

## **POUPANÇA EXTERNA E INVESTIMENTO (DEBATE COM O PROF. AFFONSO CELSO PASTORE)**

Este arquivo contém os quatro artigos que compuseram meu debate com o prof. Affonso Celso Pastore em *O Estado de S. Paulo*. São apresentados na ordem em que foram publicados. O quarto artigo (minha resposta à tréplica de Pastore) não foi publicado porque o jornal preferiu não alimentar o debate.

Neste site, no menu lateral, na categoria “Câmbio e poupança externa”, o leitor poderá encontrar os principais artigos que escrevi sobre o assunto.

São Paulo, 22 de março de 2010.

## **CÂMBIO REAL E CRESCIMENTO ECONÔMICO**

Affonso Celso Pastore

*O Estado de S. Paulo*, 28.2. 2010

Os críticos do atual regime cambial brasileiro propõem que o governo exerça maior grau de arbítrio, sustentando a taxa cambial em um nível permanentemente mais depreciado. Com isso, segundo eles, o Brasil geraria um aumento das exportações líquidas, provocando superávits nas contas correntes e transformando-se em um exportador de capitais, mas colhendo, em contrapartida, a aceleração do crescimento econômico. O exemplo da China, com superávits nas contas correntes, acumulação de reservas e manutenção de altas taxas de crescimento, é usado para confirmar a vantagem da proposta.

Mas será que a pura e simples manutenção do câmbio mais depreciado nos levaria de fato ao crescimento acelerado e a superávits nas contas correntes?

Para responder a essa indagação, temos de ir além da definição contábil de que os superávits nas contas correntes são o excesso de exportações sobre as importações de bens e serviços. Do ponto de vista econômico, o país gera superávits quando e somente

quando poupa domesticamente mais do que investe, o que significa que gera um produto maior do que a demanda total doméstica.

A China tem uma taxa de investimentos perto de 45% do PIB, que é o triplo da média brasileira dos últimos anos, mas tem taxas de poupança ainda maiores. A demanda doméstica menor do que a produção é consequência do fato de sua poupança ser maior que os investimentos, explicando a geração dos superávits nas contas correntes. É a enorme taxa de investimentos, de 45% do PIB, que explica o seu sucesso em manter taxas de crescimento tão elevadas, e é o excesso das poupanças domésticas sobre os investimentos que explica os superávits nas contas correntes.

O Brasil, ao contrário, tem poupanças domésticas baixas, e sempre que a taxa de investimentos aumenta, acelerando o crescimento do PIB, surgem déficits nas contas correntes. O Brasil não é um exportador de capitais, e os investimentos exigem a complementação das poupanças externas, que são importadas através dos déficits nas contas correntes.

Os dados das contas nacionais mostram que, quando os déficits nas contas correntes se elevam, há também alguma elevação do consumo, o que indica que existe alguma substituição de poupanças domésticas por poupanças externas. Mas essa substituição é apenas parcial, porque a maior parte dos déficits se destina a financiar o aumento dos investimentos, e não do consumo.

Quem duvidar dessa proposição é convidado a procurar os dados das contas nacionais, e dividir tanto a formação bruta de capital fixo (os investimentos) quanto as importações líquidas (o déficit nas contas correntes) pelo PIB, superpondo as duas séries. Quem fizer isso vai assustar-se com a forte correlação entre as duas séries, mostrando que sempre que os déficits em contas correntes se elevam crescem, também, as taxas de investimento. Conclui-se que as poupanças externas são predominantemente usadas para elevar a capacidade produtiva, contribuindo para o crescimento econômico.

Diante dessa evidência, o Brasil tem pela frente dois caminhos para manter taxas elevadas de crescimento. O primeiro é alterar radicalmente suas políticas econômicas, visando a elevar as poupanças totais domésticas, livrando-se da dependência das poupanças externas. Para tanto, teria de começar elevando a poupança do governo, reduzindo os gastos públicos correntes e as transferências de renda que estimulam o consumo privado.

Mas, na ausência de uma inflação inesperada, que corte gastos públicos em termos reais, sua redução seria extremamente lenta e exigiria um esforço enorme. Não nos parece que esse objetivo esteja na agenda de qualquer candidato a presidente da República. Por isso, não tenho esperanças de trilharmos o caminho chinês.

O segundo caminho é aceitar que as poupanças domésticas são baixas e, para acelerar o crescimento econômico, teremos de conviver com os déficits mais elevados nas contas correntes. Como essa parece ser a escolha mais provável, cabe discutir os limites, as consequências e os riscos dessa opção.

Uma consequência está associada à valorização cambial. Um aumento das importações líquidas de bens e serviços somente se dá com o câmbio real valorizado, o que pode ocorrer ou através de ingressos de capitais que valorizem o câmbio nominal ou através de maior inflação. Se fosse possível impedir, ainda que parcialmente, os ingressos de capitais, o País não teria como financiar a totalidade dos déficits nas contas correntes necessários para elevar as poupanças que faltam para financiar os investimentos maiores. O câmbio real seria mais depreciado, mas as taxas de crescimento econômico seriam menores.

Qual é o limite para esses déficits nas contas correntes? Da mesma forma como qualquer governo colhe o aumento da dívida pública ao gerar déficits públicos, o País vê seu passivo externo líquido crescer quando acumula déficits persistentes nas contas correntes, quer esse passivo ocorra na forma de dívida externa (pública e privada) quer ocorra na forma de investimentos (diretos ou em ações).

Embora seja preferível um passivo maior na forma de investimentos do que na forma de dívida (os investimentos trazem mais tecnologia, aumentando a produtividade), em ambos os casos são gerados encargos. Em economia "não há almoço gratuito". Um passivo acumulado na forma de dívida externa (pública ou privada) gera o encargo dos juros e, se for acumulado na forma de investimentos diretos (ou de ações), gera o encargo dos lucros e dividendos.

Por isso, países com um passivo maior têm um câmbio real de equilíbrio mais depreciado. Em 2002, o passivo externo líquido brasileiro caminhava em torno de 50% do PIB, por isso o câmbio real de equilíbrio teria de ser, como era, mais depreciado do que em 2008, quando o passivo externo brasileiro era bem menor, em torno de 20% do PIB.

Se estivermos diante de uma sequência de anos de taxas mais elevadas de investimento, temos de estar preparados para uma sequência de anos de déficits mais elevados nas contas correntes, o que significa uma elevação contínua do nosso passivo externo líquido.

Os déficits nas contas correntes muito elevados contêm a semente de sua própria destruição ao exigirem, depois de algum tempo, a depreciação do câmbio real de equilíbrio para financiar os encargos de um passivo externo líquido mais elevado. Poderemos crescer temporariamente mais apenas enquanto a restrição imposta por um passivo externo mais elevado não nos tolher.

Ao consumir mais no presente, poupando menos, somos empurrados para a necessidade de absorver poupanças externas, que, por algum tempo, podem financiar taxas mais elevadas de investimento. Mas a absorção das poupanças externas tem limites, o que, por sua vez, coloca um limite às taxas de investimento. O ideal seria elevar as poupanças domésticas, reduzindo aquela limitação. Nada substitui a necessidade de enfrentar as reformas, no campo fiscal, que elevem as poupanças domésticas e preparem o País para um crescimento mais acelerado.

Neste ponto cabe uma advertência: aceitar um câmbio mais apreciado não significa aceitar um câmbio sobrevalorizado. Ondas de ingressos de capitais produzem ciclos de valorização do câmbio nominal, o que, diante do grau de inércia que existe nos preços nominais, pode levar o câmbio real atual abaixo do câmbio real de equilíbrio, provocando a sobrevalorização cambial.

Os países emergentes são por vezes agredidos por ondas enormes de ingressos de capitais. Um tsunami como esse ocorreu nos anos 1990, logo após a fase mais aguda da crise da dívida dos anos 1980, e é essa a história de muitos países que cresceram acima de seus próprios meios no período anterior ao início da atual crise mundial, beneficiando-se dos ingressos de capitais gerados pela liquidez internacional excessiva.

O Brasil é, frequentemente, vítima dessas ondas de ingressos de capitais, e isso justifica que o Banco Central intervenha no mercado de câmbio para evitar uma valorização excessiva do real. Essas intervenções são legítimas e bem-vindas porque nos preparam para absorver choques externos, como ficou provado na atual crise mundial, e evitam que tenhamos a ilusão de um crescimento sustentável maior, quando estaríamos apenas criando uma crise futura.

Mas as intervenções para acumular reservas diferem de ações mais profundas, tentando controlar o próprio câmbio real, como querem os que buscam enquadrar o Brasil à força no modelo chinês de crescimento econômico. Entre outras coisas, as intervenções no mercado de câmbio devem permanecer exclusivamente nas mãos do Banco Central, não havendo nenhum sentido econômico para a criação de um fundo soberano de riqueza. Afinal, o Brasil não tem excesso de poupanças sobre os investimentos, o que, naturalmente, permitiria que investisse esse excesso em ativos no exterior.

Na qualidade de importador de capitais, um fundo soberano de riqueza somente pode acumular ativos internacionais gerando dívida pública, o que é um absoluto contrassenso.

## DÉFICITS, CÂMBIO E CRESCIMENTO

Luiz Carlos Bresser-Pereira

*O Estado de S. Paulo*, 7.3.2010

São muitos os economistas ortodoxos brasileiros, mas nenhum é tão sério e competente quanto o prof. Affonso Celso Pastore. Suas análises macroeconômicas são sempre bem estruturadas e bem argumentadas, e terminam quase sempre pela recomendação de maior austeridade fiscal – algo com o que concordo. Somos ambos contra déficits públicos que endividam irresponsavelmente o Estado. Por que não ter a mesma posição em relação a déficits em conta corrente que endividam irresponsavelmente a nação (as famílias, as empresas e o Estado somados)? Por que dois pesos e duas medidas? O prof. Pastore, em artigo no *O Estado de S. Paulo* (28.2.2010), tem uma explicação para esta contradição – para sua defesa de déficits em conta corrente e para a política cambial vigente. Ela reproduz a teoria que os países ricos e seus economistas sempre usaram em relação aos países em desenvolvimento: propor que incorram em déficit em conta corrente para assim obter “poupança externa” na forma de investimentos diretos ou de empréstimos que financiem aquele déficit. O pressuposto que o nome “poupança externa” sugere é que o déficit em conta corrente se somaria à poupança interna dos países, e, assim, sua taxa de investimento (que é decisiva para o desenvolvimento econômico) aumentaria. Entretanto, esta tese, ou a afirmação que “os países ricos em

capital devem transferir seus capitais para os países pobres em capitais” é tão verdadeira quanto a de que a terra é plana... Parece ser verdadeira, mas é essencialmente falsa.

Quando um país decide aceitar essa proposta de “crescimento com poupança externa”, a primeira consequência é a apreciação da taxa de câmbio. Em seguida, do lado da oferta, ocorre o aumento artificial dos salários, e, em consequência, o aumento do consumo interno. Dada a propensão marginal a consumir elevada existente nos países em desenvolvimento, o aumento do consumo e a correspondente redução da poupança interna são grandes, de forma que diminui a poupança interna e a poupança externa em grande parte a substitui, ao invés de se constituir em um acréscimo à poupança interna. Do lado da demanda, o resultado é o mesmo: a apreciação da moeda provoca a diminuição das oportunidades de investimento lucrativo voltados para a exportação; caem os investimentos e, em termos keynesianos, cai a poupança interna. Mais amplamente, o endividamento externo provoca uma sucessão de três males: primeiro, temos uma elevada taxa de substituição da poupança interna pela externa, grande parte das entradas de capitais financiando o consumo ao invés do investimento; segundo, temos o aumento do endividamento externo que leva o país a uma condição de fragilidade externa e à política desastrosa do *confidence building*, a aceitar sem crítica as recomendações de nossos credores e concorrentes; e, terceiro, temos a crise de balanço de pagamentos.

Se os investimentos de empresas multinacionais (que são desejáveis se trouxerem tecnologia para o país) financiam déficit em conta corrente, eles têm o mesmo destino dos empréstimos. Mesmo que a empresa multinacional faça um investimento novo ao invés de apenas comprar uma empresa já existente, boa parte dos recursos entrados no país acaba indiretamente financiando o consumo através da valorização do câmbio. Isto não aconteceria se o investimento direto não financiasse déficit em conta corrente mas se constituísse em recurso que o país usa para fazer seus investimentos e aplicações financeiras externas. É assim que age a China.

Argumenta Pastore que nossa taxa de poupança é insuficiente – menos da metade da mesma China. Não há dúvida sobre isto. O equívoco está em pensar linearmente que o problema se resolve com apelo à poupança externa. Hoje já existe um conjunto de pesquisas significativo mostrando que quanto menor for o déficit (ou maior o superávit) em conta corrente, maior é a taxa de crescimento do país. Esta mesma relação pode ser decomposta e dois estágios, de forma que quanto menor for o déficit (ou maior o

superávit) em conta corrente, mais competitiva é a taxa de câmbio, e quanto mais competitiva a taxa de câmbio, maior a taxa de crescimento do país.

Como, então, aumentar a taxa de poupança do Brasil? É necessário que as famílias reduzam seu consumo de luxo e que o Estado reduza seus gastos administrativos ou burocráticos, ou, em outras palavras, que torne mais eficientes seus serviços sociais e seus serviços de segurança. Mas o mais importante para aumentar a poupança é administrar a taxa de câmbio para que ela se mantenha competitiva ao invés de cronicamente apreciada. É não aumentar artificialmente os salários, e, sim, garantir aos empresários boas expectativas de lucro ou, em outras palavras, boas oportunidades de investimento voltado para a exportação. Em um país que ainda tem mão de obra relativamente barata como o Brasil, se a taxa de câmbio for competitiva, todo o mercado externo estará aberto às suas empresas competentes. Quando a taxa de câmbio é sobreapreciada como é hoje a brasileira, de nada adianta ser eficiente.

O prof. Pastore afirma que “os críticos do atual regime cambial brasileiro” defendem uma taxa de câmbio “permanentemente mais depreciada”. Não é isto que defendo, e sim uma taxa de câmbio *de equilíbrio*, ou seja, uma taxa de câmbio *competitiva*. Como defini-la? Se não fossemos vítimas da doença holandesa, a taxa de câmbio competitiva é aquela que equilibra intertemporalmemente a conta corrente: é a taxa de câmbio de “equilíbrio corrente”. Hoje, algo em torno de R\$ 2,00 por dólar. Como, entretanto, temos uma leve mas real doença holandesa (grave é a dos países produtores de petróleo), a taxa de câmbio competitiva é a de “equilíbrio industrial” – ou seja, aquela taxa de câmbio que torna competitivas internacionalmente as empresas produtoras de bens e serviços comercializáveis que adotem tecnologia no estado da arte mundial. Hoje, algo provavelmente em torno de R\$ 2,40 por dólar.

Para manter a taxa de câmbio relativamente estável nesse nível é preciso administrá-la. Sabemos que a taxa de câmbio dos países em desenvolvimento não é bem controlada pelo mercado, não flutua docemente em torno do equilíbrio corrente, como pretendem os ortodoxos. Nem é simplesmente volátil em torno desse equilíbrio, como supõem os keynesianos. Na verdade, se deixada completamente livre, ela tende estruturalmente à sobreapreciação, não sendo o mercado, mas as crises de balanço de pagamentos, as paradas súbitas, que a “controlam”. Quando ocorre a crise, há uma violenta depreciação, mas, em seguida, passam a operar as causas de apreciação. Entre elas, temos, em primeiro lugar, a doença holandesa, que puxa a taxa de câmbio do equilíbrio industrial

para o corrente; em seguida, a política de crescimento com poupança externa, as entradas de capitais especulativos e o populismo cambial que levam o país sucessivamente ao déficit em conta corrente, à substituição da poupança interna pela externa, ao endividamento externo excessivo, ao *confidence building*, e, afinal, a nova crise.

O prof. Pastore está ciente dos perigos dos déficits em conta corrente. Diz-nos ele: “Os déficits nas contas correntes muito elevados contêm a semente de sua própria destruição ao exigirem, depois de algum tempo, a depreciação do câmbio real de equilíbrio para financiar os encargos de um passivo externo líquido mais elevado.” Por que, então, a contradição de começar o artigo defendendo o “crescimento com poupança externa”? A explicação está nas duas crenças equivocadas que acabei de criticar: a crença que déficits em conta corrente valham a pena porque aumentariam significativamente os investimentos; e a crença que o mercado tende a manter a taxa de câmbio no equilíbrio desejado, não precisando ser administrada.

Na verdade, não basta controlar a taxa de inflação, é preciso também administrar a taxa câmbio de forma a neutralizar a tendência à sua sobreapreciação. Não é conveniente definir uma meta – é preferível pensá-la em termos de uma faixa – mas é fundamental que se garanta às empresas sua manutenção nesse nível. O desenvolvimento econômico brasileiro depende criticamente da existência de demanda – de oportunidades de investimento. No lado da oferta, o único ponto de estrangulamento de curto prazo é o da infraestrutura – e este problema exige um esforço redobrado do governo e das empresas. Realizado esse esforço e garantida uma taxa de câmbio competitiva – no nível do equilíbrio industrial – o Brasil poderá crescer nos próximos anos a uma taxa média em torno de 7% ano, ao invés dos 3,5% que, em média, a atual taxa de câmbio permite, em meio a crises recorrentes. Os países asiáticos dinâmicos crescem a taxas muito superiores à brasileira porque aprenderam a administrar sua taxa de câmbio. Está na hora de nós fazermos o mesmo.

## DÉFICITS, CÂMBIO E CRESCIMENTO: UMA TRÉPLICA

Affonso Celso Pastore

*O Estado de S. Paulo*, 14.3.2010

Na semana passada o professor Luiz Carlos Bresser-Pereira saudou-me com o que ele acredita que seja uma crítica contundente ao artigo que submeti a este jornal na semana anterior. Aqui vai a minha resposta. Afirmei que "contrariamente à China, o Brasil tem poupanças domésticas baixas, e sempre que a taxa de investimentos aumenta, acelerando o crescimento do PIB, surgem déficits nas contas correntes. O Brasil não é um exportador de capitais, e os investimentos exigem a complementação das poupanças externas, que são importadas por meio dos déficits nas contas correntes".

O professor Bresser contesta a minha afirmação, sustentando que o aumento da poupança externa simplesmente substituiria a poupança interna, com o déficit nas contas correntes se dissipando em um aumento transitório de consumo, sem gerar o aumento de investimentos que é necessário para elevar a taxa de crescimento econômico. Ele gasta metade de seu longo artigo apresentando argumentos que "provariam" ser correta a sua visão sobre a substituição de poupanças, e a outra metade mostrando que, como essa minha interpretação sobre a complementação das poupanças domésticas pelas poupanças externas seria, na sua visão, errada, chego a conclusões também erradas. Esta é a coluna-mestra de toda a sua crítica, e por isso concentro-me apenas nela.

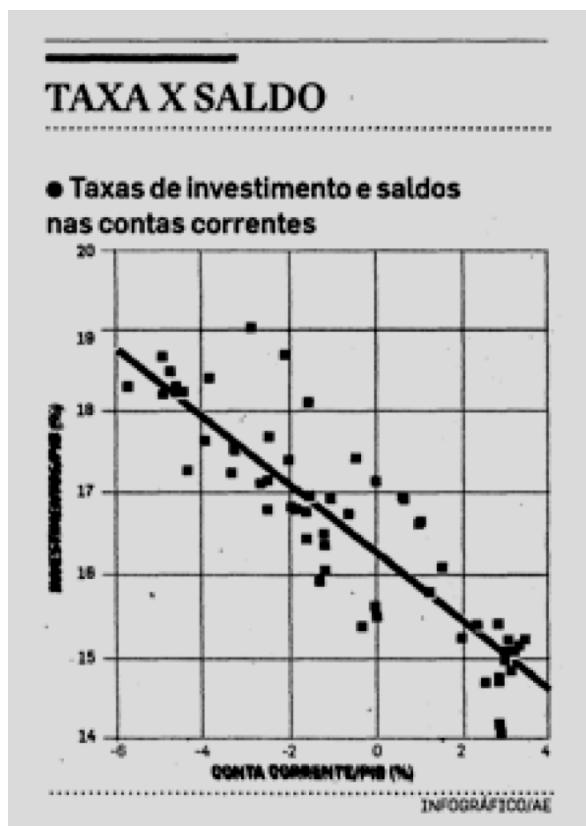
Bresser se alonga detalhando mecanismos de transmissão por meio dos quais supostamente seus resultados seriam obtidos, mas o que me importa neste ponto são suas conclusões. Nas suas palavras, "o pressuposto que o nome "poupança externa" sugere é que o déficit em conta corrente se somaria à poupança interna dos países e, assim, a taxa de investimento (que é decisiva para o desenvolvimento) aumentaria", e conclui que esta proposição "é tão verdadeira quanto a de que a terra é plana... Parece ser verdadeira, mas é falsa".

Ridicularizar as ideias discordantes é uma tática descortês e arrogante. Afirmações falsas são aquelas que são negadas pelos fatos, e não aquelas que seguem o rumo contrário ao do acusador. E o que dizem os fatos?

Olhemos para as séries da formação bruta de capital fixo (os investimentos), e das exportações líquidas de bens e serviços (os saldos nas contas correntes). No eixo horizontal do diagrama de dispersão, no gráfico ao lado, estão as exportações líquidas medidas em proporção ao PIB (os saldos nas contas correntes), e no eixo vertical estão

as taxas de investimento, também expressas em proporção ao PIB, e medidas a preços constantes do ano 2000.

Os dados foram extraídos das contas nacionais brasileiras calculadas pelo IBGE. É visível a olho nu que quando as taxas de investimento são elevadas, próximas de 18% do PIB, como ocorreu no período entre 1997 e 1998, chegamos a déficits nas contas correntes, e quando as taxas de investimento são baixas, em torno de 14% ou 15% do PIB, como ocorreu entre 2002 e 2006, por exemplo, temos superávits nas contas correntes.



Diz o provérbio chinês que "uma imagem vale mais do que mil palavras". Se o prof. Bresser tivesse razão, de que o aumento da poupança externa se dissiparia em pura e simples elevação do consumo das famílias, impedindo o aumento do investimento, a correlação negativa mostrada no gráfico não existiria, e as taxas de investimento seriam independentes dos saldos nas contas correntes expressos em proporção ao PIB.

Os dados claramente negam a sua proposição. Mas não negam a minha de que as poupanças domésticas no Brasil são insuficientes para financiar investimentos maiores, e requerem a contribuição das poupanças externas, que crescem com a elevação dos investimentos.

Ao ignorar o fato demonstrado no gráfico acima que os investimentos requerem a contribuição das poupanças externas, postulando que os déficits nas contas correntes apenas são usados para financiar acréscimos de consumo, Bresser lança a sua crítica aos ingressos de capitais.

Neste ponto ele assume uma posição extremamente radical, rebelando-se contra os próprios investimentos estrangeiros diretos, argumentando que em nada contribuiriam para o desenvolvimento, porque financiam apenas o crescimento do consumo. Ele quase chega a dizer que o País estará melhor se rejeitar qualquer tipo de ingressos de capitais.

Como nos ensina a filosofia de ciência de Karl Popper, proposições científicas não são aquelas feitas por cientistas, mas aquelas que não são negadas pelos fatos. "Matéria atrai matéria na razão direta das massas e na razão inversa do quadrado das distâncias" não se tornou parte da física por ser uma proposição enunciada por um cientista do calibre de Isaac Newton, mas simplesmente porque nunca foi negada pelos fatos.

Mas há pessoas que divergem dessa postura, e diante de fatos negando suas "teorias" preferem ignorá-los. Afinal, elas resistem em abandonar uma "bela teoria" porque um "mero fato" a nega. Quando isto ocorre preferem desprezar os fatos, apegando-se apenas à sua retórica. Não é o meu caso. Pelo menos posso dormir tranquilo, tendo a certeza de que afinal a terra não é plana, poupando-me do risco de cair no abismo quando me movimentar sobre ela.

# DÉFICIT, POUPANÇA E CRESCIMENTO

Luiz Carlos Bresser-Pereira

Escrito para *O Estado de S. Paulo*, para publicação no domingo seguinte, 21 de março de 2010, mas o jornal preferiu não dar continuidade ao debate. Publicado neste site.

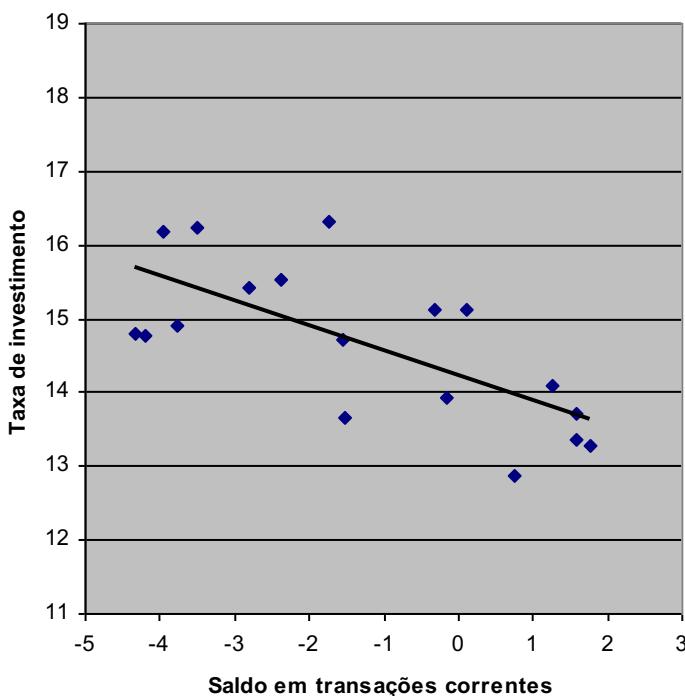
Em sua tréplica o Prof. Affonso Celso Pastore procurou responder minha crítica à tese aceita convencionalmente (não apenas por economistas ortodoxos) segundo a qual o Brasil precisa de poupança externa, ou seja, de déficits em conta corrente, para crescer. Afinal, ele se concentrou em um ponto: em demonstrar não ser verdade a tese que *todo* o aumento da poupança externa se transformaria em consumo, de forma que uma política de crescimento com poupança externa não provocaria qualquer aumento do investimento. Definida assim minha tese, ele em seguida apresentou um gráfico de dispersão correlacionando déficit em conta corrente com taxa de investimento, ambos em relação ao PIB. O resultado é uma linha próxima de 135 graus ( $45\% + 90\%$ ) com um grau de dispersão pequeno; ficaria, assim, “demonstrado”, meu erro.

Em meu modelo não existe essa idéia extrema, e sim a tese de que uma boa parte da poupança externa recebida pelo país se transforma em consumo, verificando-se uma alta taxa de substituição da poupança interna pela externa. Minha crítica é a algo geralmente aceito como pressuposto de que a poupança externa é um complemento à poupança interna, e, portanto, que haveria uma quase perfeita transferência da poupança externa para o investimento: que cada dólar que ingressa no país como poupança externa se transformaria em aumento do investimento. Rejeito, portanto, o pressuposto de que a taxa de substituição da poupança interna pela externa esteja próximo de zero.

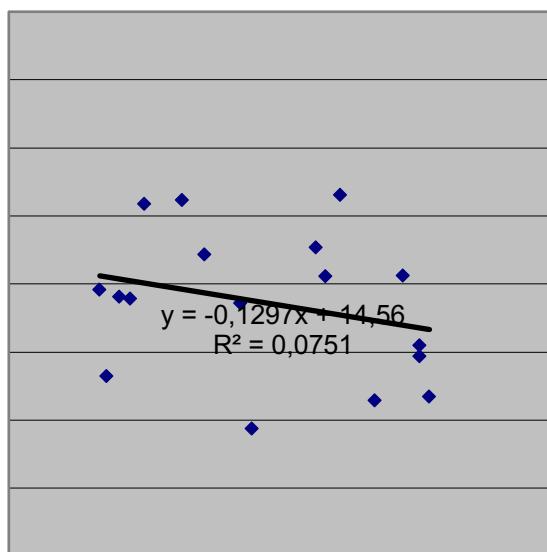
O que realmente acontece quando essa política é adotada é o aumento artificial dos salários e, dada uma alta propensão a consumir, temos o aumento do consumo e uma elevada taxa de substituição da poupança interna pela externa. Em alguns casos, como no período 1994-1999, ela pode ser muito alta: a poupança externa aumentou em cerca de 4 pontos percentuais do PIB enquanto a taxa de investimento permaneceu estável em torno de 17%. A taxa de substituição ficou próxima a 100% mas, na maioria dos casos, situa-se em torno de 50%.

A substituição da poupança interna pela interna, porém, só ocorre quando a taxa de câmbio é uma taxa de mercado. Pastore ignora esse fato e constrói seu gráfico de dispersão com dados desde 1970. Isto não faz sentido. Quando a entrada de capitais não aprecia o câmbio porque este está controlado, não existe apreciação causada pela política de crescimento com poupança externa, e não há por que se falar em substituição. No Brasil, a taxa de câmbio só começou a ser determinada pelo mercado em 1992 em razão da abertura comercial e financeira, e só se tornou plenamente por ele determinada pelo mercado a partir de 1999, com a flutuação do real. Fiz, portanto, o mesmo gráfico de dispersão, mas com dados limitados a 1992-2009. O resultado mostra também uma correlação entre as duas variáveis, mas. como o leitor poderá ver comparando os dois gráficos, a linha de tendência no período 1992-2009 é muito menos acentuada do que a linha do gráfico de Pastore. Isto demonstra que um aumento na poupança externa causa um aumento pequeno na taxa de investimento, confirmando minha tese. Um segundo gráfico com uma defasagem de um ano (porque os investimentos demoram a reagir ao câmbio) torna a substituição da poupança interna pela externa ainda mais clara porque a linha de tendência é ainda menos inclinada, mas o primeiro gráfico é suficiente para demonstrar a tese.

**Taxa de investimento X Saldo em transações correntes (em % PIB)**  
Valores para o período entre 1992 e 2009



**Taxa de investimento (defasada em um período) X Saldo em transações correntes (em % PIB)**  
Valores para o período entre 1992 e 2009



#### **Saldo em transações correntes**

O que significa uma taxa de substituição elevada? Significa ineficiência da política de crescimento com poupança externa. Suponhamos, por exemplo, que em determinado país essa taxa está em torno de 50%. Nesse país, um investidor estrangeiro faz um investimento direto de 100, obtém um retorno de 20 e remete esse lucro para o exterior, restando 100 de dívida patrimonial do país. O investidor estará realizando um retorno de 20%, mas a taxa de remessa de lucros sobre a dívida patrimonial (a taxa paga pelo país em troca do investimento) será equivalente a 40% do investimento efetuado, já que 50% do valor originalmente entrado no país acabou no consumo em diminuição da poupança interna via apreciação do câmbio. Se a taxa de substituição for de 80%, a ineficiência da poupança externa será ainda maior: o investidor continuará ganhando seus 20%, mas o país estará pagando 100%!

Em síntese, a política de crescimento com poupança externa provoca no curto prazo aumento uma alta taxa de substituição da poupança interna pela externa. No médio prazo, continuando o país a incorrer em déficits em conta corrente, sobrevém uma crise de balanço de pagamentos que anula os parcos efeitos positivos trazidos pelo pequeno aumento do investimento nos anos de alto déficit em conta corrente. Sem dúvida, é preciso aumentar o investimento e a poupança. Mas não é adotando uma política de déficit em conta corrente e de taxa de câmbio apreciada que se estimulará a poupança

privada. Quanto à poupança pública, não basta reduzir a despesa corrente; é necessário, adicionalmente, nos termos da Reforma Gerencial de 1995, tornar mais eficientes os serviços sociais e científicos do Estado.

### Gráfico de Pastore

