa de esterilização de reservas por meio de operações de "open market" e ampliação da dívida pública interna. Isto criou o conhecido círculo vicioso onde a colocação agressiva de títulos junto ao público pressiona para cima as taxas domésticas de juros, o que por sua vez incentivava movimentos de arbitragem com as taxas internacionais de juros via fluxos de capitais de curto prazo²⁰.

É certo que o país conseguiu atravessar o crítico período pós - choques externos com notável taxa de crescimento de seu produto interno, do consumo e do nível de investimento. A taxa média de crescimento do PIB entre 1974 e 1979 foi de 6,4% ao ano, a do consumo privado de 7,2%, enquanto que o nível de investimento manteve-se em

¹⁹ Ver, por exemplo, a famosa polêmica entre Castro (1985) e Lessa (1974).

²⁰ O custo para o tomador brasileiro de recursos no mercado financeiro internacional durante o período 1974 - 79 era, segundo Moreira (1988), pp. 17, da ordem de 2% a 3% reais ao ano, tendo como base a LIBOR média mais "spreads" e "flat fees". O nível doméstico de juros reais, por sua vez, oscilou entre 10% e 20% ao ano nesta mesma época, de acordo com Rocca (1988), pp.21, o que permite quantificar a margem de ganho em operações de arbitragem. Para o investidor não residente o ganho potencial deveria ser ainda maior, dado que sobre ele provavelmente não incidiam os custos associados ao risco Brasil quando da captação de recursos.

média na faixa de 23,1% do PIB. A dívida externa de médio e longo prazos, entretanto, passou de US\$ 19.420 milhões para US\$ 52.080 milhões.

Em se tratando da Argentina, o período compreendido pela administração Martinez de Hoz no ministério das Finanças (1976 - 81) é o que apresenta as características mais interessantes. Imediatamente antes de assumir o ministério, a taxa doméstica de inflação argentina alcançava o valor anualizado de 5.000% ao ano, sendo que o ágio entre a cotação oficial do dólar e a do mercado negro atingia 200%. Visando deter a crescente deterioração do quadro econômico interno, o novo ministro anunciou um plano de estabilização que contemplava dois mecanismos básicos.

Em primeiro lugar foi implementada ampla reforma no sistema financeiro argentino, de modo a conectá-lo mais eficientemente com o mercado financeiro internacional, em paralelo com a completa liberalização da legislação concernente à movimentação de capitais. Em segundo lugar foi anunciada a implementação de um sistema de prefixação da desvalorização nominal do peso, o qual contemplava "tablitas" com taxas de desvalorização cambial decrescentes no tempo. Estas iniciativas deveriam surtir efeito sobre a inflação através de três canais principais. A redução progressiva da taxa de desvalorização cambial exerceria efeito direto sobre a evolução dos preços dos bens e serviços "tradeable", enquanto a maior exposição externa da economia implicaria maior disciplina sobre os formadores de preços domésticos. Por fim, procurava-se agir fortemente sobre as expectativas inflacionárias, as quais eram consideradas como extremamente importantes em contextos de inflação elevada.

Foram alcançados alguns resultados notáveis com este programa de estabilização. A taxa anual de inflação caiu para patamares abaixo de 100% ao ano em 1980 e o ágio entre a cotação oficial do dólar e aquela do mercado negro reduziu-se a zero. Sucede que o programa acabou engendrando também diversas distorções. Como a inflação residual ainda permaneceu muito alta, operou-se substancial deterioração da taxa de câmbio real argentina (50% a 60% no período de em questão)²¹. Ademais, a manutenção de taxas domésticas de juros acima do patamar fixado para as desvalorizações cambiais deu margem a grandes ganhos de arbitragem com as taxas internacionais de juros (mais baixas), de modo que surgiu no período maciço fluxo de capitais especulativos vindos do exterior.

Por volta de 1979-80 a deterioração da taxa real de câmbio assumiu proporções tão sérias que ficou evidente para o mercado financeiro que uma correção mais acentuada do câmbio se fazia necessária. Não obstante as garantias do governo de que a

²¹ Sachs, ed., (1990) vol. 2, pp. 46.

sistemática de desvalorizações pré - anunciadas não seria modificada, passou a verificar-se intenso movimento no sentido de troca de ativos domésticos argentinos por dólares e posterior remessa de recursos para o exterior (o novo desenho do mercado financeiro facilitava grandemente este tipo de operação). Por conseguinte, o Banco Central e as empresas estatais argentinas viram-se forçadas a tomar massivamente recursos emprestados no exterior de modo a se conseguir sustentar a paridade oficial estabelecida. As vendas de dólares do setor público para garantir a sustentação cambial eram rapidamente reciclados pelo mercado financeiro doméstico e depositados posteriormente no exterior. Assim sendo, os bancos privados estrangeiros que emprestavam ao governo argentino viam seus recursos retornar para seus balanços na forma de depósitos de residentes argentinos. As estimativas quanto à dimensão da fuga de capitais que se processou no período são diversas, mas os volumes não devem ter sido inferiores a US\$ 15 bilhões²². A dívida de médio e longo prazos da Argentina, por outro lado, passou de US\$ 8.258 milhões em 1976 para US\$ 22.736 milhões em 1981.

No caso do México, é interessante estudar os acontecimentos do período 1972 - 76, quando da administração do presidente Echeverría²³. Como parte de um processo de descompressão política após um período extremamente autoritário, a nova administração priorizou a elevação de gastos sociais independentemente de suas eventuais repercussões inflacionárias. Por conseguinte foram aumentados os subsídios para agricultura e educação, elevados os empregos no setor público e incrementados os salários nominais das parcelas mais organizadas dos trabalhadores.

A expansão fiscal que se processou após 1971 foi enorme. O dispêndio do setor público como proporção do PIB saltou de 20,5% em 1971 para 32,0% em 1976, sendo que a maior parte dos gastos foram executados pelo setor paraestatal. Entre 1971 e 1975 as empresas estatais mexicanas aumentaram seus dispêndios reais à taxa de 18% ao ano e seus gastos com investimentos à taxa média anual de 29,3%. Novos projetos industriais de grande magnitude foram responsáveis pela maior parte dos gastos das estatais. Siderúrgicas, portos e complexos petroquímicos foram construídos nesta época, além de vários outros projetos levados a cabo pela estatal petrolífera PEMEX. O dispêndio da administração direta ampliou-se também de modo considerável. Entre 1970 e 1976 o número de empregados no setor público dobrou e a taxa média de crescimento do número de empregados no setor público foi de 10,8%

²² As estimativas contidas em Sachs, ed., (1990) vol 2, pp. 47 variam de US\$ 15 bilhões a US\$ 24 bilhões. Kuczynski (1988), pp. 49, contém estimativas de "capital flight" para as oito maiores economias latino - americanas que são consistentes com esses números.

²³ Processos semelhantes foram observados no período 1978 - 81, durante a administração Lopez Portillo. A bibliografia básica é, mais uma vez, Sachs, ed., (1990), vol 2.

Os efeitos colaterais deste programa de rápido crescimento liderado pelo gasto público não podiam deixar de aparecer. Entre 1971 e 1976 a taxa anual de inflação quintuplicou e o balanço de pagamentos deteriorou-se sensivelmente. Uma vez que a taxa nominal de câmbio permaneceu fixa em 12,5 pesos por dólar independentemente do crescimento do nível de preço interno, processou-se deterioração acentuada da taxa real de câmbio. As importações mexicanas foram então incentivadas, sendo que entre 1971 e 1975 o valor em dólar das importações do setor privado cresceu à taxa média anual de 22,8%. No caso particular do setor público, a taxa anual de crescimento foi de 53,8%. Mesmo antes que as exportações caíssem de forma mais pronunciada a conta de transações correntes mostrava déficits preocupantes. Em 1975 o déficit em transações correntes foi de US\$ 4,4 bilhões (5,1% do PIB), enquanto em 1971 este número havia sido de 0,9 bilhão. Maciços movimentos de capital de curto prazo foram observados, sendo que o volume de "capital flight" para o exterior apenas entre 1974 e 1976 foi estimado em US\$ 5,3 bilhões. Paralelamente a isto, a dívida externa mexicana de médio e longo prazos passava de US\$ 6.420 bilhões em 1971 para US\$ 20.520 bilhões em 1976.

Esse conjunto de iniciativas apoiadas em estratégias tipo "growth cum debt" estava, porém, fadado a ser bruscamente interrompido. À medida que a década de 70 terminava, diversos países em desenvolvimento (notadamente aqueles da América Latina) ainda adotavam estratégias de crescimento econômico ou de estabilização de suas economias fortemente dependentes de recursos do mercado financeiro internacional. Sucede que importantes alterações no cenário mundial acabaram por reverter completamente as características de financiamento de balanço de pagamentos que até então vigoravam.

Com a posse de Paul Volcker na presidência do Fed no segundo semestre de 1979 materializou-se radical modificação na condução da política monetária norte - americana. Com efeito, passaram a ser perseguidas metas programadas de crescimento dos agregados mais importantes, não importando o nível de taxas de juros produzido por esta estratégia. Como resultado disso já no final de 1979 as taxas domésticas de juros nos EUA mostravam forte crescimento, o que incentivou a arbitragem com os juros externos e produziu significativo influxo de recursos na conta de capitais do seu balanço de pagamentos. A transmissão da elevação dos juros norte - americanos para a "prime rate" e a LIBOR incidentes sobre o passivo externo dos países em desenvolvimento foi imediata. Além disso, a elevação dos juros internacionais deprimiu a cotação de diversas "commodities" importantes, deteriorando os termos de troca da maior parte dos países em desenvolvimento e determinando o início de um ciclo recessivo na economia mundial sem precedentes desde a década de 30. A conjuntura que havia propiciado o extraordinário

crescimento das economias ocidentais desde meados da década de 60 havia desaparecido completamente.

Os balanços de pagamentos dos países latino - americanos foram, portanto, duplamente atingidos pelo novo cenário mundial. A elevação das taxas internacionais de juros aumentou sensivelmente os encargos das respectivas dívidas externas, enquanto a deterioração dos termos de troca deprimiu as receitas cambiais obtidas com as exportações. O desequilíbrio nas contas externas foi sendo emergencialmente financiado através da diminuição das reservas internacionais e de empréstimos de curto prazo no exterior. A declaração de inadimplência do México em fins de 1982 tornou patente a gravidade da situação latino - americana e ensejou uma reação de pânico na comunidade financeira internacional. Os fluxos de financiamento voluntários para os balanços de pagamentos em desequilíbrio foram drasticamente reduzidos, o que deflagrou logo em seguida um processo de moratórias (declaradas ou não) por parte de vários países latino - americanos.

3.11) O Endividamento Externo da América Latina

Tem-se já todos os elementos básicos para entender a dinâmica de endividamento externo dos países latino - americanos.

Do lado da oferta de recursos, observava-se com a deterioração do Sistema de Bretton Woods forte e contínuo incremento do fluxo de reservas internacionais denominadas em dólares, incremento este que era canalizado para o mercado internacional de capitais na medida que os principais países desenvolvidos procuraram isolar-se dos efeitos perniciosos do excesso de liquidez através da adoção de taxas de câmbio flexíveis e da imposição de restrições ao movimento de capitais externos.

Do lado da demanda, observou-se que um grupo particular de países em desenvolvimento não só não adotou medidas para se precaver contra os desequilíbrios que se propagavam no sistema monetário internacional como também optou por arranjos institucionais que incentivaram a canalização da liquidez excedente para suas economias domésticas. Este grupo de países foi precisamente aquele que decidiu atrelar suas taxas de câmbio ao dólar, refletindo o poder da área de influência política e econômica dos EUA. A rigor todos os países classificados na rubrica "Fifteen Heavily Indebted Countries" do FMI e que foram posteriormente envolvidos em crises de balanço de pagamentos por

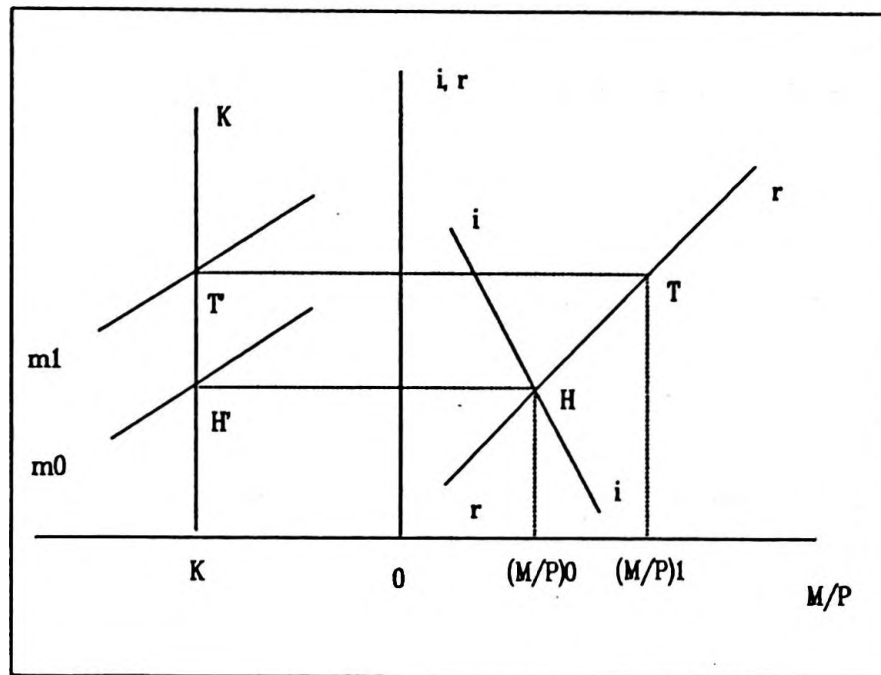
causa de suas dívidas externas estavam na área de influência do dólar, sendo que quase três quartos deles situavam-se na esfera direta de influência norte - americana e dois terços na América Latina (os 15 países são Argentina, Brasil, México, Peru, Uruguai, Venezuela, Equador, Bolívia, Chile, Colômbia, Filipinas, Marrocos, Nigéria, Costa do Marfim e a então Iugoslávia).

Esta dinâmica de endividamento pode ser ilustrada de forma analítica. Para tanto seja um modelo simples que procura analisar as condições de longo prazo do equilíbrio monetário mundial em uma esquematização tipo dois países considerando as interações entre inflação, taxas de juros, movimentos de capitais, balanço de pagamentos e crescimento econômico.

69325
O modelo exige basicamente equilíbrio em dois mercados ²⁴. No primeiro as interações ocorrem entre a quantidade de títulos e estoque de moeda tendo em vista a perspectiva do mercado monetário, enquanto que no segundo a interação é entre o estoque de moeda e o estoque de capital tendo em vista o mercado de bens e serviços.. Quando do planejamento de seu "portfólio" presume-se que os investidores compara os retornos esperados em cada ativo, onde as expectativas de retorno são dadas pela extrapolação das taxas correntes de retorno. Por conseguinte, se o preço dos bens e serviços está crescendo à taxa π , assume-se que ele continuará crescendo a esta taxa, o mesmo valendo para os demais ativos.

É possível então desenhar a curva ii no gráfico a seguir (quadrante da direita), curva esta que se relaciona com o mercado de títulos x moeda. A taxa nominal de juros "i" é tida como função decrescente do estoque monetário real "M/P", ou seja, se a taxa nominal de juros cai os indivíduos desejam continuar carregando o estoque de títulos que eles efetivamente carregam se e somente se o estoque monetário real aumentar. Quando a taxa de juros sobe os indivíduos modificam seus "portfólios" no sentido de incrementar a quantidade de títulos e de diminuir os saldos monetários. O aumento da demanda por títulos causa a elevação do seu preço, o que "ceteris paribus" provoca elevação do nível geral de preços e diminuição do estoque real de moeda.

²⁴O modelo derivado a seguir também se origina de tópicos abordados em Mundell (1968 e 1971)

Gráfico 14: Os "Loci" ii e rr 

Já o "locus" rr assinala as combinações entre a taxa real de juros " r " e o estoque real de moeda que garantem o equilíbrio no mercado de bens e serviços. Suas características podem ser encontradas através da derivação de um quadrante esquerdo a partir daquele que registra o comportamento do mercado monetário. Neste novo quadrante a abscissa mede o estoque de capital e a reta KK mede a quantidade de capital em cada período específico de tempo (em um contexto de crescimento econômico o estoque de capital aumenta ao longo do tempo, mas em cada instante em particular ele pode ser considerado como dado). A reta " m_0 " identifica a produtividade marginal do capital associada ao estoque monetário real " $(M/P)_0$ ", de modo que sua interseção com KK no ponto " H " estabelece a taxa real de juros de equilíbrio neste mercado quando o estoque monetário real é " $(M/P)_0$ ". Sendo assim, " H " é uma dos pontos do "locus" rr . Se o estoque monetário real crescer para " $(M/P)_1$ ", isto elevará a produtividade marginal do capital, o que permite desenhar a curva " m_1 " acima de " m_0 ". A interseção com KK é o ponto " T " acima de " H ", e a realização sucessiva deste exercício permitiria desenhar todos os pontos do "locus" " rr ". Pode-se afirmar, portanto, que " rr " tem inclinação positiva no quadrante da direita.

As funções " ii " e " rr " podem ser sinteticamente descritas da seguinte forma:

$$i = i(M/P); i'(\) < 0 \quad (1)$$

$$r = r(M/P); r'(\) > 0 \quad (2)$$

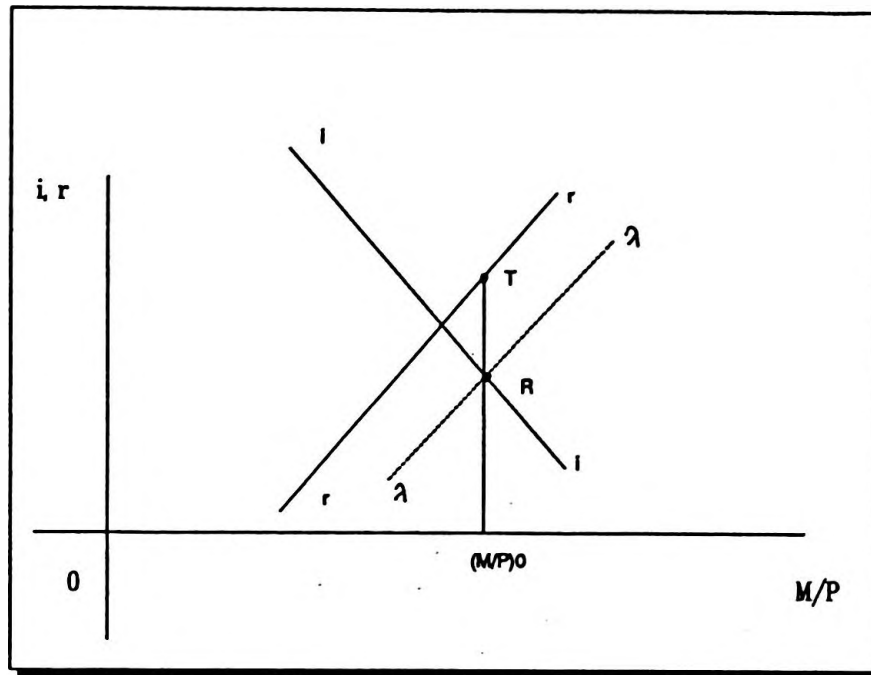
sendo as taxas de juros e o estoque monetário real de equilíbrio determinados quando as taxas de crescimento do estoque nominal de moeda e de capital são nulas. Isso é dado pela interseção dos "loci" "ii" e "rr", ou seja, o ponto "H". A condição de equilíbrio é então $i = r$, o que permite escrever

$$i(M/P) = r(M/P) \quad (3)$$

O estoque monetário de equilíbrio é então $(M/P)_0$. Com efeito, se o estoque real de moeda fosse menor que $(M/P)_0$ o retorno real esperado sobre o estoque de capital seria menor que o retorno esperado sobre a moeda, de modo que os indivíduos modificariam seu "portfolio" no sentido de incrementar o estoque de moeda e diminuir o estoque de capital. A queda do preço do capital implicaria "ceteris paribus" a diminuição do nível geral de preços e o aumento do estoque monetário real, prosseguindo este processo até que alcançasse novamente o estoque de $(M/P)_0$.

É possível demonstrar esta convergência de outra forma. Se a taxa nominal de juros fosse elevada para um nível superior a $i_0 = r_0$, isto provocaria excesso de demanda por títulos e excesso de oferta de moeda e de capital. O aumento do preço dos títulos provocaria a queda da sua taxa de retorno esperada "i", de modo que se convergiria novamente para o ponto "H" associado a $i_0 = r_0$. Sendo assim, pode-se afirmar que o equilíbrio do modelo é estável.

Se a economia estiver crescendo, os indivíduos demandarão mais moeda para efetuar suas transações. Na ausência de variações no estoque nominal de moeda esta demanda por liquidez só pode ser atendida através do expediente de se manter o dispêndio em nível inferior à evolução do produto (entesouramento). Caso se defina a taxa de crescimento da demanda por estoque real de moeda como uma proporção do estoque de capital, é possível subtraí-la ponto a ponto de "rr" de modo a se construir a curva "λλ". Por motivos de simplificação identificar-se-á "λλ" com a taxa de crescimento do produto, embora se reconheça que a igualdade entre a taxa de crescimento do produto interno e a taxa de crescimento da demanda por estoques monetários reais só é perfeitamente válida caso se faça hipóteses particulares sobre a elasticidade - renda daquela demanda.

Gráfico 15: Equilíbrio com Crescimento do Produto

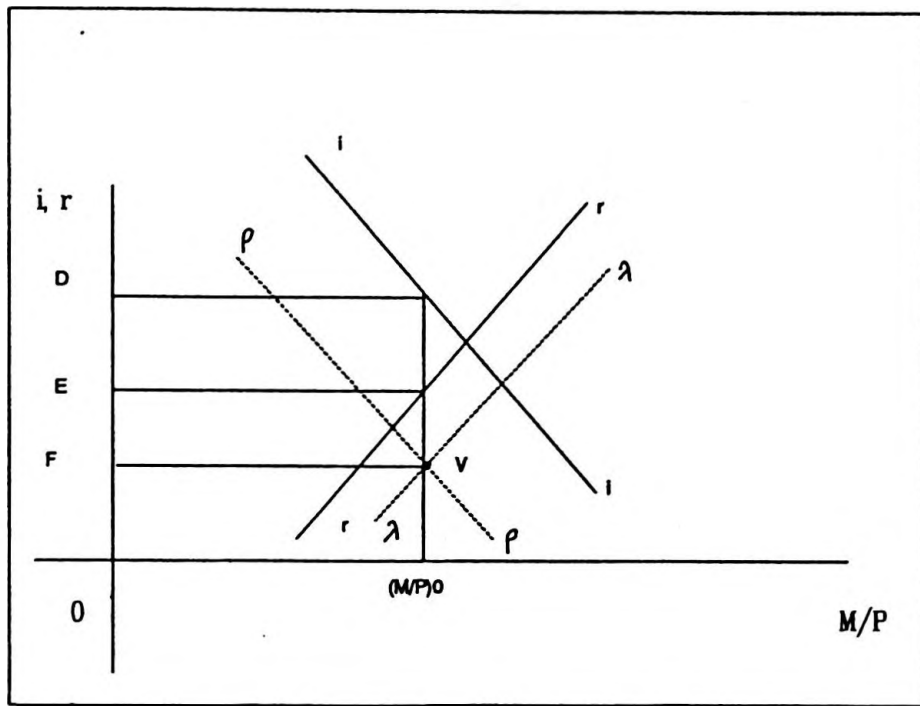
Quando a economia está crescendo mas o estoque nominal de moeda está constante o equilíbrio do sistema é dado por "R". O nível de preços estará caindo a uma taxa igual ao do crescimento do produto interno (e, portanto, da demanda real de moeda) e a taxa real de juros será maior do que a taxa nominal na exata proporção da taxa de deflação de preços RT . A condição de equilíbrio neste caso passa a ser:

$$i(M/P) - r(M/P) = \pi = -\lambda \quad (4)$$

onde π é a taxa de inflação e λ é a taxa de crescimento da economia. Os detentores de moeda e de bens e serviços esperarão ganhos de capital iguais à taxa de deflação.

A incorporação dos efeitos de taxas positivas de crescimento do estoque nominal de moeda pode ser feita através do desenho da curva $\rho\rho$ abaixo da curva "ii", de tal forma que a distância vertical entre os dois "loci" representa a taxa de expansão monetária. O equilíbrio do sistema nesta nova situação passa a ser dado pela interseção de $\rho\rho$ e $\lambda\lambda$, de maneira que "V" representa o equilíbrio simultâneo nos mercados monetário e de bens e serviços. Pode-se facilmente perceber que a taxa real de juros agora é dada pela distância OE, a taxa nominal de juros por OD, a taxa de inflação por DE, a taxa de crescimento do produto interno por FE e a taxa de expansão da oferta de moeda por FD.

Gráfico 16: Equilíbrio Incluindo Crescimento Monetário



As novas condições de equilíbrio passam a ser então:

$$i(M/P) - r(M/P) = \pi$$

$$\rho = \pi + \lambda$$

(5)

$$\lambda = \lambda_0 \text{ e } \rho = \rho_0$$

A estática comparativa do sistema pode ser rapidamente caracterizada. Um incremento na taxa de expansão monetária termina por produzir elevação no nível geral de preços, diminuição do estoque real de moeda, elevação da taxa nominal de juros e redução da taxa real de juros.

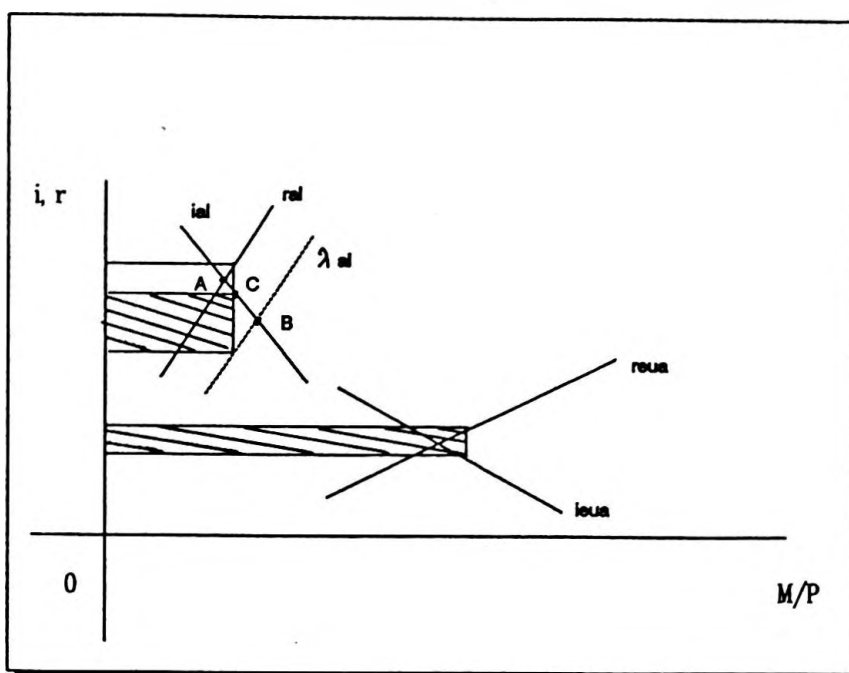
Para se aproximar da situação que se pretende ilustrar, admita-se agora que é possível separar o mundo em duas regiões distintas, a primeira denominada EUA, e a segunda América Latina. Estas duas regiões têm suas moedas particulares, mas utilizam o mesmo tipo de reservas internacionais (dólar), que são emitidas pela região EUA. As regiões mantêm entre si livres fluxos de comércio e um sistema de taxas de câmbio fixas entre as moedas. Em um primeiro instante serão postuladas três hipóteses restritivas, as quais serão posteriormente relaxadas: i) o estoque mundial de reservas é constante; ii) não há fluxos de capitais na forma de empréstimos e investimento direto entre as regiões; e iii) na região América Latina o único papel exercido pela autoridade monetária consiste

em aumentar ou diminuir a quantidade de moeda doméstica na exata proporção da entrada ou saída de reservas internacionais.

Nesta particular situação podem ser realizadas as seguintes inferências. Em primeiro lugar, nota-se que um fluxo de reservas será criado da região com menor taxa de crescimento para aquela onde o crescimento (e a demanda por reservas) é maior. Se o estoque mundial de reservas é constante, o esforço de acumulação de reservas da região com maior taxa de crescimento - América Latina daqui por diante - provocará queda do nível mundial de preços. Com efeito, a única maneira de aumentar o estoque doméstico de moeda consiste em gerar superávits na balança comercial com a região EUA, de modo a se acumular reservas internacionais que serão posteriormente monetizadas (isto é o mesmo que afirmar que a região que mais cresce fixa seu nível de absorção abaixo do nível de seu produto interno, de modo a poder facultar o entesouramento de reservas através da exportação daquela parcela do produto que não foi consumida). A deflação de preços provoca ganhos de capital na região que cresce menos (EUA), à medida que a deflação aumenta seu estoque real de moeda, o que permite que os EUA exportem reservas para a região América Latina.

O equilíbrio na ausência de crescimento do estoque mundial de reservas é caracterizado da seguinte forma. Se a região América Latina não crescesse e não houvesse fluxos de comércio com os EUA, seu equilíbrio monetário seria dado pela interseção das respectivas curvas "rr" e "ii" (o ponto "A"). Registrando-se taxas de crescimento positivas mas ausência de intercâmbio comercial com o exterior, o equilíbrio seria em "B" (interseção entre "ii" e " $\lambda\lambda$ "). O intercâmbio comercial possibilita diminuir o esforço interno de entesouramento, estabelecendo o equilíbrio interno em um ponto intermediário, por exemplo "C". De fato, a região América Latina pode reduzir seu nível de absorção em menor proporção, gerar um saldo positivo na balança comercial e importar reservas dos EUA. Isto gera um fluxo de bens e serviços da América latina para os EUA e um fluxo de reservas internacionais no sentido inverso. A perda de reservas nos EUA e o esforço de entesouramento na América Latina combinam-se para produzir deflação no nível geral de preços. As condições de equilíbrio requerem que a taxa de deflação que se verifica em cada economia seja a mesma (os mercados estão conectados via fluxo de comércio) e que a diferença entre as taxas internas de juros (real e nominal) seja também igual. O equilíbrio requer também que o incremento desejado no estoque monetário real da América Latina seja exatamente igual ao incremento efetivo dado pelos ganhos de capital sobre seu estoque de moeda (em razão da deflação mundial) mais o superávit na balança comercial latino - americana. Este último tem também que ser igual ao déficit comercial dos EUA, que por sua vez tem de ser igual ao aumento do valor real do estoque monetário que ali permaneceu.

Gráfico 17: Equilíbrio com Deflação Exportada



Tomadas conjuntamente essas condições implicam:

$$\lambda_{al}(M/P)_{al} = -\pi(M/P)_{al} - \pi(M/P)_{eua} \quad (6)$$

onde o termo do lado esquerdo da igualdade registra o incremento desejado no estoque monetário real da América Latina, o primeiro termo do lado direito o incremento efetivo dado pelos ganhos de capital sobre seu estoque de moeda e o último termo o aumento no valor do estoque real de moeda nos EUA. Assim sendo, a taxa de deflação mundial provocada pelo crescimento que se processa na América latina é:

$$\pi = -\lambda_{al} \frac{(M/P)_{al}}{(M/P)_{al} + (M/P)_{eua}}$$

ou seja a taxa de crescimento da América Latina ponderada pelo tamanho da América Latina em relação ao mundo, sendo a ponderação dada pelos estoques monetários. Este resultado também pode ser obtido graficamente caso se leve em consideração que as duas áreas hachuradas (que representam o déficit comercial dos EUA e o superávit comercial latino - americano) devem ser iguais.

Os efeitos do crescimento econômico que se processa nos EUA pode ser facilmente incorporado na análise. Se o estoque mundial de reservas é constante, o

crescimento dos EUA implica maior taxa de deflação mundial, a qual passa a ser dada por:

$$\pi = - \frac{\lambda_{al} (M/P)_{al} + \lambda_{eua} (M/P)_{eua}}{(M/P)_{al} + (M/P)_{eua}}$$

É possível começar a relaxar as hipóteses restritivas feitas na apresentação do modelo. Em primeiro lugar será abandonada a hipótese de que o estoque mundial de reservas é constante. No seu lugar será adotada a hipótese de que a região EUA tem a faculdade de aumentar ou diminuir o estoque mundial de dólares conforme seu desejo. Para tornar mais realista o exercício, pode-se postular também que há um efeito multiplicador sobre a expansão primária da oferta de dólares administrada pelo governo dos EUA, multiplicador este que é dado pela ação das instituições financeiras internacionais no Euromercado (a rigor pode-se falar agora de uma região EUA - Euromercado vis a vis a América Latina). Isto implica relaxar a segunda hipótese restritiva, qual seja a de que não há fluxos de capitais entre as duas regiões. Agora o estoque de reservas internacionais da América Latina pode crescer tanto como consequência de seu esforço na consecução de saldos positivos na balança comercial como do influxo de capitais na forma de empréstimos externos, investimento direto, financiamento "intercompanies" e toda sorte de operações que caracterizam a conta de capitais do balanço de pagamentos.

Se o complexo EUA - Euromercado fosse completamente isolado do resto do mundo, os efeitos deletérios de uma expansão exagerada da oferta de dólares ficariam restritos aos agentes dessa região. Sucede que a América Latina também está incluída na zona de influência do dólar, empregando esta moeda como reserva internacional e mantendo taxas de câmbio fixas em relação ao dólar. Por conseguinte, os efeitos deletérios de uma eventual expansão exagerada da quantidade de dólares passam a incidir também sobre os agentes latino - americanos. As características exatas do novo equilíbrio ainda vão depender do tamanho relativo das duas regiões. Se a América Latina não tem emissão monetária própria, as condições de equilíbrio requerem que a taxa de inflação nas duas regiões seja a mesma e que o déficit no balanço de pagamentos dos EUA seja igual ao superávit da América Latina. Isto permite escrever

$$\rho(M/P)_{eua} = \pi [(M/P)_{eua} + (M/P)_{al}] \quad (7)$$

onde a proporção do imposto inflacionário pago pelos residentes nos EUA - Euromercado é:

$$\frac{\pi}{\rho} = \frac{(M/P)_{eua}}{(M/P)_{al} + (M/P)_{eua}}$$

e a "seigniorage" a que tem direito os EUA por emitir a reserva internacional é equivalente ao superávit no balanço de pagamentos da América Latina:

$$\pi(M/P)_{al} = (M/P)_{eua} (\rho - \pi)$$

Se a taxa de expansão monetária no complexo EUA - Euromercado é positiva e se todas as regiões estão crescendo, é conveniente diferenciar cinco tipos de "seigniorage" que surgem a partir daquela expansão. A "seigniorage" total apropriada pelo emissor dos dólares é $\rho(M/P)_{eua}$, que representa o poder de compra obtido quando se emite dólares à taxa ρ expresso como proporção do estoque monetário dos EUA - Euromercado. Além disso:

I) $\pi(M/P)_{eua}$ é a "seigniorage" doméstica inflacionária dada pelas necessidades dos agentes nos EUA recompor seus estoques monetários erodidos pela inflação;

II) $\lambda_{eua}(M/P)_{eua}$ é a "seigniorage" doméstica do crescimento do produto, dada pela necessidade dos agentes nos EUA incrementarem o estoque monetário para satisfazer as necessidades do crescimento econômico;

III) $(\rho - \pi - \lambda_{eua})(M/P)_{eua}$ é a "seigniorage" externa, que pode ser interpretada como o excesso de emissão monetária nos EUA (ou seja, seu déficit no balanço de pagamentos);

IV) $\lambda_{al}(M/P)_{al}$ é a "seigniorage" externa do crescimento do produto, dada pela necessidade dos agentes na América Latina incrementar o estoque monetário para satisfazer as necessidades do crescimento econômico;

V) $\pi(M/P)_{al}$ é a "seigniorage" externa inflacionária, dada pelo aumento desejado nos estoques monetários nominais por parte dos agentes na América Latina para recompor as perdas de capital que incidiram sobre os estoques monetários existentes.

$$\pi = - \frac{(\rho - \lambda_{eua}) (M/P)_{eua} - \lambda_{al} (M/P)_{al}}{(M/P)_{al} + (M/P)_{eua}} = \frac{(\rho - \lambda_{eua}) \sigma - \lambda_{al}}{\sigma + 1}; \quad \sigma = \frac{(M/P)_{eua}}{(M/P)_{al}}$$

e a taxa de expansão monetária não inflacionária é

$$\rho = \frac{\lambda_{al}}{\sigma} + \lambda_{eua} \quad (11)$$

3.12) Notas Finais e Conclusões

Os resultados que derivam dos exercícios realizados com o modelo simples construído na seção anterior são poderosos.

Em primeiro lugar permitem afirmar que a taxa de expansão da oferta internacional de reservas dada pela conjugação do déficit no balanço de pagamentos dos EUA e o efeito multiplicador do Euromercado só não seria inflacionária se ocorresse em estrita consonância com a taxa de crescimento dos produtos internos dos países incluídos na área do dólar, ressalvada a proporção entre os estoques monetários reais carregados pelos diversos países. Há indicações empíricas de que a expansão da liquidez internacional denominada em dólares desde o final da década de 60 deu-se em velocidade muito superior a esta condição de equilíbrio, de modo que deveriam ocorrer efeitos colaterais associados ao excesso de liquidez. De fato, os fenômenos que caracterizaram o panorama internacional a partir do desmantelamento do Sistema de Bretton Woods confirmam esta proposição. Conjuntamente ao aparecimento de taxas internacionais de juros negativas e à especulação com diversas "commodities", a inflação mundial cresceu a taxas até então nunca vistas.

Em segundo lugar, decorre do modelo que deveria ser observado um fluxo de reservas internacionais na direção daqueles países dentro da área do dólar que mostrassem as mais elevadas taxas de crescimento. Foi exatamente este o fenômeno que se desenvolveu na América Latina ao longo de mais de uma década, sendo os empréstimos feitos por instituições financeiras privadas o canal predominante de absorção de capitais externos por parte dessas economias.

Há dois interessantes aspectos financeiros relacionados a esse canal de absorção que reforçam a análise até aqui empreendida e devem ser destacados. A depreciação do

dólar ao longo dos anos 70 teve papel muito importante quando da decisão do "mix" de financiamento a ser tomado pelos países em desenvolvimento. Empréstimos tomados junto a instituições como o Banco Mundial continham elevada proporção de moedas fortes em seu "funding", sendo o risco cambial associado ao comportamento dessas divisas transferido contratualmente para os tomadores de recursos. Isso tendia a transformar taxas nominais de juros moderadas em taxas efetivas medidas em dólar bastante elevadas. Em 1975, por exemplo, um empréstimo típico do Banco Mundial embutindo uma taxa de juros nominal de 8% a.a. e uma série de condicionalidades transmutava-se em empréstimo onerado por uma taxa de juros medida em dólares de aproximadamente 18% a.a. para um país latino - americano cujas receitas de exportação também eram denominadas naquela moeda. O custo de oportunidade dessa operação era dado por um empréstimo em dólares junto a um sindicato de bancos privados no Euromercado, que nessa época era onerado por uma taxa nominal igual à LIBOR mais 1% a.a., ou seja, 8,5% a.a, sem que fossem exigidas condicionalidades ao tomador ²⁵. Por fim, os empréstimos denominados em dólares feitos pelos bancos comerciais privados para países latino - americanos foram em certa medida facilitados por um aspecto operacional inerente à atividade de intermediação financeira privada. Dada a crença que existia até o começo da década de 80 de que países não podem ter sua falência decretada ²⁶, os critérios técnicos normalmente observados quando da concessão de empréstimos domésticos a empresas (análise risco - retorno, exame da evolução patrimonial, etc.) foram em muito simplificados, o que aumentou a atratividade das operações de créditos a países em desenvolvimento do ponto de vista dos doadores de recursos.

A interpretação alternativa construída neste capítulo é amplamente amparada por dados empíricos e permite elucidar outros dois fenômenos não adequadamente explicados pela visão tradicional da crise de endividamento. Com efeito, pode-se compreender agora porque os estoques de dívida externa dos países sob exame cresciam aceleradamente muito antes da eclosão de qualquer choque externo, assim como é possível entender o porquê da fraca correlação estatística entre a conta de capitais dos devedores e a conta de transações correntes dos exportadores de petróleo. No primeiro caso, mostrou-se que o desmantelamento do sistema monetário internacional era mais importante para explicar a dinâmica da dívida, sendo um de seus efeitos colaterais a especulação com "commodities" e a inflação mundial que estiveram associados com os choques do petróleo. No segundo caso, percebe-se que a conta de capitais dos exportadores de petróleo era apenas uma das fontes a partir das quais operava a

²⁵ Cálculos feitos por Kuczynski (1988), pp. 40.

²⁶ Recorde-se a sentença, por muitos anos incontestada, de Walter Wriston, um banqueiro que se tornou famoso por suas inovações na atividade de intermediação financeira: "countries never go bankrupt". ver Wriston (1986), pp. 151.

reciclagem de recursos no mercado financeiro internacional, não podendo responder pela totalidade do excesso de liquidez mundial.

Por fim, não se pode deixar de destacar mais uma vez o papel exercido pelas políticas econômicas domésticas dos países latino-americanos. Ao invés de tentar isolar-se dos desequilíbrios associados ao excesso de liquidez que se multiplicava, os governos tenderam a adotar atitude exatamente oposta, incentivando programas de investimentos e estratégias de estabilização que ampliavam a absorção de capitais externos.

Como já foi observado em outras oportunidades tal estratégia parecia apoiar-se, do ponto de vista teórico, em alguns poucos pressupostos básicos. Havia sólida crença na existência de uma deficiência de poupança doméstica para financiar o esforço de desenvolvimento, de modo que o recurso às poupanças externas se fazia imprescindível. Por outro lado, todo maciço influxo de recursos externos observado no período foi considerado como poupança real (no sentido de que se tratava daquela parte da renda real corrente não consumida nos países desenvolvidos e/ou exportadores de petróleo) reciclada nos mercados financeiros internacionais. Por conseguinte, foi ignorada qualquer iniciativa no sentido de alterar a política cambial de modo a evitar a absorção excessiva de capitais.

Sucedem que os fenômenos sob exame são de natureza eminentemente monetária e como tal deveriam ter sido compreendidos. A dissolução do sistema monetário internacional, os desequilíbrios na política monetária e no balanço de pagamento dos EUA, o crescimento descontrolado do mercado de eurodólares e a forte expansão da liquidez internacional desde meados dos anos 60 até o final da década de 70 constituem tópicos que não são passíveis de análise sob o enfoque que ignora a dinâmica de fenômenos monetários independentemente do comportamento de variáveis reais. Por conseguinte, o maciço influxo de recursos externos para os países latino-americanos observado no período deveria ter sido considerado não como poupança real, mas sim (conforme o diagnóstico efetuado por muitos países europeus e pelo Japão) como um excesso de liquidez denominada em dólares que estava sendo canalizada através do sistema financeiro internacional para a região, como resultado de uma decisão de "portfolio" de agentes econômicos nos países desenvolvidos. Ademais, o argumento de que se verificava deficiência de poupança nos países latino-americanos apresenta bases empíricas pouco sólidas, embora tenha longa tradição nas discussões sobre desenvolvimento econômico²⁷..

²⁷ Curiosamente não parece haver, pelo menos no caso brasileiro, sequer um estudo empírico comprovando e quantificando a carência de poupanças para financiar o esforço doméstico de desenvolvimento. Ademais, quando se constata que durante certos períodos de forte crescimento econômico a participação das poupanças externas não foi significativa, dá-se margem à dúvida quanto à

Outro possível motivo para a resistência em alterar a política cambial pode estar na dificuldade que sempre existiu em perceber o papel da taxa de câmbio como variável monetária. Com efeito, a taxa de câmbio é quase sempre analisada como preço relativo determinante no processo de alocação doméstica entre bens "tradeable" e "non tradeable" e na dinâmica do comércio exterior, sendo muitas vezes minimizada sua influência na condução da política monetária e no comportamento do nível geral de preços em cada país ^{2e}.

possibilidade de ter-se operado um mecanismo de "crowding out" entre poupanças externas e internas quando as primeiras passaram a ser oferecidas em condições muito mais vantajosas (taxas reais de juros negativas, maiores prazos de financiamento, e assim por diante). A título de ilustração tome-se a participação média das poupanças externas como proporção do produto interno ao longo do período 1968 - 73 no Brasil, no México e na Argentina. Os dados são: Brasil - poupança total média de 20,6% do PIB, com 1,4% de poupanças externas; México - poupança total média de 20,1% do PIB, com 1,0% de poupanças externas e Argentina - poupança total média de 21,2% do PIB sendo 1,2% de poupanças externas. Todos os dados estão em preços correntes e a fonte básica é World Tables (1988).

^{2e} Um visão abrangente do papel tradicional da taxa de câmbio como preço relativo na literatura de Economia Internacional é dada por Jones & Kenen, eds., (1984), especialmente volume 1.

CAPÍTULO 4: SUMÁRIO E CONCLUSÕES

Chorus: Did you perhaps go further than you have told us?

Prometheus: I caused mortals to cease foreseeing doom.

Chorus: What cure did you provide them with against that sickness?

Prometheus: I placed in them blind hopes.

Chorus: That was a great gift you gave to men.

Prometheus: Besides this, I gave them fire.

Chorus: And do creatures of a day now possess bright-faced fire?

Prometheus: Yes, and from it they shall learn many crafts.

Aeschylus, Prometheus Bound

4) Sumário e Conclusões

A explicação tradicional do endividamento externo dos países latino - americanos pode ser sumariada da seguinte forma: ***uma sucessão de choques reais sobre o sistema econômico mundial ao longo dos anos 70 gerou um excesso de demanda por recursos no sistema financeiro internacional por parte dos países em desenvolvimento, excesso este que acabou degenerando posteriormente em um processo de endividamento externo exagerado. A substancial alteração das características da economia mundial a partir do fim da década de 70 deflagrou a inadimplência dessas economias excessivamente endividadas depois de 1982.***

Sucedo que a ênfase dada aos efeitos dos choques do petróleo sobre a trajetória da dívida externa dos países latino - americanos não permite esclarecer uma série de características importantes deste processo de endividamento. Levando a lógica do argumento às últimas conseqüências, se os países dependentes da importação de petróleo recorreram em larga escala ao financiamento externo para contornar as dificuldades de seus balanços de pagamentos, então os todos países exportadores de petróleo teriam que tornar-se credores do sistema financeiro internacional, tal qual ocorrido com países como a Arábia Saudita e o Kuwait. No entanto, tem-se que tanto o México quanto a Venezuela, importantes produtores mundiais do produto, acabaram por construir grande estoque de débitos externos, muito embora os dois conjuntos de países passassem a exibir grandes superávits em suas balanças comerciais e substancial incremento de seu nível interno de absorção depois dos choques. Ademais, torna-se difícil explica por que países autosuficientes em relação ao petróleo (como a Argentina e o Peru) acumularam grande passivo externo, dado que tecnicamente os eventos de 1973 e 1979-80 não deveriam ter sobre eles implicações de maior significância.

Não fossem suficientes estes paradoxos, constata-se que o argumento tradicional não traz associado a si evidências empíricas sólidas. O crescimento do montante real de endividamento externo dos mais importantes devedores da América Latina (Brasil, Argentina e México) começa a ocorrer com grande velocidade antes da eclosão de qualquer choque externo, sendo que a taxa de crescimento dos estoque de dívida após 1973 e 1979-80 não parece ser significativamente maior do que aquela que caracterizou o fim dos anos 60 e o começo dos anos 70. No período posterior à deflagração dos choques do petróleo, quando a demanda por recursos para financiamento dos balanços de pagamentos dos países em dificuldades deveria ser intensa, as taxas internacionais de

juros mostraram-se negativas em termos reais, não importando a hipótese de expectativas inflacionárias adotada. Esperar-se-ia comportamento exatamente oposto dos juros, dado que a demanda por poupanças externas no período deveria ser maior do que o volume de recursos ofertados no mercado financeiro internacional¹. Por fim, viu-se a correlação estatística entre a conta de capitais dos países tomadores de recursos após os choques externos da década de 70 e a conta de transações correntes dos países ofertantes de recursos é fraca, o que sugere que o mecanismo de financiamento dos desequilíbrios de balanços de pagamentos usualmente empregado para explicar o processo de endividamento externo tem de ser reformulado.

Do ponto de vista estritamente teórico, a exploração de um modelo relativamente simples de otimização intertemporal no caso de uma pequena economia aberta afetada por choques externos adversos esclarece vários pontos importantes. Em primeiro lugar, é necessário distinguir como o choque externo impacta a produtividade marginal do capital da sociedade. Em segundo lugar, é preciso estabelecer se a ocorrência do distúrbio exógeno foi encarada pelo agentes como sendo de natureza temporária ou permanente. Trata-se evidentemente de pontos de difícil mensuração empírica, mas o fato é que teoricamente a economia em questão pode responder à perturbação de formas muito diversas, sendo várias delas frontalmente opostas ao comportamento previsto pelo argumento tradicional.

Tendo em vista essas deficiências, procurou-se sugerir uma explicação mais satisfatória para o processo de endividamento externo da América Latina. Não se pretendeu, contudo, elaborar um argumento diametralmente contrário àquele usualmente empregado, buscando-se antes uma interpretação alternativa que permitisse não só o entendimento de todos os fenômenos abrangidos pela explicação tradicional, como também a compreensão de todos aqueles processos que não se coadunam com ela.

O cerne da interpretação alternativa sugerida para entender a crise de endividamento externo da América Latina pode ser assim apresentada. O desmantelamento do sistema monetário internacional nos moldes estabelecidos em Bretton Woods determinou, a partir de meados da década de 60, um crescimento excessivamente rápido da oferta monetária mundial. Este crescimento deveu-se primariamente a um desequilíbrio monetário e no balanço de pagamentos do país mais importante do sistema, os EUA, mas foi também ampliado pelo crescimento desordenado do mercado de eurodólares. As duas principais conseqüências destes processos foram o substancial aquecimento da economia mundial até quase a metade da década de 70, aquecimento este que se verificou concomitantemente a uma série de "booms" nas

¹ Ver capítulo 2, seção 2.2.2 para a demonstração desta proposição.

cotações de importantes "commodities" (inclusive o petróleo, cuja valorização mais acentuada deu-se a partir de 1973, como a ação mais efetiva do cartel da OPEP), e o crescimento acelerado da oferta de recursos no mercado financeiro internacional. Com a ruptura do sistema de Bretton Woods no começo da década de 70, alguns países (notadamente os mais desenvolvidos) isolaram-se dos desequilíbrios que se manifestavam no sistema monetário internacional através da adoção de regimes de taxas de câmbio flutuantes associados a restrições ao livre fluxo de capitais. Os demais países que conservaram taxas de câmbio fixas em relação ao dólar e não impuseram restrições ao fluxo de capitais (notadamente os países da América Latina) canalizaram grande parte do excedente de recursos que estava sendo reciclado no mercado financeiro internacional e passaram a exibir uma progressão de endividamento externo extremamente elevado. A elevação das taxas internacionais de juros a partir do fim da década de 70 e o desaquecimento da economia mundial que passou a ocorrer desde então criaram dificuldades crescentes para o financiamento dos balanços de pagamento dos países mais endividados. Estas dificuldades culminaram com as moratórias (declaradas ou não) em relação ao serviço da dívida externa deflagradas a partir de 1982 com o "default" mexicano.

Para se poder ter um padrão de comparação com o argumento tradicional, pode-se resumir a interpretação alternativa da seguinte forma: ***um desequilíbrio no sistema monetário internacional ensejou o aparecimento de uma série de choques reais sobre a economia mundial concomitantemente a um excesso de oferta de recursos no mercado financeiro internacional. Dado que diversos países latino - americanos não tomaram as decisões corretas de política econômica para se isolar destes desequilíbrios (especialmente medidas nas área cambial), passou a verificar-se um crescimento excessivo do seu endividamento externo. A substancial alteração das características da economia mundial a partir do fim da década de 70 deflagrou a inadimplência dessas economias excessivamente endividadas depois de 1982.***

Esta mudança de enfoque permite incremento significativo do poder de explicação. A utilização de modelos de equilíbrio monetários simples conjugada com os registros estatísticos adequados mostrou a instabilidade inerente aos arranjos monetários e cambiais estabelecidos em Bretton Woods (especialmente o papel peculiar reservado aos EUA), bem como os efeitos do dismantelamento do sistema desde o final dos anos 60 e ao longo de quase toda a década de 70 sobre o nível de liquidez internacional denominada em dólares (que aumentou substancialmente), sobre o crescimento das economias ocidentais (observando-se mesmo sinais claros de superaquecimento), e sobre a inflação mundial (que cresceu até alcançar patamares até então nunca vistos). A atitude defensiva dos países mais desenvolvidos, que isolaram-se dos desequilíbrios

oriundos da desagregação da ordem monetária internacional através da adoção de taxas de câmbio flexíveis em relação ao dólar e restrições à movimentação de capitais externos, criou novo e peculiar cenário. Formou-se uma "currency area" do dólar englobando os EUA, a América Latina e alguns países dentro da esfera de influência político econômica norte - americana. Os países dentro desta "currency area" não só mantiveram taxas de câmbio fixas em relação ao dólar, como também optaram por programas de investimentos e estratégias de estabilização de suas economias que dependiam fortemente da absorção de recursos externos. A canalização do excesso de liquidez internacional para estes países tornou-se então inevitável, devendo-se destacar a grande importância do Euromercado na intermediação financeira associada a este processo através da concessão de empréstimos de médio e longo prazos às economias latino - americanas.

A interpretação alternativa contempla não só os fenômenos discutidos pelo argumento tradicional (especialmente a reação doméstica das economias latino - americanas ao choque externo), como também permite eliminar os paradoxos que a ela se antepõem. A explicação para o fato de que tanto países exportadores como importadores de petróleo, assim como países autosuficientes, incorreram em grande endividamento externo tem a ver com o particular arranjo cambial pós - Bretton Woods, com o expressivo fluxo de capitais dentro da "currency area" do dólar e com as políticas econômicas domésticas adotadas nos países latino - americanos no período. A forte queda das taxas internacionais de juros ao longo da década de 70 é explicada pelo excesso de liquidez internacional denominada em dólares e pelas estratégias defensivas adotadas pelos países em desenvolvimento para evitar que este excesso de liquidez produzisse efeitos colaterais sobre suas economias. Criou-se assim uma situação de excesso de oferta de recursos em comparação com a demanda existente no mercado financeiro internacional, o que reforçou a procura de oportunidades de investimento mais atraentes em economias promissoras como as da América Latina. Compreende-se também a fraca correlação entre os superávits comerciais da OPEP e a entrada de recursos na conta de capitais dos países devedores, uma vez que neste exercício contempla-se apenas uma das fontes de crescimento da oferta de recursos denominados em dólares que manifestaram-se no período.

Apêndice: O Conceito de Pleno Emprego ¹

Introdução

Friedman (1968) definiu a taxa natural de desemprego (ou desemprego friccional) como : "*the level that would be ground out by the Walrasian system of general equilibrium equations, provided there is embedded in them the actual structural characteristics of the labor and commodity markets, including market imperfections, stochastic variability in demands and supplies, the costs of gathering information about job vacancies and labor availabilities, the costs of mobility and so on.*"². Portanto, o desemprego natural existe porque há custos tais como os de seleção, treinamento, pesquisa, etc. que tornam a taxa de salário paga pelas firmas diferente daquela recebida pelos trabalhadores ³.

Da definição de Friedman seguem dois aspectos importantes, em torno dos quais se concentrarão as análises posteriores:

- i) o pleno emprego deve necessariamente ser definido em um contexto de equilíbrio geral;
- ii) as ações dos agentes econômicos sempre expressam uma escolha oriunda de processo de maximização. Há pleno emprego, portanto, quando as escolhas e as expectativas dos agentes não são frustradas.

Pleno Emprego Econômico e Pleno Emprego Técnico

Quando se discute nível de emprego e grau de utilização do capital, usualmente se refere ao uso dos fatores produtivos. Associado a esse uso há dois conceitos diferentes de pleno emprego, os quais são freqüentemente confundidos.

O Pleno Emprego Técnico (PET) corresponde à máxima utilização tecnicamente eficiente do fator de produção. Para uma planta industrial, por exemplo, o PET poderia ser 24 horas/dia, 365 dias/ano, descontando-se apenas o tempo necessário para manutenção

¹ Esse apêndice se baseia em texto originalmente escrito por Almonacid, Pinotti, Pessoa & Lopes (1990).

² Friedman (1968), pp 8.

³ Para uma análise mais completa desse ponto, ver Almonacid (1974), cap 1, pp 53-57. para críticas do conceito de taxa natural de desemprego, ver Solow (1986) e Shulman (1989).

e reposição do equipamento ⁴. A mesma idéia pode ser aplicada à mão de obra ⁵ e aos bens de consumo duráveis em geral.

Já o Pleno Emprego Econômico (PEE) leva em consideração não somente as características do bem ou do fator de produção, mas também as expectativas e os planos de maximização dos agentes. Em geral o PEE advém da maximização de uma função lucro (no caso de um bem de capital) ou de uma função utilidade (no caso das horas de trabalho ofertadas por um trabalhador ou da utilização de um bem de consumo durável). Para uma cama, por exemplo, O PEE deve estar próximo de 8 horas/dia, enquanto o PEE de uma cadeira deve ser menor e o de um guarda-chuva algo ainda menor.

Para uma planta industrial, o PEE é obtido a partir do exercício de maximização de lucro por parte dos empresários. Na moderna teoria da firma maximiza-se o valor presente do lucro ⁶, de tal sorte que as condições futuras de mercado influenciam o PEE. Trata-se precisamente do expediente empregado por Keynes quando da discussão do conceito de custo de uso ⁷. Por conseguinte, o PET para uma planta industrial tende a ser fixo ao longo de um ciclo econômico, enquanto o PEE modifica-se consideravelmente. De fato, na fase recessiva do ciclo, embora haja tecnicamente a possibilidade de produzir-se em três turnos de trabalho ao longo de 24 horas no dia (PET), a decisão maximizadora do empresário o levará a fixar seu nível de produção bem abaixo desse limite (PEE), pois o mercado não se mostra favorável para absorver seu produto. É bem provável que empresário não se sinta satisfeito com a conjuntura recessiva, sua ação racional o leva a trabalhar no PEE, ainda que isso possa representar menores níveis de utilização de sua capacidade instalada e de emprego do que aqueles associados a épocas mais favoráveis. De modo inverso, quando da fase expansionista do ciclo a mesma decisão maximizadora o levará a ampliar sua oferta, empregando mais intensivamente seus fatores de produção para aproveitar as oportunidades favoráveis que lhe são dadas pelo mercado. No limite o empresário poderá atingir o PET em seu processo de maximização de lucro. Como se vê, as condições tecnológicas determinam que o PET seja aproximadamente constante, enquanto as expectativas e a decisão maximizadora dos agentes fazem com que o PEE se situe em níveis diferentes.

⁴ Johansen (1988) define capacidade de uma planta como "(...) *the maximum amount that can be produced per unit of time with existing plant and equipment, provided that the availability of variable factors of production is not restricted*". Apud in Färe (1984), pp 209 e Färe, Grosskopf & Kokkelenberg (1989), pp 655.

⁵ O estudo da economia escravista fornece indicações sobre o PET da mão de obra. Castro (1983), por exemplo, assinala que: "(...) *a jornada de trabalho estende-se usualmente de 'sol a sol', sendo ainda prolongada em torno da casa grande em 'serões' dedicados primordialmente ao beneficiamento de produtos da lavoura*". [pp 53]. Ver também Conrad (1975), especialmente pp 34-38 e Furtado, cap IX.

⁶ Ver, por exemplo, Sargent (1988), cap. 1.

⁷ Keynes (1936), cap. 6.

É possível formalizar o argumento discutido. Seja então um modelo com duas firmas onde:

i) Cada firma tem uma função de produção, que mostra todas as formas tecnicamente eficientes de produzir os bens;

$$X_i = F_i(N_i; K_i); i = A, B \quad (1)$$

onde "F_i" são duas funções de produção e "N" e "K" são os serviços derivados de dois fatores de produção, capital e trabalho.

ii) A oferta dos serviços produtivos é função crescente de sua remuneração real "W_j":

$$W_j = G_j(j); j = N, K; G'_j > 0 \quad (2)$$

i) O total de recursos utilizados pelas duas firmas deve atender à restrição imposta pela disponibilidade global de recursos:

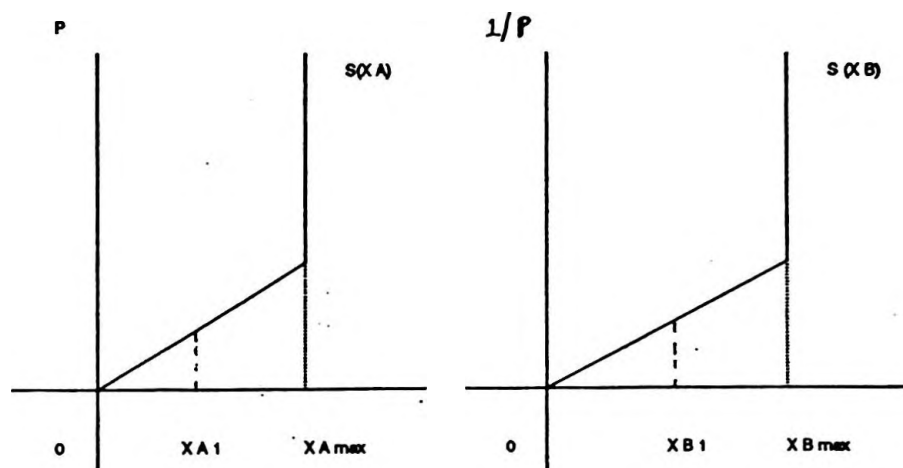
$$\sum N_i = N \text{ e } \sum K_i = K; i = A, B \quad (3)$$

iv) A maximização de lucros em cada firma determina que o valor da produtividade marginal de cada serviço produtivo é igualado ao seu preço correspondente. Expressando tudo em termos do bem "B", vem:

$$P \frac{\partial X_A}{\partial N_A} = \frac{\partial X_B}{\partial N_B}$$

$$P \frac{\partial X_A}{\partial K_A} = \frac{\partial X_B}{\partial K_B} \tag{4}$$

O sistema formado pelas equações (3) e (4) é composto por seis equações e sete incógnitas, de forma que para resolvê-lo é possível expressar seis das incógnitas em termos da sétima. Quando se expressar todo o sistema em termos de "P" e se proceder à substituição na equação (1), chegar-se-á às curvas de oferta de cada firma, conforme ilustrado nos gráficos a seguir:



Supondo que os bens produzidos pelas firmas "A" e "B" sejam normais, ou seja, com suas curvas de oferta sendo positivamente inclinadas até determinado ponto e depois tornado-se perfeitamente inelástica, o PET é representado pelo nível máximo de produção alcançável ($X_A^{\text{máx}}$ e $X_B^{\text{máx}}$). O PEE poderia ser qualquer ponto nas curvas de oferta, por exemplo X_A^1 e X_B^1 , a depender das expectativas dos agentes e dos seus planos de maximização. Dado que o PEE em geral implica menor produção que o PET, cabe agora responder o que impede que o preço de mercado se eleve a tal ponto que torne possível

produzir ao máximo de forma lucrativa, de tal sorte a igualar o PEE e o PET. A restrição está imposta pela quantidade de recursos disponíveis na economia e pela sua fronteira de possibilidade de produção. A fronteira de possibilidade de produção descreve, dada a disponibilidade total de recursos, todas as combinações tecnicamente eficientes de se produzir os dois bens. Em geral ela é côncava porque, para aumentar a produção de um determinado bem, é necessário sacrificar crescentemente a produção do outro.

As curvas de oferta ilustradas nos gráficos permitem compreender essa questão. O preço que aparece no gráfico da esquerda é o preço relativo dos dois bens em termos de um deles, enquanto que o preço na ordenada da direita é o seu inverso. É possível perceber então porque não é factível aumentar progressivamente a produção dos dois bens, até que o PET seja simultaneamente atingido. Dada a limitação de recursos, o preço relativo reflete o problema da escolha entre produzir um bem e outro, excluída a hipótese de se produzir continuamente mais dos dois bens.

Os Conceitos Mais Comuns de Pleno Emprego

A idéia mais comum associada ao pleno emprego é a de quão perto estão as empresas de operar em nível máximo de utilização de sua capacidade instalada. Dada a constatação de que ainda não se opera a 100% da capacidade instalada, conclui-se que não se observa ainda o pleno emprego.

É preciso esclarecer qual dos sentidos do termo "pleno emprego" pode ser adequadamente estudado com tais estatísticas. O cálculo do nível de utilização da capacidade instalada em cada firma pretende responder a uma pergunta muito específica, qual seja a de que se é tecnicamente possível aumentar ainda mais o nível de produção corrente e quão mais ainda resta para que opere a plena capacidade⁸. Claramente trata-se de um tipo de informação associado ao conceito de PET, e não de PEE, eis que não são levados em conta os preços relativos do mercado e os planos de maximização dos agentes. Ademais, é fácil perceber que essas estatísticas só são válidas em um contexto de equilíbrio parcial. De fato, para uma empresa em particular é sempre possível aumentar o nível de produção até que se atinja o PET, desde que não haja restrição de recursos produtivos. Para o conjunto da economia, entretanto, tal exercício não pode ser

⁸ O cálculo das estatísticas de capacidade ociosa mais importantes do Brasil são feitos pela Fundação Getúlio Vargas para todo o território nacional, pela Confederação Nacional da Indústria para os 11 maiores parques industriais do país e pela FIESP, no âmbito do Estado de São Paulo.

feito, uma vez que a hipótese de oferta perfeitamente elástica de recursos produtivos carece de lógica no contexto de equilíbrio geral.

Há também outro conceito de pleno emprego freqüentemente utilizado e que se relaciona com as estimativas de produto potencial. Conforme argumentam Bonelli e Malan (1976): "*Usualmente o que se faz [para calcular-se o produto potencial] é trabalhar com um período de 'pico' da produção como se fosse de utilização máxima e, para os demais períodos, obter informações e estimativas relativas àquele período considerado como de inexistência de capacidade ociosa.*"⁹ O exame desses cálculos revela que o procedimento mais comum consiste em extrapolar uma curva exponencial que cresce a uma dada taxa histórica a partir do "pico" de produção selecionado. Esse outro conceito de pleno emprego não incorre na falácia de composição antes apontada, uma vez que origina-se de exercício empreendido sob o enfoque agregado da economia. No entanto, compartilha da outra deficiência assinalada, a saber a desconsideração dos planos de maximização dos agentes. Nada garante que durante esses "picos" de produção as expectativas dos diversos agentes tenham sido satisfeitas, o que permite inferir que em tais períodos outro fenômeno tenha acontecido: a economia pode ter operado em regime de superemprego.

Ciclos em Torno do Pleno Emprego Econômico

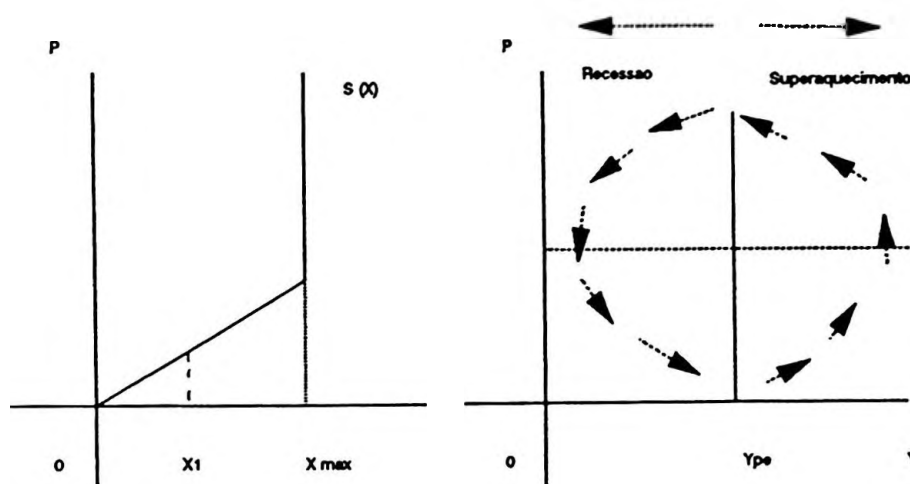
Os fatores que permitem a existência de equilíbrios temporários acima ou abaixo do PEE estão relacionados com as características de uma economia monetária. As funções comportamentais dos agentes econômicos possuem como argumentos quantidades reais, enquanto os mercados e os contratos normalmente fixam quantidades nominais (monetárias). A mediação entre valores nominais e reais é feita pela percepção que os agentes têm da evolução do nível de preços da economia. Quando se verificam divergências entre o nível de preços percebido ou esperado e o nível de preços efetivo, podem surgir desvios do produto efetivo em relação ao produto de pleno emprego¹⁰.

Retomando o modelo de economia com dois produtos, pode-se afirmar que se os preços relativos forem constantes no longo prazo (\bar{P}), como parece indicar a evidência empírica, o nível de produção agregado é definido como $\bar{P}X_A + X_B$. Graficamente ele pode ser ilustrado como no gráfico a seguir: uma função perfeitamente inelástica em

⁹ Bonelli & Malan (1976), pp 376.

¹⁰ Almonacid (1971), cap. 1.

relação ao nível de preços \bar{P} . Esse nível de produção agregada corresponde ao nível de PEE.



No curto prazo a economia pode operar a níveis inferiores ou superiores ao do PEE. Isso ocorre, por exemplo, quando os agentes têm interpretações equivocadas quanto ao comportamento dos preços relativos. Assim, se a firma que produz o bem "X_A" acha que "P" aumentou ao mesmo tempo que a firma que produz "X_B" também acredita que "1/P" aumentou (fenômeno comum em conjunturas inflacionárias), então ambas podem decidir trabalhar um pouco mais e aumentar a produção ao longo de uma curva de oferta agregada de curto prazo positivamente inclinada. No longo prazo, entretanto, os preços relativos serão corretamente interpretados e o resultado será a volta da produção agregada ao nível de PEE ¹¹.

Admitindo que no curto prazo a economia pode operar fora do PEE, podemos identificar quatro situações possíveis em relação ao PEE. A economia pode estar com um nível de produção:

¹¹ Verifica-se aqui uma situação onde há reivindicações generalizadas por melhores preços, tanto por parte de empresários de diversos setores, como por parte de trabalhadores. Constata-se então que há insatisfação igualmente generalizada com relação aos preços relativos que cada um está defrontando-se. Isso indica que o nível de produção global está acima do nível que seria sustentável no longo prazo e deverá cair.

- i) acima do PEE, situação identificada como de superaquecimento econômico; ou
- ii) abaixo do PEE, quando então existe recessão.

Por outro lado, o sistema econômico superaquecido pode estar crescendo mais rapidamente que a renda de PEE, observando-se então um "boom". Se o conjunto da economia estiver crescendo em velocidade menor que a renda de PEE verifica-se retração da atividade. A economia em recessão também pode apresentar duas situações. Se o sistema econômico acusa crescimento menor que o da renda de PEE tem-se uma depressão. Caso esteja crescendo mais rapidamente que a renda de PEE há uma recuperação do nível de atividade.

Bibliografia

Almonacid, R. D. (1971) - "Nominal Income, Output and Prices in the Short Run"; PHD Thesis, University of Chicago, Chicago.

Almonacid, R. D. (1974) - "Rumo à Teoria da Dinâmica Econômica", tese de Livre Docência apresentada à FEA - USP, São Paulo (mimeo).

Almonacid, R. D. & Pinotti, M. C. (1986 A) - "A Política Monetária do Plano Cruzado", Conjuntura Econômica, Junho, Fundação Getúlio Vargas, pp. 95-99.

Almonacid, R. D. & Pinotti, M. C. (1986 B) - "Aspectos Externos da Crise Econômica Brasileira", Texto de Discussão, Nº 24, Novembro, IPE-FEA-USP, São Paulo.

Almonacid, R. D. & Pinotti, M. C. (1986 C) - "External Aspects of the Brazilian Economic Crisis", São Paulo (mimeo).

Almonacid, R. D., Pinotti, M. C., Pessoa, S. A. & Lopes, L. F. E. (1990) - Notas sobre o Conceito de Pleno Emprego", São Paulo (mimeo).

Arida P. (1984) - "Economic Stabilization in Brazil", Working Paper 149, Woodrow Wilson International Center for Scholars, Smithsonian Institution, Washington (mimeo).

Bank for International Settlements (1989), Annual Report, Besne, Switzerland.

Barro, R. J. (1984) - "Macroeconomics", John Willey & Sons, New York.

Blanchard, O. J. & Fischer, S. (1989) - "Lectures on Macroeconomics", The Massachusetts University Press, Cambridge.

Bonelli, R. & Malan, P.S. (1976) - "Os Limites do Possível: Notas sobre o Balanço de Pagamentos e Indústria nos Anos 70", PPE 6 (a), Rio de Janeiro, pp. 353-406.

Castro, A. B. de (1983) - "As Mãos e os Pés do Senhor de Engenho: Dinâmica do Escravismo Colonial" in "Trabalho Escravo, Economia e Sociedade", Castro, A.B. de & Pinheiro, P. S. (coords), Paz & Terra, Rio de Janeiro.

Castro, A. B. de (1985) - "A Economia Brasileira em Marcha Forçada", Paz & Terra, Rio de Janeiro.

- Chu, K.Y. & Morrison, T.K. (1984) - "The 1981-1982 Recession and Non-Oil Primary Commodity prices", IMF Staff Papers, Vol. 31, Nº 1, March, pp. 93-140.
- Cline, W. R. (1983) - "International Debt and the Stability of the World Economy", Institute for International Economics, Washington, D. C.
- Cline, W. R. (1985) - "International Debt: From Crisis to Recovery?", The American Economic Review, Vol. 75, Nº 2, May, pp. 185-190.
- Conrad, R. (1975) - "Os Últimos Anos da Escravatura no Brasil (1850 - 1888)", Civilização Brasileira, Rio de Janeiro.
- Edwards, S. (1984) - "LDC Foreign Borrowing and Default Risk: an Empirical Investigation", The American Economic Review, Vol. 74, Nº 4, September, pp. 726-734.
- Färe, R. (1984) - "The Existence of Plant Capacity", International Economic Review, Vol. 25, Nº 1, February.
- Färe, R, Grosskopf, S. & Kokkelenberg, E. C. (1989) - "Measuring Plant Capacity, Utilization and Technical Change: a Non Parametric Approach", International Economic Review, Vol. 30, Nº 3, August.
- Friedman, M. (1968) - "The Role of Monetary Policy", The American Economic Review, Vol. VIII, Nº 1, March.
- Furtado, C. (1980) - "Formação Econômica do Brasil", Editora Nacional, São Paulo.
- Guedes, P. (1980) - "Dívida Externa e a Estrutura do Balanço de Pagamentos no Modelo Neoclássico Real de Crescimento Ótimo", Revista Brasileira de Economia, Vol. 34, Nº 3, Julho - Setembro, pp. 313-332.
- Halberstam, D. (1973) - "The Best and the Brightest", Fawcett Publications, Connecticut.
- Hicks, J. R. (1939) - "Value and Capital: an Inquiry into some Fundamental Principles of Economic Theory", Oxford University Press, Oxford.
- Hicks, J. R. (1984) - "Crisis in Keynesian Economics", Basil Blackwell, Oxford.
- Hobsbawn, E. J. (1977) - "A Era das Revoluções: 1789 - 1848", Paz & Terra, Rio de Janeiro.
- IMF - "Annual Report on Exchange Restrictions", Washington D.C., diversos números.

IMF - "International Financial Statistics - Supplement Series", Washington D. C., diversos números.

IMF - "World Economic Outlook: a Survey by the Staff of the International Monetary Fund", Washington D. C., diversos números.

Jones, R. W. & Kenen, P. B., eds., (1984) - "Handbook of International Economics", North Holland, Amsterdam.

Johnson, H. G. (1976) - "Um Panorama da Crise Mundial e do Comércio Internacional", Revista Brasileira de Economia, Vol. 30, Nº 1, Janeiro - Março, pp. 5-21.

Johnson, H.G. & Swoboda, A.K. (1973) - "The Economics of Common Currencies", George Allen & Unwin, London.

Johnston, J. (1984) - "Econometric Methods", McGraw Hill International Editions, Singapore.

Kadota, D. K. (1981) - "Inflação e Preços Relativos no Brasil", Tese de Doutorado apresentada à FEA - USP, São Paulo, (mimeo).

Khan, M.S. & Knight, M.D. - "Determinants of Current Account Balances of Non-Oil Developing Countries in the 1970's: an Empirical Analysis", IMF Staff papers, Vol. 30, Nº 4, December, pp. 819-842.

Keynes, J.M. (1936) - "The General Theory of Employment, Interest and Money", Macmillan Press, London.

Kuczynski, P. P. (1988) - "Latin American Debt", Twentieth Century Fund Book, The John Hopkins University Press, London.

Lambert, P. J. (1985) - "Advanced Mathematics for Economists: Static and Dynamic Optimization", Basil Blackwell, New York.

Langoni, C. G. (1987) - "The Development Crisis", International Center for Economic Growth, San Francisco.

Lessa, C. (1974) - "A Estratégia de Desenvolvimento 1974 - 1976: Sonho e Fracasso", Tese de Livre Docência apresentada à FEA - UFRJ, Rio de Janeiro (mimeo).

Lever, H. (1983) - "The International Debt Threat: a Concerned Way Out" in The Economist, Vol. 288, Nº 7.297, July 9, pp. 18-22.

- Lever, H. & Huhne, C. (1985) - "Debt and Danger: the World Financial Crisis", Penguin Books, Harmondsworth.
- McDonald, D. C. (1982) - "Debt Capacity and Developing Country Borrowing: a Survey of the Literature", IMF Staff Papers, Vol. 29, Nº 4, pp. 603-646.
- Moreira, M. M. (1986) - "The Brazilian Quandary", Twentieth Century Fund Paper, Priority Press Publications, New York.
- Mundell, R. A. (1968) - "International Economics", Macmillan, New York.
- Mundell, R. A. (1971) - "Monetary Theory: Inflation, Interest and Growth in the World Economy", Pacific Palisades, Goodyear Publications, California.
- OCDE (1983) - "The Internationalization of Banking: the Policy Issues", Organisation for Economic Co-Operation and Development, Paris.
- Okun. A. M. (1970) - "The Political Economy of Prosperity", Brookings, Washington, D. C.
- Pôrto Gonçalves, A. C. (1976) - "Crescimento Econômico com Dívida Externa", Revista Brasileira de Economia, Vol. 30, Nº 2, Abril - Junho, pp. 223 - 239.
- Primo Braga, C.A. (1985)- "A Economia Brasileira na Segunda Metade dos Anos 80", São Paulo (mimeo).
- Primo Braga, C.A. & Martone, C.L. (1987) - "Brazil in the World Economy: Past Developments and Current Problems", paper prepared for the Trade Policy Project Mid-Course Review Meeting, Rockefeller Foundation, Bellagio.
- Rocca, C. A. (1988) - "O Impasse do Setor Público no Brasil e a retomada do Desenvolvimento Econômico", São Paulo (mimeo).
- Sandmo, A. (1976) - "Optimal Taxation: an Introduction to the Literature", Journal of Public Economics, Nº 6.
- Sachs, J. D. (1982) - "Stabilization Policies in the World Economy: Scope and Skepticism", The American Economic Review, Vol. 72, Nº 2, May, pp. 56 - 61.
- Sachs, J. D., ed., (1989) - "Developing Country Debt and Economic Performance", National Bureau of Economic Research - NBER (1989), University of Chicago Press, Chicago.

- Sargent, T. (1988) - "Macroeconomic Theory", Academic Press, New York.
- Silva, A. M. (1983) - " Reflexões sobre a Crise: Qual É a Saída de Curto Prazo?" in "FMI x Brasil: a Armadilha da Recessão", Fórum Gazeta Mercantil, São Paulo.
- Simonsen, M. H. (1983) - "Dinâmica Macroeconômica", MacGraw Hill, São Paulo.
- Simonsen, M. H. & Cysne, R. P, (1989) - "Macroeconomia", Ao Livro Técnico, Rio de Janeiro.
- Shulman, S. (1989) - "The Natural Rate of Employment: Concept and Critique", Journal of Post Keynesian Economics, Summer, Vol. 11, Nº 04.
- Solomon, R. (1982) - "The International Monetary System: 1945 - 1981", Harper & Row Publishers, New York.
- Solow, R.M. (1986) - "Unemployment: Getting the Questions Right", Economica, 53, 210 (S).
- Suzuki, M. & Okabe, T., eds., (1990) - "The Evolution of the International Monetary System", The University of Tokyo Press, Tokyo.
- Swokowski, E. W. (1983) - "Cálculo com Geometria Analítica", McGraw Hill do Brasil, São Paulo.
- Tavares, M. C. (1974) - "Acumulação de Capital e Industrialização no Brasil", tese de Livre Docência apresentada à FEA-UFRJ, Rio de Janeiro (mimeo).
- The Economist, edited by The Economist Newspaper LTD., diversos números.
- The World Bank - "World Debt Tables", Washington, D.C., diversos números.
- The World Bank - "World Tables", Washington, D.C., diversos números.
- Tobin, J. (1972) - "The New Economics One Decade Older", Princeton University Press, Princeton.
- Triffin, R. (1960) - "Gold and the Dollar Crisis", Yale University Press, New Haven.
- Triffin, R. (1964) - "The Evolution of the International Monetary System", Princeton University Press, Princeton.

van der Wee, H. (1987) - "Prosperity and Upheaval: The World Economy 1945 - 1980", The Pelican History of World Economy in the Twentieth Century, Penguin Books, Harmondsworth.

Wellons, P. A. (1987) - "Passing the Buck: Banks, Governments and Third World Debt", Harvard Business School Press, Boston.

Wiesner, E. (1985) - " Latin American Debt: Lessons and Pending Issues", The American Economic Review, Vol. 75, N° 2, May, pp. 191-195.

Wilcox, J. A. (1983) - "Why Real Interest Rates Were so Low in 1970's", The American Economic Review, Vol. 73, N° 1, March, pp. 44-53.

Willet, T. D. (1983) - "U.S. Monetary Policy and the World Liquidity", The American Economic Review, Vol. 73, N° 2, May, pp. 43-47.

Williamson, J. (1983) - "The Open Economy and the World Economy", Basic Books, New York.

Wriston, W. B. (1986) - "Risk and Other Four Letter Words", Harper & Row Publishers, New York.