

CAPÍTULO 6

POUPANÇA EXTERNA E CRESCIMENTO LENTO*

O desenvolvimento econômico depende, do lado da oferta, da existência de recursos naturais, da disponibilidade de estoque de capital físico e da capacidade humana de produzir. Do lado da demanda, depende da acumulação de capital, do consumo e das exportações. Oferta e demanda devem crescer de modo equilibrado, mas uma característica universal das economias capitalistas é que, em geral, a oferta excede a demanda, de tal forma que há desemprego generalizado dos recursos humanos. Keynes criticou a Lei de Say, que pressupõe um equilíbrio automático entre oferta e demanda, com referência à possibilidade de entesouramento e à preferência da liquidez. Neste capítulo, mesmo sabendo que há outros fatores que determinam a subutilização de recursos nos países em desenvolvimento, argumento que o problema central é a insuficiência de oportunidades de investimento voltadas para a exportação, que, por sua vez, se deve principalmente à existência de uma ten-

* Este capítulo foi escrito com Paulo Gala.

dência da taxa de câmbio à sobrevalorização naqueles países, o que desencoraja o investimento na produção de bens comercializáveis. Essa sobrevalorização estimula as importações e desencoraja as exportações, limitando, assim, novos investimentos, que são essenciais para manter a demanda agregada interna. Os teóricos do desenvolvimento econômico geralmente enfatizam as limitações do lado da oferta, como falta de educação, de atendimento à saúde e de competência técnica, bem como falta de capital disponível para contratar pessoas. Entretanto, quando os recursos humanos estão ociosos, é evidente que precisamos procurar as causas dos gargalos do crescimento econômico principalmente do lado da demanda.¹

No Capítulo 5, discuti a doença holandesa; neste capítulo, mostro que uma segunda origem fundamental da insuficiência de demanda nos países em desenvolvimento é a sobrevalorização da taxa de câmbio causada pela política de crescimento com poupança externa, isto é, pela insistência dos países ricos em recomendar o crescimento com poupança externa. Como consequência dessa política, os países em desenvolvimento frequentemente passam por três estágios consecutivos de condições econômicas cada vez mais graves: primeiro, apreciação da taxa de câmbio; segundo, fragilidade financeira internacional e terceiro, crise do balanço de pagamentos. Não há necessidade de enfatizar os prejuízos decorrentes dos dois últimos estágios, pois são óbvios. Apenas destacaremos que esse prejuízo tem sido sistematicamente subestimado pela política econômica recomendada aos países em desenvolvimento, sob o duplo pressuposto de que o mercado tomará conta da taxa de câmbio e de que os países ricos em capital devem transferir seu capital para os países pobres em capital. Este último pressuposto está de acordo com o senso comum, mas, como veremos, não é correto. Não é “natural” que o capital seja transferido para os países em desenvolvimento e também não é verdade que a fragilidade financeira seja inevitável em países que “necessitam” de capital estrangeiro. Os países em desenvolvimento que conseguem alcançar os desenvolvidos são precisamente aqueles que não cometem esses erros, aqueles que não aceitam a dependência econômica como inevitável.

¹ Uma contribuição empírica significativa para esse tipo de análise foi dada recentemente por Oreiro, Nakabashi e Lemos (2007).

A POLÍTICA DE CRESCIMENTO COM POUPANÇA EXTERNA

Voltando ao principal argumento deste capítulo – a crítica da política de crescimento com poupança externa – e deixando de lado os dois últimos estágios dessa política (maior fragilidade financeira internacional e crise do balanço de pagamentos), cujos aspectos negativos são óbvios, vamos nos limitar a analisar o primeiro estágio: a apreciação da taxa de câmbio causada pelos fluxos de capitais que ingressam nos países para financiar seus déficits em conta corrente, ou seja, a poupança externa recebida por eles. Se ficar claro que a política de crescimento com poupança externa implica uma apreciação da taxa de câmbio, que ela provoca *alta taxa de substituição da poupança interna pela poupança externa* com pouco ou nenhum ganho líquido para o país e, portanto, que limita os investimentos destinados às exportações, ficará claro que a estratégia fundamental oferecida pela ortodoxia convencional aos países em desenvolvimento para se desenvolverem deve ser abandonada. É verdade que a taxa de câmbio sobrevalorizada estimula outro componente da demanda agregada – o consumo interno –, mas esse estímulo resulta do aumento artificial dos salários reais causado pela sobrevalorização e é atendido por um aumento das importações. Ao contrário da crítica que Keynes fazia à incapacidade dos mercados de garantir o equilíbrio entre oferta e demanda agregada – uma crítica que é inerente à dinâmica macroeconômica, independentemente de qualquer política –, nossa análise da insuficiência de demanda, que deve ser somada à análise de Keynes, depende da aceitação, pelo país em desenvolvimento, da estratégia de crescer com poupança externa ou de incorrer déficits crônicos em conta corrente; se o país rejeitar essa proposta, não haverá sentido algum em se falar de insuficiência de demanda. Embora, em alguns breves momentos, a poupança externa possa promover o desenvolvimento econômico, a experiência histórica mostra que todos os países desenvolvidos alcançaram o desenvolvimento graças a sua própria poupança interna. Mas essa observação empírica carecia de uma explicação teórica. É essa explicação que pretendemos oferecer neste capítulo. Assim, criticaremos a hipótese da ortodoxia convencional de que o crescimento econômico é apenas uma grande competição entre países em desenvolvimento para obter a poupança externa dos países ricos; em vez dis-

so, ficará claro que o desenvolvimento econômico deve ser essencialmente financiado pela poupança interna.

Embora o endividamento externo seja um problema antigo, a política de crescimento com poupança externa, que implica endividamento financeiro ou patrimonial,² assumiu um caráter deliberado de estratégia e se tornou dominante nos anos 1990. Ela foi então acompanhada pela abertura financeira dos países em desenvolvimento e por um grande aumento dos fluxos de capitais para esses países. Mas essa estratégia não foi contestada, uma vez que se presumia que os “países ricos em capital deveriam transferir seu capital para os países pobres”. A literatura econômica enfatizava apenas os problemas ligados à abertura da conta capital, como a alta volatilidade desse tipo de capital, ou problemas ligados ao endividamento externo, como o conceito de “pecado original”, isto é, o fato de que esses países não podem, como fazem os países ricos, tomar emprestado em sua própria moeda.³ Por outro lado, na literatura econômica jornalística, a poupança externa é, em geral, confundida com investimentos diretos. Não se esclarece que os investimentos diretos não financiam necessariamente os déficits em conta corrente (isto é, poupança externa); eles podem financiar o aumento das reservas internacionais ou ser uma contrapartida aos investimentos diretos feitos por esse país no exterior.⁴

As consequências da política de crescimento com poupança externa para a taxa de câmbio, contribuindo para sua valorização, não foram contestadas na literatura econômica por outra razão, além do pressuposto de que é natural para os países ricos em capital transferirem seu capital para os países pobres em capital: porque a ortodoxia convencional pressupõe que a taxa de câmbio não pode ser administrada no longo prazo. De acordo com essa teoria, a única coisa que os formuladores de políticas econômicas podem fazer é escolher entre o regime de câmbio fixo e o regime de flutuação cambial. Vemos isso de outra maneira: a alternativa “fixa ou flutuante” é uma falsa alternativa, como

² Entendemos por endividamento “financeiro” aquele que resulta de empréstimos externos, e endividamento “patrimonial” aquele que resulta de investimentos diretos.

³ Dessa vasta literatura, menciono aqui somente Calvo, Leiderman e Reinhart (1995), Rodrik (1998), Eichengreen e Leblang (2002) e Eichengreen (2003).

⁴ É o que acontece com os países asiáticos de crescimento rápido que crescem com superávits em conta corrente: os investimentos diretos que ingressam no país são compensados por investimentos diretos que as empresas desse país fazem no exterior ou por um aumento de suas reservas internacionais.

é falsa a ideia de que, no longo prazo, a taxa de câmbio real não pode ser administrada; na prática, dentro de certos limites, e por um período razoável,⁵ os países administram suas taxas de câmbio mais ou menos conscientemente.

No modelo que apresentaremos neste capítulo, essa administração começa inconscientemente, com a decisão de adotar a política de crescimento com poupança externa. Quando um país aceita essa política, administra para baixo (apreciando) a taxa de câmbio, uma vez que o déficit em conta corrente que ela implica resulta necessariamente em uma taxa de câmbio mais apreciada do que aquela que existiria na ausência desse déficit e na presença do equilíbrio da conta corrente. Do lado oposto, quando um país cresce com poupança externa negativa, ou seja, com superávit em conta corrente, estará administrando sua taxa de câmbio de modo a mantê-la competitiva. É certo que, em muitos casos, os países que aceitam a política de crescimento com poupança externa não percebem que ela implica uma taxa de câmbio valorizada, mas essa falta de percepção não muda o fato de eles estarem administrando suas taxas de câmbio para baixo, seja mantendo as altas taxas de juros, seja aceitando fluxos de capitais sem restrição.

TAXA DE CÂMBIO, SALÁRIOS E LUCROS

Começamos nosso caso com as relações de contas nacionais em uma economia sem Estado, em que o produto é a soma de investimentos com consumo e exportações menos importações; a renda bruta é a soma dos salários dos trabalhadores, ordenados da classe média profissional e lucros; e a renda nacional é a renda bruta menos os rendimentos do capital enviados ao exterior. O investimento é igual à poupança: o investimento determinando a poupança do lado da demanda, a poupança financiando o investimento *ex post*. O nível de renda é determinado pelos gastos em consumo, investimento e exportações. A poupança externa, isto é, a poupança que um país recebe de fora, é igual ao déficit em conta corrente, que, por sua vez, corresponde à balança

⁵ A ideia de que a taxa de câmbio real não pode ser administrada no longo prazo é verdadeira somente se o intervalo de tempo implícito nesse “longo prazo” for muito amplo – acima de 20 anos –, mas, nesse caso, a restrição se torna irrelevante. O que é importante é administrar a taxa de câmbio por um período razoável, que ficaria relativamente sob o controle do formulador de políticas econômicas.

comercial mais os rendimentos líquidos enviados ao exterior, que dependem da taxa de câmbio real. Quanto mais apreciada ela for, menores as exportações totais e maiores as importações totais e, portanto, maior o déficit em conta corrente ou poupança externa. A poupança interna é igual aos rendimentos do trabalho e do capital menos o consumo.

Na qualidade de preço macroeconômico estratégico, a taxa de câmbio só não determina plenamente a poupança externa ou o déficit em conta corrente porque esse déficit depende também do nível da atividade econômica do país. Assumindo que o país não enfrenta a doença holandesa, entendemos que a taxa de câmbio de “equilíbrio” é aquela que garante, intertemporalmente, o equilíbrio da conta corrente.⁶ Ela oscila em torno desse ponto em razão das entradas e saídas de capital. Se assumirmos como constantes as reservas internacionais do país, a taxa de câmbio depende do saldo ou do déficit em conta corrente, ao mesmo tempo em que o determina. Desse fato, decorre uma consequência fundamental para as economias em desenvolvimento e para a crítica que estamos desenvolvendo aqui: quando um país adota a política de crescimento com poupança externa, ou seja, crescimento com déficits em conta corrente, e os financia, seja com empréstimos seja com investimentos diretos, a taxa de câmbio será apreciada (ou sobrevalorizada) em relação àquela que prevaleceria caso ele tivesse uma estratégia de manter o saldo em conta corrente em torno de zero.⁷

Mas a taxa de câmbio tem outra consequência, menos discutida. *Quanto maior o valor da taxa de câmbio, maiores serão os salários reais (dos trabalhadores) e os ordenados reais (da classe média profissional)*, na medida em que o preço dos bens de consumo comercializáveis internacionalmente (commodities) diminui com a valorização da moeda local. Em compensação, os lucros dos capitalistas cairão, seja porque, do lado da renda, salários e ordenados aumentaram, seja porque, do lado da demanda, os capitalistas nacionais estariam ex-

⁶ Se o país sofre da doença holandesa, já vimos que essa definição é incorreta, porque, com essa taxa de câmbio, os setores que usam tecnologia de ponta não serão economicamente viáveis.

⁷ A existência de um déficit em conta corrente está associada à apreciação relativa da taxa de câmbio e, portanto, poderia envolver uma pressão do mercado para depreciá-la e zerar o déficit. No entanto, como estamos falando aqui de uma “estratégia”, isso significa que as autoridades econômicas estão satisfeitas com o déficit e, especialmente por meio de uma política de altas taxas de juros, tentam manter a taxa de câmbio em um nível relativamente apreciado, compatível com o déficit.

portando e investindo menos. Cada economia terá uma variação de salários e ordenados em relação à taxa de câmbio, que será tanto maior para cada família quanto maior for o consumo de bens comercializáveis e quanto maior for a sensibilidade das exportações e importações à taxa de câmbio. Em todo caso, será uma variação relativamente estável, que só será alterada no longo prazo. Assim, lucros, salários e ordenados, além de dependerem substancialmente do nível de produtividade da economia e de seu padrão de distribuição da renda, dependem da taxa de câmbio.

Como ocorre essa relação? A taxa de lucro é o oposto da taxa de salários. Assumindo-se que os trabalhadores recebem um salário nominal e adquirem bens comercializáveis e bens não comercializáveis, o custo de vida dos trabalhadores dependerá da taxa de câmbio nominal e da parcela de bens comercializáveis em sua cesta de consumo. Assumindo-se também que os preços são formados na economia segundo a conhecida regra de Kalecki que relaciona o nível de preços ao salário nominal, ao nível de produtividade e ao *markup*, o salário real será função da produtividade, da taxa de câmbio real e do *markup* ou padrão de distribuição de renda (Bhaduri e Marglin, 1990; Simonsen e Cysne, 1995: 452). Uma desvalorização da taxa de câmbio real com um aumento do preço dos bens comercializáveis em relação ao salário nominal significará uma queda no salário real, uma vez que a cesta de consumo dos trabalhadores se tornará mais cara. A restrição fundamental a uma desvalorização real é que um possível aumento dos salários nominais resultante da desvalorização nominal não deve exceder o aumento da taxa de câmbio nominal, dado o nível de preços. Isso só acontecerá se os preços dos bens não comercializáveis, especialmente salários nominais, permanecerem constantes ou se alterarem menos do que proporcionalmente à variação cambial (Corden, 1981: 31-32). Assim, aqui pressupomos relativa rigidez dos salários nominais e flexibilidade dos salários reais, em vez de flexibilidade dos salários nominais e rigidez dos salários reais.

Quanto aos lucros agregados, sabemos que dependem dos investimentos, os quais, por sua vez, além de dependerem da taxa de lucro esperada dada a taxa de juros, dependem das exportações. Os lucros diminuem, portanto, quando a taxa de câmbio se aprecia e as exportações caem – com a diminuição dos lucros dos capitalistas complementar ao aumento dos salários e ordenados tanto dos trabalhadores quanto da classe média profissional. O

consumo, por sua vez, depende dos salários e ordenados reais, assim como dos lucros, ou seja, depende da renda, e do diferencial entre a taxa de juros e a taxa de lucro. O consumo varia de acordo com a variação dos salários e ordenados e a variação dos lucros, e varia inversamente ao diferencial entre a taxa de lucro esperada e a taxa de juros. Quando prevalece a política de crescimento com poupança externa, a taxa de câmbio continuará em um nível relativamente apreciado. Isso faz com que os salários e ordenados reais se elevem e que o valor dos salários e ordenados permaneça em um nível artificialmente alto (isto é, incompatível com sua produtividade ou com a taxa de lucro satisfatória que mantém a economia crescendo), enquanto os lucros declinam. Assumindo-se que o efeito do primeiro movimento sobre o consumo é maior do que o efeito do segundo (já que a propensão dos trabalhadores e da classe média a consumir é maior do que a propensão dos capitalistas a consumir), *o consumo aumentará e continuará alto com a apreciação relativa da moeda, reduzindo a poupança interna*. A poupança interna é, portanto, função da taxa de câmbio.

Poder-se-ia argumentar que o aumento dos salários dos trabalhadores nas economias de desenvolvimento médio em que prevalece uma alta concentração de renda não é algo negativo, e que não reduzirá necessariamente a taxa de lucro em caso de uma insuficiência de demanda. Em primeiro lugar, no entanto, devemos salientar que os aumentos salariais resultantes de uma redução dos juros, aluguéis e lucros especulativos são sempre bem-vindos; não acreditamos, porém, que um aumento artificial dos salários por meio da sobrevalorização da taxa de câmbio possa ser incluído entre os aumentos salariais desejáveis. Em segundo lugar, salientamos que estamos raciocinando, por enquanto, em termos de oferta e, portanto, não estamos presumindo uma insuficiência de demanda. Quando examinamos a sobrevalorização do lado da demanda, observaremos que a insuficiência de demanda resultante da excessiva apreciação da moeda provocará um aumento do desemprego. O aumento artificial dos salários provocará diminuição do emprego e da renda, uma vez que a produção necessária para suprir essa demanda virá do exterior, na forma de importações. *Por esse lado, a queda nas exportações provocará uma diminuição das oportunidades de investimento ou das expectativas de lucro, dos próprios investimentos e, conseqüentemente, segundo Keynes e Kalecki, dos lucros e da poupança interna*. Ao mesmo tempo, do lado da oferta, o aumento do valor

dos salários e ordenados causado pela apreciação da taxa de câmbio levará, ao aumentar o consumo e diminuir o valor dos lucros, a um declínio dos investimentos financiados pela poupança interna. Os dois movimentos, assim, convalidam-se mutuamente e resultam em uma redução dos investimentos. Entretanto, como há ingresso de poupança externa e de investimentos financiados por ela, o investimento total e a taxa de investimento poderão aumentar, permanecer constantes ou diminuir, dependendo da taxa de substituição da poupança interna pela poupança externa.

A SUBSTITUIÇÃO DA POUPANÇA INTERNA PELA POUPANÇA EXTERNA

A poupança externa poderá ou não resultar em crescimento econômico, dependendo da taxa de substituição da poupança interna pela poupança externa. Se ela for alta – e notaremos que geralmente é –, a parcela do déficit em conta corrente que se transforma em investimento, e não em consumo, é pequena, desproporcional aos custos das remessas de juros e de lucros que se tornaram possíveis pela transferência de recursos. Definimos essa taxa z como a variação da taxa de poupança interna em relação ao PIB, S_i , em relação à variação da taxa de poupança externa em relação ao PIB, S_x :

$$z = \partial S_i / \partial S_x$$

Agora, vamos observar as variáveis que determinam a taxa de substituição da poupança interna pela poupança externa. Para a crítica aqui desenvolvida, embora trabalhem com variações da taxa de câmbio, estamos mais interessados em seu nível. Estamos apenas secundariamente interessados no momento da apreciação ou depreciação da taxa de câmbio. O que mais importa é o nível da taxa de câmbio e da correspondente poupança externa. Vamos imaginar dois períodos: t , em que a poupança externa é zero e a taxa de câmbio é a taxa de câmbio de referência ou taxa de câmbio de “equilíbrio”, e um período $t + 1$, no qual surge um déficit em conta corrente (superávit) e a taxa de câmbio é baixa (alta) ou apreciada (depreciada). Dada essa mudança, a nova taxa de câmbio será necessariamente mais apreciada. Qual será a consequência dessa valorização para o investimento? Do lado da oferta, a variável-chave que

influenciará quanto do aumento da poupança externa irá para o consumo, e não para o investimento, em razão da apreciação da taxa de câmbio e do aumento correspondente dos salários, é a propensão a consumir; quanto maior essa propensão, maior a parcela que irá para o consumo e menor a parcela que irá para o investimento. Ela dependerá também do diferencial entre a taxa de lucro esperada e a taxa de juros: quanto maior esse diferencial, menor a parcela da poupança externa adicional que irá para o consumo. Do lado da demanda, a variável chave é a elasticidade das exportações em relação à variação da taxa de câmbio e, em seguida, a elasticidade da taxa de investimento em relação às exportações ou, mais diretamente, da variação do investimento em relação à taxa de câmbio.

Qual será a variação da poupança interna em razão da apreciação da moeda do país que recebe a poupança externa? Em outras palavras, do que dependerá a taxa de substituição da poupança interna pela poupança externa? Temos aqui uma compensação: um aumento da primeira tende a acarretar uma diminuição da segunda. Uma apreciação da moeda local poderá reduzir a poupança interna em valor igual ou mesmo superior ao valor representado pelo aumento da poupança externa, causando, assim, um deslocamento da poupança interna. Se a queda da poupança interna for maior do que o aumento da poupança externa, a poupança total cai, o investimento total cai, o consumo total aumenta e a renda permanece estável. Do que depende essa substituição? Essa taxa depende da variação dos salários e ordenados em relação à apreciação da taxa de câmbio (quanto maior a variação, maior tenderá a ser a substituição), da variação dos lucros esperados dos investimentos orientados para a exportação em relação à taxa de câmbio, da propensão a consumir e do diferencial entre a taxa de juros e a taxa de lucros esperada, ou seja, das oportunidades de investimento. A mais relevante dessas variações é a variação das oportunidades de investimento, porque, ao contrário das outras, varia fortemente. Se houver grandes oportunidades de lucro, a classe capitalista usará uma parcela maior de sua renda esperada e auferida para investir, aumentando sua propensão marginal a investir. Além disso, os aumentos dos salários da classe trabalhadora e (especialmente) dos ordenados da classe média também aumentarão sua propensão marginal a investir, possivelmente anulando o incentivo ao aumento do consumo oriundo do aumento dos salários reais. Do lado da demanda, a taxa de substituição da

poupança interna pela poupança externa será tanto maior quanto maior for a elasticidade das exportações em relação à variação da taxa de câmbio e quanto maior for a elasticidade dos investimentos às exportações e, portanto, quanto maior for a reação dos investimentos à variação da taxa de câmbio. A demanda e a oferta operam, portanto, na mesma direção: do lado da demanda, a apreciação da taxa de câmbio desencadeia sucessivamente uma diminuição das exportações, dos investimentos destinados à exportação e da poupança como resíduo do investimento; do lado da oferta, a diminuição dos investimentos é sancionada pela diminuição direta da poupança interna causada pelo aumento dos salários reais e pelo aumento do consumo causado pela mesma apreciação da taxa de câmbio.

Qual é o sentido, na prática, da taxa de substituição da poupança interna pela poupança externa? Ignorando o sinal, se a taxa for igual a 1% ou a 100%, significa que o aumento da poupança externa corresponde a uma diminuição semelhante da poupança interna – nesse caso, há substituição total. Se for 0%, não há substituição de poupança. No primeiro caso, a poupança externa adicional não causa qualquer aumento da taxa de investimento; no segundo, toda ela é transformada em aumento do investimento e, portanto, da taxa de investimento. Nos casos intermediários, parte da poupança externa será canalizada para o consumo e parte para o investimento. A taxa de substituição da poupança interna pela poupança externa será particularmente maior quanto menor for o diferencial entre a taxa de lucro esperada e a taxa de juros, isto é, quanto menores forem as oportunidades de investimento. Nesse caso, além do fato de os trabalhadores demonstrarem alta propensão a consumir, a classe média também tenderá a consumir quase todo o aumento de seus ordenados, e nem mesmo os capitalistas que enfrentam lucros declinantes reduzirão significativamente seu consumo. Assim, se o diferencial entre juros e lucros for pequeno, teremos oportunidades de investimento “normais”, que nem estimularão a classe média a transferir parte de seus aumentos salariais para o investimento nem convencerão os capitalistas a consumir menos. Em consequência, o ingresso de poupança externa será fortemente compensado pela diminuição da poupança interna decorrente do aumento do consumo. Além disso, os próprios lucros e seu reinvestimento serão modestos. O resultado desses dois fatos é que não haverá novos investimentos, apesar da entrada de poupança externa. No outro extremo, se o diferencial entre a taxa de lucro e

a de juros for grande e a variação do consumo for pequena, uma parcela substancial do aumento dos salários e ordenados será dirigida não para o consumo, mas para o investimento.

Neste capítulo, nossa hipótese é que, em condições normais, a taxa de substituição da poupança interna pela poupança externa tende a ser alta, acima de 50%; ela se aproximará de 100% quando os déficits em conta corrente ocorrerem sem qualquer vinculação com os investimentos e prevalecer um processo de crescimento particularmente lento, como aconteceu na América Latina na década de 1990. Sabemos porém, histórica ou empiricamente, que, sob certas circunstâncias, alguns países se desenvolveram com poupança externa. Qual é a condição para que isso ocorra, ou seja, para que a substituição da poupança interna pela poupança externa permaneça próxima de 0%? Para que a taxa permaneça mais próxima de 0% do que de 100%, seria necessário que uma combinação favorável de externalidades e aumento da demanda desse origem a oportunidades de investimento substanciais, que se expressam em altas taxas de lucro esperadas, sempre combinadas com elevadas taxas de crescimento do PIB. É importante observar que, da mesma forma que há substituição da poupança interna pela poupança externa quando aumenta o déficit em conta corrente, pode ocorrer o inverso, isto é, a substituição da poupança externa pela poupança interna quando o déficit em conta corrente ou a poupança externa estiverem diminuindo. Nesse caso, do lado da oferta, os salários e ordenados cairão; do lado da demanda, as exportações e os investimentos aumentarão, causando a substituição inversa.

EVIDÊNCIA EMPÍRICA

Muitos estudos empíricos mediram a relação entre o uso de poupança externa e o nível de poupança interna. A maioria mostra uma substituição da poupança interna pela poupança externa, no que parece ser quase um consenso na literatura. Curiosamente, a questão cambial é deixada de lado. A maioria dos estudos nessa área não está preocupada com o papel da taxa de câmbio na determinação do nível de poupança interna ou externa, nem oferece uma explicação da taxa de substituição da poupança externa pela poupança interna. Eles simplesmente apresentam os resultados de suas pesquisas, que são significativos, sem, contudo, oferecer qualquer teoria explicativa.

Antes da clássica pesquisa de Feldstein e Horioka (1980) com relação aos países ricos da OCDE,⁸ Fry (1978) foi um dos pioneiros dos estudos econométricos destinados a medir os possíveis determinantes da poupança interna. Embora ele não esteja basicamente preocupado com a relação entre poupança interna e poupança externa, fornece, em suas análises empíricas, resultados indiretos sobre o grau de substituição entre ambas. Ele começa com uma formulação que tenta explicar os níveis de poupança interna como função da taxa de crescimento e nível do PIB *per capita*, taxa real de juros e nível de poupança externa. As análises são feitas com regressões de mínimos quadrados com *dummies* para os diferentes países. São fornecidos dados de sete países asiáticos no período 1962-72: Índia (1962-72), Coreia do Sul (1962-72), Burma (1962-69), Malásia (1963-72), Filipinas (1962-72), Cingapura (1965-72) e Taiwan (1962-72), e os resultados apontam para um coeficiente de aproximadamente -0,5 relacionado à poupança externa. Ou seja, 50% da utilização da poupança externa seriam neutralizados por queda da poupança interna. Sebastian Edwards (1995) realiza uma ampla análise dos determinantes da poupança privada doméstica. Além de discutir alguns aspectos teóricos envolvendo várias explicações para diferentes níveis de poupança interna, apresenta uma extensa análise empírica dos países desenvolvidos e em desenvolvimento. Ele faz estimativas com um painel de dados de 1970 a 1992 de 25 países em desenvolvimento e 11 países desenvolvidos. Usa uma extensa lista de variáveis independentes e, portanto, de possíveis candidatas a determinantes da taxa de poupança privada doméstica: taxa de dependência demográfica (população abaixo de 15 anos de idade mais população acima de 65 anos dividida pela população entre 15 e 65 anos), população urbana, poupança pública, taxas de crescimento, PIB *per capita*, base monetária/PIB, crédito para o setor privado, gastos públicos em previdência social, taxa real de juros, poupança externa, inflação, distribuição da renda e estabilidade política. Nos vários modelos estimados, ele encontra novamente um valor negativo de cerca de 0,5 para o coeficiente de

⁸ Um grande número de estudos posteriores confirmou os achados de Feldstein e Horioka. Entretanto, alguns economistas, surpresos, insistiam em falar do “quebra-cabeça Feldstein-Horioka”. Nos últimos anos, contudo, estudos econométricos demonstraram que se tratava essencialmente de uma restrição de solvência daqueles países (Sinn, 1992; Rocha, 2004; Coakley, Kulasi e Smith, 1996).

poupança externa (mínimo 0,38, máximo 0,625), mostrando uma substancial substituição entre a poupança privada doméstica e a poupança externa.

Schmidt-Hebbel et al. (1992) estudam o comportamento da poupança interna sob a perspectiva das famílias. Em vez de se concentrarem na poupança agregada, baseiam sua análise empírica na poupança das famílias em relação à renda disponível. Entre as variáveis independentes usadas para a estimativa, eles selecionam, por exemplo, níveis de renda familiar *per capita* (taxas e tendência), taxas de juros reais, taxas de inflação e poupança externa. Os cálculos são feitos para 10 economias em desenvolvimento entre 1970 e 1985 com dados em painel, usando um modelo de efeitos fixos e aleatórios. Os coeficientes relacionados à poupança externa apontam para valores em torno de $-0,2$, mostrando certo grau de substituição entre a poupança externa e a poupança interna. Os autores chamam a atenção para esse fato: “A poupança externa, que age como uma restrição de liquidez externa, estimula o consumo privado, como evidenciado por sua influência significativamente negativa sobre a poupança.”⁹

Ainda de acordo com esse raciocínio, Reinhart e Talvi (1998) estabelecem uma comparação entre a Ásia e a América Latina quanto às relações entre poupança externa e poupança interna. Argumentam que os altos níveis de poupança na Ásia estão mais relacionados a tendências históricas do que ao comportamento dos fluxos de capital. Eles encontram resultados empíricos que se alinham aos de Schmidt-Hebbel et al. (1992) e Edwards (1995), no sentido de que há um razoável grau de substituição entre as duas. A utilização da poupança externa está negativamente correlacionada com o nível de poupança interna em ambas as regiões. Usando uma especificação próxima da de Fry (1978), em que a poupança interna é definida como função da poupança externa e um vetor de outros determinantes, Uthoff e Titelman (1998) também encontram uma relação negativa entre níveis de poupança interna e de poupança externa, que gira em torno de $-0,5$. Especificam um modelo no qual a poupança interna depende de tendência, crescimento e desvios do PIB *per capita*, da taxa de inflação, da taxa de dependência demográfica, como em Edwards (1995), e da tendência e desvio da poupança externa e da taxa de juros real. As estimativas abrangem 15 países latino-americanos e do Caribe entre 1972 e 1993, totalizando 330 obser-

⁹ Schmidt-Hebbel et al. (1992: 543).

vações, e os resultados com relação à poupança externa indicam um coeficiente negativo altamente significativo de $-0,47$.

Os autores também estimam o impacto da poupança externa sobre a poupança interna, a partir de uma separação entre tendência e desvio de tendência da poupança externa. Novamente, os resultados apontam para um coeficiente negativo de cerca de $-0,48$, com valores entre $-0,31$ e $-0,46$ para o impacto do aumento de tendência, e entre $-0,48$ e $-0,49$ para desvios de tendência. O caso mexicano se destaca. Entre 1983-90 e 1992-94, a utilização da poupança externa no México aumentou em 7,4 pontos percentuais do PIB, mas a taxa de investimento aumentou somente em 4,4 pontos percentuais do PIB. Grande parte dos recursos externos foi usada para financiar o aumento do consumo, e a poupança interna declinou. Para a média da América Latina, a poupança externa aumentou dois pontos percentuais entre 1983-90 e 1992-94, enquanto a taxa de investimento aumentou em 0,3 pontos percentuais do PIB e a poupança interna caiu 1,7 ponto percentual.¹⁰

Embora não usem a taxa de câmbio diretamente nas medições econômétricas, tais estudos fornecem, mesmo que indiretamente, evidências empíricas favoráveis aos argumentos teóricos apresentados neste capítulo. Assumindo-se que situações de déficit em conta corrente sejam acompanhadas de certo grau de apreciação da taxa de câmbio, podemos concluir que os estudos empíricos apresentados se alinham com o argumento de que, em geral, a utilização da poupança externa está relacionada a uma diminuição da poupança interna e a um aumento do nível agregado de consumo. Por outro lado, a substituição observada da poupança interna pela poupança externa, dependendo do país e do período para o qual os dados são coletados, provavelmente deriva da existência ou não, em cada momento dado, de expectativas muito elevadas de taxa de lucro ou, em outras palavras, de oportunidades substanciais de investimento transformadas em altas taxas de crescimento.

O CASO BRASILEIRO NOS ANOS 1990

Nos estudos originais de Bresser-Pereira (2002) e Bresser-Pereira e Nakano (2002a) que criticaram a política de crescimento com poupança externa,

¹⁰ Uthoff e Titelman (1998: 36).

já havia outras confirmações empíricas do fracasso da poupança externa em promover o crescimento. Usando a metodologia desenvolvida neste capítulo, calculei a taxa de substituição da poupança interna pela poupança externa no Brasil entre 1994 e 1999, quando o déficit em conta corrente do país aumentou fortemente, e encontrei uma taxa de substituição de 131,9%; por outro lado, calculei a taxa de substituição da poupança externa pela poupança interna entre 1999 e 2006, quando ocorreu o movimento inverso no déficit em conta corrente, e encontrei uma taxa de substituição da poupança externa pela poupança interna de 68,4%.¹¹ Como consequência, a taxa de investimento não aumentou durante o primeiro período, quando a poupança externa aumentou, e praticamente não caiu no segundo período, quando a poupança externa recebida pelo país declinou e se tornou negativa.¹²

Tabela 3: Taxa de substituição da poupança interna pela poupança externa (1994-1999) e da poupança externa pela poupança interna (1999-2006).

	Poupança Externa, S_x (% PIB)	Poupança Interna, S_i (% PIB)	Taxa de Investimento (% PIB)	Período	Poupança externa ΔS_x	Poupança Interna ΔS_i	Taxa de substituição $\Delta S_i/\Delta S_x$ (%)
1994	0,44	19,83	21,27				—
1999	4,73	14,17	19,20	1994-99	4,29	-5,66	131,9
2006	-2,86	19,36	16,50	1999-06	-7,59	5,19	68,4

Fonte: Ipeadata. Observação: A taxa de substituição da poupança interna pela poupança externa é um conceito do autor explicado no texto.

Como podemos ver na Tabela 3, o déficit em conta corrente, ou ingresso de poupança externa, aumentou fortemente no Brasil entre 1994 e 1999: 4,29% do PIB. Apesar disso, conforme preveria a teoria que sustenta a crítica

¹¹ As variações foram calculadas com base na média das variáveis nos três anos anteriores a cada um dos dois períodos. Esses dados já levam em conta a mudança no método de cálculo do PIB anunciado pelo *Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE)* em março de 2007.

¹² O choque estrutural positivo sofrido pela economia brasileira transformou o déficit em conta corrente de 4,33% do PIB em 1999 em um superávit de 1,49% em 2005, correspondendo a um ajuste externo de 5,81% do PIB.

da política de crescimento com poupança externa, a taxa de investimento não aumentou; ao contrário, declinou de 20,8% para 18,9%. Por outro lado, os déficits em conta corrente no período de 1994-1999 foram cobertos por dois tipos de financiamento: empréstimos e principalmente investimentos diretos. Os investimentos diretos aumentaram de forma extraordinária. Mesmo assim, a taxa de investimento total da economia não aumentou durante o período, mas caiu, como podemos ver na tabela; em vez disso, foi a renda líquida enviada ao exterior que aumentou.

A partir da desvalorização do real em 1999, começa o processo inverso: ocorre um choque estrutural e o déficit em conta corrente, de 4,73% do PIB em 1999, se transforma, em 2006, em um superávit de 2,9%. Temos, portanto, um ajuste externo¹³ de 7,6% do PIB entre 1999 e 2006. Esses dados estão na Tabela 1, em que também podemos ver que, da mesma forma que a taxa de investimento não aumentou no período anterior, quando a poupança externa estava aumentando, não aumentou quando a poupança externa declinou, mas diminuiu para 16,50% do PIB – uma queda de 2,7% do PIB contra uma queda da poupança externa de 7,6% do PIB.

Nesse segundo período, portanto, há uma substituição da poupança externa pela poupança interna de 68,4%. Isso acontece porque, como já argumentei, os salários diminuem tanto quanto o consumo, aumentando, assim, a poupança interna do lado da oferta, enquanto do lado da demanda as exportações aumentam (elas quase dobraram entre 2002 e 2005), levando a um aumento do investimento em bens comercializáveis e, portanto, a um aumento da poupança interna. No caso brasileiro, esse processo inverso de substituição foi alimentado durante esse período pelo ajuste fiscal que começou em 1999 e pela redução dos salários reais causada pela acentuada desvalorização do real em 1999 e no final de 2002. Se os argumentos apresentados aqui estiverem corretos, o Brasil deveria ter tido, durante o primeiro período, uma alta taxa de substituição da poupança interna pela poupança externa e, no segundo período, uma taxa de substituição da poupança externa pela poupança interna igualmente alta ou mesmo superior.

Como vimos na seção anterior, outros pesquisadores, embora sem uma teoria para explicar o fenômeno, mediram o deslocamento da poupança in-

¹³ A diferença entre o déficit em conta corrente de 1999 e o de 2006.

terna causado pela poupança externa em vários países e períodos, e a maioria dos resultados está em torno de 50%. No Brasil da década de 1990, portanto, a taxa foi substancialmente maior do que essa taxa média já muito alta. Por outro lado, o processo inverso de substituição da poupança externa pela poupança interna, que começa em 2000, poderia parecer surpreendente, mas também é previsto pelo modelo que apresentamos. O aumento da poupança interna foi resultado não apenas da queda dos salários reais, mas também do ajuste fiscal do governo que começou em 1999¹⁴ e do aumento das exportações a partir de 2002. Esse aumento das exportações é explicado não apenas por uma taxa de câmbio mais favorável, mas principalmente pela melhoria do preço dos bens exportados pelo Brasil, que aumentou 30% entre 2002 e 2005.¹⁵

Resumindo, este capítulo mostra os efeitos negativos da aceitação, por uma nação, da política de crescimento com poupança externa, que é amplamente sugerida na literatura econômica e, em especial, por aqueles intelectuais que aceitam a ortodoxia convencional. Ao escolher esse caminho, o país enfrentará o problema da insuficiência de demanda decorrente da falta de incentivos apropriados aos investimentos destinados às exportações, porque a moeda tenderá a ficar sobrevalorizada. Essa apreciação da taxa de câmbio acontece em relação à taxa de câmbio de referência, que, intertemporalmente, equilibra a conta corrente do país. Como já discutido, a taxa de câmbio determina não apenas as exportações e as importações e, portanto, a poupança externa, mas também os salários e ordenados reais, assim como os lucros e, portanto, o consumo e a poupança interna. Dado o pressuposto de uma relação estável entre taxa de câmbio e salários, ordenados e lucros, a variável fundamental, nesse caso, é a propensão a consumir, que variará, dependendo da existência de oportunidades normais ou de grandes oportunidades de investimento. Do lado da demanda, o investimento e, portanto, a poupança dependem da elasticidade das exportações em relação à taxa de câmbio e da elasticidade dos investimentos às exportações ou, mais diretamente, da elasticidade dos investimentos à taxa de câmbio. Assim, o nível da taxa de câmbio também determina o investimento.

¹⁴ Enquanto entre 1995 e 1998 o superávit primário ficou em torno de 0%, no período 1999-2002 oscilou em torno de 3,5% e, nos quatro anos seguintes, em torno de 4,5% do PIB.

¹⁵ Fonte: Funcex.

A entrada de capitais ou de poupança externa tende a produzir uma apreciação da taxa de câmbio, bem como um aumento dos salários reais e das importações, uma vez que a variação ou elasticidade do consumo com relação à remuneração dos trabalhadores e da classe média é geralmente próxima de 1. Do lado da demanda, ela também tende a reduzir as exportações e os investimentos orientados para as exportações. Como consequência, temos uma significativa substituição da poupança interna pela poupança externa, que, segundo os achados das pesquisas, gira em torno de 50% em circunstâncias normais, mas pode ser maior ou menor, dependendo da situação econômica. Quando, porém, a economia vive um período de altas taxas de crescimento, em que há elevado diferencial entre a taxa de lucro esperada e a taxa de juros de longo prazo, o aumento do consumo pode ser pequeno, porque a classe média em particular poderá direcionar seu aumento real de ordenados para o investimento, agora muito mais atraente. Essa é a razão pela qual, em certos períodos, como nos Estados Unidos na segunda metade do século XIX, ou na Coreia do Sul e no Brasil na primeira metade da década de 1970, tivemos crescimento com poupança externa.

Nossa hipótese, porém, é que, na maioria dos casos, como ocorreu durante os anos 1990, essa condição excepcional não está presente e a poupança externa se transformará simplesmente em maior consumo e em maior endividamento financeiro ou patrimonial (originário de investimentos diretos) do país, ambos implicando um pesado ônus de remessa de rendimentos ao exterior sem um aumento do investimento ou da taxa de crescimento. Isso também explica por que os países asiáticos defenderam tão fortemente suas taxas de câmbio, mantendo-as competitivas, por meio da política de crescimento com poupança externa negativa, ou seja, com superávits em conta corrente e aumento das reservas ou dos investimentos no exterior. Essa crítica contradiz o pressuposto do pensamento econômico convencional de que os países ricos em capital transferem (e devem transferir) seus recursos para os países pobres em capital. Sabemos, porém, que o avanço da ciência, em qualquer campo, consiste em desafiar várias formas de saber convencional – um saber que, sendo quase sempre apenas hipotético-dedutivo, é facilmente refutado pela experiência histórica dos países, que sempre foi a de que o capital se faz em casa. Com este capítulo, esperamos contribuir para uma teoria que possa explicar essa experiência e as baixas taxas de crescimento dos países que recor-

rem à poupança externa. Esperamos também contribuir para o fortalecimento de uma nova perspectiva de macroeconomia que enfatize a importância da demanda agregada e a necessidade de uma taxa de câmbio competitiva que garanta a sustentabilidade dessa demanda.