



Poupança externa, insuficiência de demanda e baixo crescimento

LUIZ CARLOS BRESSER-PEREIRA
E PAULO GALA¹

INTRODUÇÃO

O desenvolvimento econômico depende, do lado da oferta, dos recursos naturais existentes, do estoque de capital físico disponível e da capacidade humana de produção, e, do lado da demanda, da acumulação de capital, do consumo e das exportações. Oferta e demanda devem crescer de forma equilibrada, mas uma característica universal das economias capitalistas, e principalmente das em desenvolvimento, é que a oferta geralmente excede a demanda, ocorre generalizado desemprego de recursos humanos, a emigração de pessoal educado para os países ricos é alta e as taxas de crescimento são baixas. Keynes fez a crítica da lei de Say que pressupõe o equilíbrio automático entre a oferta e a procura, fundamentando-a, basicamente, na possibilidade de entesouramento e na preferência pela liquidez. Neste capítulo, embora sabendo que há outros fatores que determinam a subutilização de recursos nos países em desenvolvimento,

¹ Os autores agradecem os comentários de Yoshiaki Nakano, Julio Lopez, Gilberto Tadeu Lima, Hécio Tokeshi, Flavio Vieira, Rubens Penha Cysne e Alexandre Carvalho.

argumentaremos que o problema de insuficiência de demanda é central. E argumentaremos que isso se deve, principalmente, à existência de uma tendência à sobrevalorização da taxa de câmbio que ocorre nesses países, a qual desestimula os investimentos voltados para a produção de bens comercializáveis. Essa sobreapreciação estimula as importações e desestimula as exportações, limitando, portanto, os novos investimentos que são essenciais para uma demanda agregada interna sustentada. Geralmente, os teóricos do desenvolvimento econômico enfatizam as limitações do lado da oferta, como a falta de educação, de saúde e de competência técnica e a falta de capitais disponíveis para empregar pessoas. Mas quando recursos humanos estão ociosos, fica claro que precisamos buscar principalmente no lado da demanda as causas e os pontos de estrangulamento do crescimento econômico.²

Neste capítulo mostraremos que uma origem fundamental da insuficiência de demanda nos países em desenvolvimento é a sobreapreciação da taxa de câmbio causada pela política de crescimento com poupança externa, ou seja, pela insistência dos países ricos em recomendar crescimento com poupança externa, e pela tentação populista existente nos países em desenvolvimento de aceitar essa proposta e incorrer em déficits em conta corrente consistentes com aumentos artificiais dos salários internos. Em consequência dessa política, os países em desenvolvimento frequentemente passam por três estágios sucessivos voltados para a quase-estagnação: apreciação da taxa de câmbio, fragilidade financeira internacional e crise de balanço de pagamentos. Os males derivados dos dois últimos estágios não precisam ser ressaltados porque são evidentes. Limitamo-nos, aqui, a assinalar que esses males têm sido sistematicamente subestimados pela política econômica recomendada aos países em desenvolvimento, que parte do pressuposto de que os países ricos em capitais devem transferi-los aos países pobres em capitais – um pressuposto que está de acordo com o senso comum, mas que, como veremos, é equivocado. Não há qualquer “naturalidade” na transferência de capitais para os países em desenvolvimento, como também não é verdade que a fragilidade financeira seja inevitável em países que “precisam” de capitais externos. Os países em desenvolvimento que logram o *catch up* são exatamente aqueles que não incorrem nesses erros, que não aceitam a dependência econômica como inevitável.

Neste capítulo vamos deixar os dois estágios finais de lado, porque a crítica a eles é óbvia, e nos limitaremos à análise do primeiro: ao estágio da apreciação da taxa de câmbio causada pelos influxos de capitais que entram nos países para financiar seu déficit em conta corrente, ou seja, a poupança externa que recebem.

² Uma significativa contribuição empírica para esse tipo de análise foi feita recentemente por Oreiro, Nakabashi e Lemos (2007).

Se ficar claro que a política de crescimento com poupança externa implica apreciação da taxa de câmbio, provoca uma elevada substituição de poupança interna por externa com pouco ou nenhum ganho líquido para o país, e, por isso, limita os investimentos voltados para as exportações, ficará claro que deverá ser abandonada a estratégia fundamental que a ortodoxia convencional oferece aos países em desenvolvimento para que se desenvolvam. É verdade que o câmbio sobreapreciado estimula um outro componente da demanda agregada – o consumo interno –, mas esse estímulo decorre do aumento artificial dos salários reais causado pela sobreapreciação e é atendido pelo aumento das importações. Diferentemente, porém, da crítica de Keynes à incapacidade do mercado de garantir o equilíbrio entre a oferta e a demanda agregada – uma crítica que é inerente à dinâmica macroeconômica independentemente de qualquer política –, nossa análise da insuficiência de demanda, que se adiciona à de Keynes, depende da aceitação pelo país em desenvolvimento da estratégia de crescer com poupança externa ou em incorrer em déficits em conta corrente crônicos; se o país rejeitar essa proposta, não haverá razão para se falar em insuficiência de demanda. Ainda que em alguns breves momentos a poupança externa possa promover o desenvolvimento econômico, a experiência histórica mostra que todos os países que se desenvolveram o fizeram graças à sua poupança interna. No entanto, faltava a essa verificação de caráter empírico uma explicação teórica. Nossa intenção neste trabalho é oferecer tal explicação. Dessa forma, faremos uma crítica à tese da ortodoxia convencional de que o crescimento econômico não é outra coisa senão uma grande competição entre os países em desenvolvimento para lograr a poupança externa dos países ricos. Em vez disso, ficará claro que o desenvolvimento econômico deve ser financiado fundamentalmente por poupança interna.

Embora o endividamento externo seja um problema antigo, a política de crescimento com poupança externa, que implica endividamento financeiro ou patrimonial,³ assumiu caráter de estratégia deliberada e se tornou dominante nos anos 90. Foi então acompanhada pela abertura financeira dos países em desenvolvimento, e por um grande aumento dos fluxos de capital em direção a eles. Essa estratégia, entretanto, não foi objeto de debate porque se aceitou como pressuposto que os países ricos devem transferir seus capitais para os países pobres. A literatura econômica ressaltou apenas os problemas relacionados com a abertura da conta-capital, como a alta volatilidade desses capitais, ou, simplesmente aqueles relacionados com o endividamento externo, como é o caso do conceito de “pecado

³ Entendemos por endividamento financeiro aquele que ocorre quando os financiamentos externos recebidos superam os realizados, e por endividamento patrimonial aquele que deriva do recebimento de investimentos diretos superiores aos realizados pelo país no exterior.

original”, ou seja, o fato de que esses países não podem, como os países ricos, tomar emprestado em sua própria moeda.⁴ Por outro lado, na literatura jornalística econômica, a poupança externa é geralmente confundida com investimentos diretos. Não fica claro que os investimentos diretos não financiam necessariamente déficits em conta corrente que são a poupança externa; podem, inclusive, financiar o aumento das reservas internacionais do país recipiente ou investimentos diretos que este realize no exterior.⁵

As conseqüências da política de crescimento com poupança externa sobre a taxa de câmbio, apreciando-a, não têm sido objeto de debate na literatura econômica por uma outra razão além do pressuposto de que é natural que os países ricos transfiram seus capitais para os países pobres em capital: porque a ortodoxia convencional pressupõe que a taxa de câmbio não pode ser administrada no longo prazo. A única coisa que os formuladores de política econômica poderiam fazer, segundo essa tese, seria decidir pelo regime de câmbio fixo ou de câmbio flutuante. Nossa visão a respeito, porém, é oposta: a alternativa “*fix or float*” é falsa, como também é falsa a tese de que no longo prazo a taxa real de câmbio não pode ser administrada. Na prática, os países, dentro de certos limites, e em um prazo razoável,⁶ administram sua taxa de câmbio com maior ou menor grau de consciência do que estão fazendo. Essa administração começa, de forma inconsciente, no modelo que apresentaremos neste trabalho, pela decisão de adotar a política de crescimento com poupança externa. Quando um país aceita essa política, o que está fazendo é administrar para baixo (apreciando) a taxa de câmbio, já que o déficit em conta corrente que ela implica tem como conseqüência necessária uma taxa de câmbio mais apreciada do que seria se esse déficit não existisse e houvesse equilíbrio na conta corrente. Do lado oposto, quando o país cresce com despoupança externa, ou seja, com superávit em conta corrente, ele estará administrando sua taxa de câmbio de maneira a mantê-la relativamente depreciada. É certo que em muitos casos os países que aceitam a política de crescer com poupança externa não percebem que isso implica câmbio apreciado, mas essa falta de consciência não muda o fato de estarem administrando para baixo suas taxas de câmbio, seja pela manutenção de taxas de juros elevadas, seja pela aceitação sem restrição de fluxos de capital.

⁴ Entre essa imensa literatura, citamos aqui apenas Calvo, Leiderman e Reinhart (1995), Rodrik (1998), Eichengreen e Leblang (2002), Eichengreen (2003).

⁵ Esse é o caso dos países dinâmicos da Ásia que crescem com superávits em conta corrente: os investimentos diretos que entram no país são compensados por investimentos diretos que as empresas desse país fazem no exterior ou por aumento de suas reservas internacionais.

⁶ A tese de que a taxa de câmbio real não pode ser administrada no longo prazo só é verdadeira se o tempo implícito nesse “longo prazo” for muito grande – mais de 20 anos –, mas nesse caso a restrição torna-se irrelevante. O que importa é a administração da taxa de câmbio em um prazo razoável, que esteja relativamente sob controle do formulador de política econômica.

Para demonstrar a falta de demanda por exportações causada pela sobreapreciação da taxa de câmbio, no primeiro e segundo títulos do trabalho, resumiremos a crítica do crescimento com poupança externa que vimos desenvolvendo em outros trabalhos, mostrando que a política de crescimento com poupança externa leva geralmente a uma alta taxa de substituição da poupança interna pela externa, de forma que o que se transforma em investimento e não em consumo é pouco, desproporcional ao ônus de remessas de juros e lucros que a transferência de recursos propiciou. A seguir apresentaremos uma série de pesquisas empíricas já realizadas antes, comprovando a existência de taxas de substituição da poupança interna pela externa relativamente elevadas, e analisaremos o caso do Brasil nos anos 1990.

CÂMBIO, SALÁRIOS E LUCROS

Iniciamos nossa argumentação partindo das relações de contas nacionais de uma economia sem Estado, na qual o produto é a soma de investimento com consumo e exportações menos importações; a renda bruta é o somatório de 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 pelo 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, ou seja, a poupança que um país recebe do exterior, é igual ao déficit em conta corrente, que, por sua vez, corresponde ao saldo comercial mais os rendimentos líquidos enviados ao exterior que dependem da taxa de câmbio real. Quanto mais apreciada, menores as exportações e maiores as importações, 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 sua 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 valor da renda líquida enviada ou recebida do exterior, do nível de atividade econômica e das relações de troca do país (que no nosso modelo são consideradas constantes). Entenderemos que a taxa de câmbio “de equilíbrio”, ou mais precisamente a taxa de câmbio “de referência” é aquela que, intertemporalmente, garante a zeragem da conta corrente para um dado nível de termos de troca e nível de renda.⁷ Ela varia em torno desse ponto em função

⁷ Essa definição terá de ser modificada quando considerarmos a doença holandesa, porque quando existe esse problema, a taxa de câmbio de equilíbrio, que viabiliza a transferência de mão-de-obra para setores com conteúdo tecnológico maior, é mais depreciada do que aquela que equilibra a conta corrente do país (Bresser-Pereira, 2007).

dos fluxos de entrada e saída de capitais. Supondo-se constantes as reservas internacionais do país, a taxa de câmbio depende do saldo ou déficit em conta corrente, ao mesmo tempo que o determina. Decorre daí uma consequência fundamental para as economias em desenvolvimento e para a crítica aqui desenvolvida: quando um país adota a política de crescer com poupança externa, ou seja, com déficits em conta corrente, financiando-os seja com empréstimos seja com investimentos diretos, a taxa de câmbio estará em um nível valorizado (ou sobrevalorizado) em relação àquele que prevaleceria se a estratégia fosse de manter em torno de zero o saldo em conta corrente.⁸

Mas a taxa de câmbio tem uma outra consequência menos discutida. Quanto mais apreciada for, mais altos serão os salários (dos trabalhadores) e ordenados (da classe média profissional) reais, na medida em que o preço dos bens de consumo que são comercializáveis internacionalmente (*commodities*) diminui com a apreciação da moeda local. Em compensação, os lucros dos capitalistas cairão, seja porque pelo lado da renda os salários e ordenados aumentaram, seja porque pelo lado da demanda os capitalistas nacionais estarão exportando 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 maior for a sensibilidade das exportações e importações à taxa de câmbio. Em qualquer hipótese, será uma variação relativamente estável, só se alterando a longo prazo. Lucros, salários e ordenados, portanto, além de dependerem, substancialmente, do nível de produtividade da economia e do seu padrão de distribuição de renda, dependem da taxa de câmbio.

Como se verifica essa relação? A taxa de lucro é o inverso da taxa de salário. Assumindo-se que trabalhadores recebem um salário nominal e adquirem bens comercializáveis e não-comercializáveis, teremos que o custo de vida dos trabalhadores dependerá do câmbio nominal e da parcela de bens comercializáveis em sua cesta de consumo. Assumindo-se também que os preços são formados na economia de acordo com a conhecida regra kaleckiana que relaciona o nível de preços com o salário nominal, o nível de produtividade e o *mark up*, teremos que o salário real será função da produtividade, do câmbio real e do *mark-up* ou padrão de distribuição de renda.⁹ Uma desvalorização do câmbio real com o aumento do preço dos comercializáveis em relação ao salário nominal significará uma queda

⁸ A existência de déficit em conta corrente está associada à relativa apreciação do câmbio e, portanto, poderia implicar em uma pressão de mercado para que ela se depreciasse e o déficit fosse zerado. Entretanto, como estamos falando aqui em uma "estratégia", isso significa que as autoridades econômicas estão satisfeitas com o déficit e, principalmente através de uma política de juros altos, procuram manter a taxa de câmbio no nível relativamente apreciado consistente com ele.

⁹ Bhaduri e Marglin (1990), Simonsen e Cysne (1995, p. 452).

de salário real, já que a cesta de consumo do trabalhador em questão custará mais caro. A restrição fundamental para que haja uma desvalorização real é a de que um possível aumento de salários nominais decorrente da desvalorização nominal não supere o aumento do câmbio nominal, dado o nível de preços. Isso somente ocorrerá se os preços dos não-comercializáveis, especialmente os salários nominais, permanecerem constantes ou se alterarem menos do que proporcionalmente à variação cambial. Estamos, portanto, assumindo aqui relativa rigidez de salários nominais e flexibilidade dos reais, em vez de flexibilidade dos salários nominais e rigidez dos reais.¹⁰

Quanto aos lucros agregados, sabemos que dependem dos investimentos, que, 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 – a diminuição dos lucros dos capitalistas sendo complementar ao aumento dos salários e ordenados dos trabalhadores e da classe média profissional. O consumo, por sua vez, depende dos salários e ordenados reais e dos lucros, ou seja, da renda, e do diferencial entre a taxa de juros e a taxa de lucro. O consumo varia na mesma direção da variação dos salários e ordenados e dos lucros, e varia negativamente em relação ao diferencial entre taxa de lucro esperada e taxa de juros. Quando prevalece a política de crescimento com poupança externa, e, portanto, de déficits em conta corrente, a taxa de câmbio se mantém em um nível relativamente apreciado, fazendo com que os salários e ordenados se elevem (em relação à posição associada à taxa de câmbio de referência) e a massa de salários e ordenados se mantenha em um nível artificialmente elevado – ou seja, incompatível com sua produtividade, ou com a taxa de lucros satisfatória que mantém a economia crescendo – enquanto os lucros caem. Assumindo-se que o efeito do primeiro movimento é maior do que o do segundo sobre o consumo, já que a propensão a consumir dos trabalhadores e da classe média é muito maior do que a dos capitalistas, o consumo aumentará e se manterá elevado com a apreciação relativa da moeda, diminuindo a poupança interna. A poupança interna, portanto, é função da taxa de câmbio.

Poder-se-ia argumentar que o aumento dos salários dos trabalhadores em economias de desenvolvimento médio nas quais prevalece uma elevada concentração de renda não é algo negativo, e que não reduzirá necessariamente a taxa de lucro se houver insuficiência de demanda. Em primeiro lugar, porém, é preciso deixar claro que aumentos de salário decorrentes da diminuição de juros, aluguéis e lucros especulativos são sempre bem-vindos; não cremos, porém, que um aumento artificial dos salários através da sobrevalorização da taxa de câmbio se inclua nas

¹⁰ Corden (1981, p. 31-32).

formas de aumento de salários desejáveis. Em segundo lugar, assinalamos que estamos, por enquanto, raciocinando em termos da oferta, e, portanto, não estamos supondo insuficiência da demanda. Quando examinamos a sobrevalorização do lado da demanda, observaremos que a insuficiência de demanda decorrente da excessiva apreciação da moeda causará aumento de desemprego. O aumento artificial dos salários causará redução do emprego e de renda, já que a produção necessária para abastecer essa demanda virá do exterior na forma de importações. Por esse lado, a queda das exportações provocará diminuição das oportunidades de investimento ou das expectativas de lucro, dos próprios investimentos, e, em consequência, nos termos de Kalecky, dos lucros e da poupança interna. Ao mesmo tempo, do lado da oferta, o crescimento da massa de salários e ordenados causado pela apreciação do câmbio, ao aumentar o consumo e diminuir a massa de lucros, levará à queda do investimento financiado pela poupança interna. Os dois movimentos convalidam assim um ao outro, e têm como resultado a redução dos investimentos. Como, porém, há influxo de poupança externa e de investimentos por ela financiados, o investimento total e a taxa de investimento poderão aumentar, permanecer constantes ou diminuir, dependendo da taxa de substituição da poupança interna pela externa.

SUBSTITUIÇÃO DA POUPANÇA INTERNA PELA EXTERNA

A poupança externa será ou não causa de crescimento econômico, dependendo da taxa de substituição da poupança interna pela externa. Se ela for alta – como, em geral, é – a parcela do déficit em conta corrente que se transforma em investimento e não em consumo é pequena, desproporcional ao ônus de remessas de juros e lucros que a transferência de recursos propiciou. Definimos essa taxa z como a variação da taxa de poupança interna em relação ao PIB (S_i) em relação à variação da taxa da poupança externa em relação ao PIB (S_x):

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

Vejamos agora as variáveis que determinam a taxa de substituição da poupança interna pela externa. Para a crítica aqui desenvolvida, embora trabalhem com variações da taxa de câmbio, estamos mais interessados no seu nível. Interessamos apenas secundariamente o momento da apreciação ou da depreciação do câmbio. Mais importante é o nível da taxa de câmbio e da correspondente poupança externa. Imaginemos dois períodos: t , em que a poupança externa é zero e a taxa de câmbio é a de referência ou de “equilíbrio”, e um período $t = 1$, no qual surge um déficit (superávit) em conta corrente 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 conseqüência dessa apreciação em relação ao investimento? Do lado da oferta, a variável-chave a influenciar quanto do aumento da poupança externa irá para o consumo em vez do investimento em função da apreciação do câmbio e do correspondente aumento dos salários é a propensão a consumir; quanto maior for essa propensão, mais irá para o consumo e menos para o investimento. Dependerá também do diferencial entre a taxa de lucros esperada e a taxa de juros: quanto maior for esse diferencial, menos irá para o consumo da poupança externa adicional. Do lado da demanda, a variável-chave é a elasticidade das exportações 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.

De quanto variará a poupança interna em função da apreciação da moeda do país recipiente de poupança externa, ou, em outras palavras, de que dependerá a taxa de substituição da poupança interna pela externa? Temos aqui um *trade-off*, ou compensação: o aumento da primeira tende a implicar a diminuição da segunda. Uma apreciação da moeda local poderá reduzir a poupança interna para o mesmo valor ou até para menos do que representa o acréscimo de poupança externa, ocorrendo assim um deslocamento da poupança doméstica (*savings displacement*). Se a queda de poupança interna é maior do que o aumento de poupança externa, a poupança total cai, assim como o investimento total, o consumo total aumenta e a renda se mantém. De que depende essa substituição? Essa taxa depende da variação dos salários e ordenados em relação à apreciação do câmbio (quanto maior a variação, maior tenderá a ser a substituição), da variação dos lucros esperados dos investimentos para exportar em relação ao 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. Entre essas variações, a mais relevante é a das oportunidades de investimento porque, ao contrário do que ocorre em relação às demais, ela varia fortemente. Caso haja grandes oportunidades de lucro, além de a classe capitalista usar uma parte maior de sua renda esperada e auferida para o investimento, aumentando sua propensão marginal a investir, os aumentos dos salários da classe operária e, em especial, dos ordenados da classe média aumentarão também sua propensão marginal a investir, possivelmente anulando os estímulos para aumentos de consumo decorrentes de acréscimos de salários reais. Do lado da demanda, a taxa de substituição da poupança interna pela 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 cambial provoca, sucessivamente, a diminuição das exportações, dos investimentos voltados para as exportações e da poupança enquanto resíduo do investimento; do lado da oferta, a diminuição do investimento é sancionada pela diminuição direta da poupança interna causada pelo aumento dos salários reais e pelo aumento do consumo devido à mesma apreciação do câmbio.

O que significa praticamente a taxa de substituição da poupança interna pela externa? Ignorando-se o sinal, se a taxa for igual a 1% ou a 100%, isso significa que o aumento da poupança externa correspondeu à diminuição de igual valor da poupança interna – a substituição é nesse caso total. Se for 0%, não houve qualquer substituição de poupança. No primeiro caso, a poupança externa adicional não causou qualquer aumento da taxa de investimento, no segundo, toda ela se transformou em aumento do investimento e, portanto, da taxa de investimento. Nos casos intermediários, parte da poupança externa será canalizada para consumo e parte para investimento. A taxa de substituição da poupança interna pela externa será tanto maior quanto principalmente for menor o diferencial entre a taxa esperada de lucro e a taxa de juros, ou seja, quanto menores forem as oportunidades de investimentos. Nesse caso, além dos trabalhadores revelarem uma alta propensão a consumir, também a classe média recebendo ordenados tenderá a consumir quase todo o aumento do seu ganho, e os capitalistas que virem seus lucros caírem nem por isso diminuirão significativamente seu consumo. Se o diferencial de juros e lucro for pequeno, portanto, teremos oportunidades “normais” de investimento, que não estimularão a classe média a desviar parte do seu aumento de ordenados para o investimento, nem convencerão os capitalistas a consumir menos. Em consequência, a entrada de poupança externa será fortemente compensada pela diminuição da poupança interna decorrente do aumento do consumo. Além disso, os próprios lucros e seu reinvestimento serão modestos. O resultado dos dois fatos será que novos investimentos não ocorrerão, não obstante o influxo de poupança externa. No outro extremo, se o diferencial entre a taxa de lucro e a de juros for alto e a variação do consumo baixa, uma grande parte do aumento de salários e ordenados se dirigirá não para o consumo, mas para o investimento.

Nossa hipótese neste trabalho é que, em situação normal, a taxa de substituição de poupança interna pela externa tende a ser alta, superior a 50%, aproximando-se de 100% quando ocorrem déficits em conta corrente sem efetiva vinculação com investimentos e um processo de crescimento lento, como aconteceu na América Latina nos anos 90. Sabemos, porém, histórica ou empiricamente que, em determinadas circunstâncias, países desenvolveram-se com poupança externa. Qual a condição para que isso ocorra, ou seja, para que a substituição de poupança interna pela externa fique próxima de 0%? Para que o valor da taxa fique mais próximo de 0% do que de 100%, seria preciso que uma conjugação favorável de

externalidades e de aumento de demanda provocasse uma situação de grandes oportunidades de investimento, que se expressam por altas taxas de lucro esperadas, sempre combinadas com elevadas taxas de crescimento do PIB. É importante observar que, da mesma forma que há substituição da poupança interna pela externa quando o déficit em conta corrente aumenta, pode ocorrer o inverso, a substituição de poupança externa pela 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.

EVIDÊNCIAS EMPÍRICAS

Muitos trabalhos empíricos se dedicaram a medir a relação existente entre utilização de poupança externa e níveis de poupança interna. A maioria desses estudos aponta para o resultado de substituição de poupança interna pela externa, no que parece constituir quase um consenso na literatura. Curiosamente, a questão cambial é deixada de lado. A maioria dos trabalhos nessa área não se preocupa com o papel do câmbio na determinação do nível de poupança interna ou externa, nem apresenta uma teoria explicativa da taxa de substituição de poupança externa por interna. Limitam-se a apresentar os resultados de suas pesquisas, que são significativos, sem, entretanto, oferecer uma teoria explicativa.

Anteriormente à pesquisa clássica de Feldstein e Horioka (1980) relativa aos países ricos da OCDE,¹¹ Fry (1978) foi um dos pioneiros em estudos econométricos com o objetivo de medir os possíveis determinantes da poupança interna. Apesar de não se preocupar primordialmente com a relação entre poupança interna e externa, fornece resultados indiretos sobre o grau de substituição entre as duas em suas análises empíricas. O autor parte de uma formulação que procura 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 diversos países. Os dados abordam sete países asiáticos no período 1962-1972: Índia (1962-1972), Coreia do Sul (1962-1972), Birmânica (1962-1969), Malásia (1963-1972), Filipinas (1962-1972), Cingapura (1965-1972) e Taiwan (1962-1972), e os resultados apontam para um valor de aproximadamente -0,5 para o coeficiente atrelado à poupança externa. Ou seja, 50% da utilização de poupança externa seria neutralizada por uma queda da poupança interna.

¹¹ Um grande número de pesquisas posterior comprovou os achados de Feldstein e Horioka. Entretanto, os economistas, surpresos, insistiam em falar no "quebra-cabeça Feldstein-Horioka". Nos últimos anos, porém, estudos econométricos mostraram que se tratava essencialmente de uma restrição de solvência dos países (Sinn, 1992; Rocha e Zerbini, 2002; Coakley, Kulasi e Smith, 2002).

Edwards (1995) faz uma ampla análise sobre determinantes da poupança privada doméstica. Além de discutir alguns aspectos teóricos acerca das diversas explicações para distintos níveis de poupança doméstica, ele apresenta uma extensa análise empírica para países desenvolvidos e em desenvolvimento. Faz estimações com dados em painel de 1970 a 1992 para 25 países em desenvolvimento e 11 desenvolvidos. O autor utiliza como variáveis independentes e, portanto, possíveis candidatos na determinação da taxa de poupança privada doméstica, uma extensa lista: taxa de dependência demográfica (população com menos de 15 anos + população com mais de 65 anos dividida pela população entre 15 e 65 anos), população urbana, poupança pública, taxas de crescimento, GDP *per capita*, base monetária/GDP, crédito para o setor privado, gastos do governo em previdência social, taxa de juros real, poupança externa, inflação, distribuição de renda, estabilidade política. Nos diversos modelos estimados, o autor encontra novamente um valor negativo em torno de 0,5 para o coeficiente de poupança externa (mínimo 0,38, máximo 0,625), indicando uma importante substituição entre poupança interna privada e poupança externa.

Schmidt-Hebel *et al.* (1992) estudam o comportamento da poupança doméstica a partir da perspectiva das famílias. Em vez de se concentrarem na poupança agregada, baseiam sua análise empírica na poupança das famílias sobre a renda disponível. Entre as variáveis independentes para a estimação, selecionam: renda *per capita* das famílias em níveis, taxas e tendência, taxas reais de juros, taxas de inflação, poupança externa, entre outras. Os cálculos são feitos para dez economias em desenvolvimento entre os anos de 1970 e 1985 com dados em painel, utilizando-se um modelo de efeitos fixos e aleatórios. Os coeficientes associados a poupança externa apontam para valores em torno de -0,2, indicando algum grau de substituição entre poupança externa e interna. Os autores chamam a atenção para esse fato: "a poupança externa, agindo como uma restrição de liquidez externa, impulsiona o consumo privado como mostra sua influência significativamente negativa sobre a poupança."¹²

Ainda nesse registro, Reinhart e Talvi (1998) fazem uma comparação entre Ásia e América Latina a respeito das relações entre poupança externa e interna. Argumentam que os altos níveis de poupança na Ásia estão mais relacionados a tendências históricas do que ao comportamento dos fluxos de capital. Encontram resultados empíricos que se alinham aos de Schmidt-Hebbel (1992) e Edwards (1995) de que há razoável grau de substituição entre as duas. A utilização de poupança externa está negativamente correlacionada com nível de poupança doméstica para ambas as regiões. Utilizando uma especificação próxima de Fry (1978), em

¹² Schmidt-Hebel *et al.*, 1992, p. 543.

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 externa que gravita em torno do valor de -0,5. Especificam um modelo em que a poupança interna depende da tendência, do crescimento e dos desvios do PIB *per capita*, da taxa de inflação, da taxa de dependência demográfica como em Edwards(1995), da tendência e do desvio da poupança externa e da taxa de juros real. As estimativas cobrem 15 países latino-americanos e do Caribe entre 1972 e 1993, num total de 330 observações, e os resultados em relação à poupança externa apontam para um coeficiente negativo de -0,47, altamente significativo.

Os autores também calculam os impactos da poupança externa sobre a interna a partir de uma separação entre tendência e desvio de tendência da poupança externa. Novamente os resultados apontam para um coeficiente negativo em torno 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 de poupança externa no México aumentou em 7,4 pontos percentuais de PIB, mas a taxa de investimento cresceu em apenas 4,4 pontos percentuais de PIB. Grande parte dos recursos externos foi utilizada para financiamento de aumento do consumo, e a poupança doméstica caiu. Para a média da América Latina, a poupança externa aumentou em 2 pontos percentuais entre 1983-90 e 1992-1994, enquanto a taxa de investimento aumentou 0,3% pontos percentuais de PIB e a poupança interna caiu 1,7 pontos percentuais.¹³

Apesar de não utilizarem diretamente a taxa de câmbio nas medições econométricas, esses trabalhos fornecem evidências empíricas favoráveis, mesmo que de forma indireta, para os argumentos teóricos apresentados neste trabalho. Assumindo-se que situações de déficit em contas correntes são acompanhadas por algum grau de apreciação cambial, podemos concluir que os trabalhos empíricos apresentados aqui se alinham com o argumento de que, em geral, a utilização de poupança externa está aliada à redução de poupança interna e ao aumento do nível agregado de consumo. Por outro lado, a substituição de poupança interna pela externa verificada, dependendo do país e do momento em que os dados são levantados, provavelmente deriva da existência ou não, em cada momento estudado, de expectativas muito elevadas de taxa de lucro, ou, em outras palavras, de grandes oportunidades de investimento transformadas em altas taxas de crescimento.

¹³ Uthoff e Titelman (1998, p. 36).

O CASO BRASILEIRO NOS ANOS 90

Nos trabalhos originais que criticavam a política de crescimento com poupança externa de Bresser-Pereira individualmente (ou com Y. Nakano ou C. Varela) já estavam presentes várias outras comprovações empíricas, principalmente aquelas relativas à década de 1990 no Brasil e na América Latina. Usando a metodologia aqui desenvolvida, Bresser-Pereira (2007) calculou a taxa de substituição da poupança interna pela externa no Brasil entre 1994 e 1999, quando o déficit em conta corrente do país aumenta fortemente, e encontrou uma taxa de substituição de 115,8%. Por outro lado, o estudo calculou a taxa de substituição da poupança externa pela interna entre 2000 e 2005, quando ocorre o movimento inverso do déficit em conta corrente, e encontrou uma taxa de substituição da poupança externa pela interna de 121,9%.¹⁴ Em conseqüência, a taxa de investimento não aumentou no primeiro período, quando aumentou a poupança externa, e praticamente não diminuiu no segundo, quando a poupança interna recebida pelo país caiu.¹⁵

TABELA 5.1. Taxa de substituição da poupança interna pela externa (1993-1999) e da poupança externa pela interna (2000-2005) – base: média dos três anos anteriores

Período	Poupança externa, Sx (% do PIB)	Poupança interna, Si (% do PIB)	Investimento (% do PIB)	$\Delta Si/Sx$ (%)	$\Delta Sx/Si$ (%)
1990-1992	0,44	18,62	19,06	–	–
1993-1999	2,78	15,91	18,69	115,8	–
1997-1999	4,07	13,98	18,03	–	–
2000-2005	0,90	16,56	17,46	–	121,9

Fonte: Ipeadata. Elaboração própria. Os dados sobre a poupança externa, interna e o investimento estão em Bresser-Pereira (2007: Tabela 10).

Conforme podemos ver pela Tabela 5.1, o déficit em conta corrente ou a poupança externa recebida pelo país aumentou firmemente no Brasil entre 1993 e 1999: tivemos um superávit em 1992, e em 1999 a poupança externa recebida pelo país alcançou 4,73% do PIB. Não obstante, conforme prevê a teoria que sustenta a crítica da política de crescimento com poupança externa, a taxa de investimento não aumentou; pelo contrário, até caiu um pouco se tomarmos como referência esses mesmos dois anos: 1993 (19,28%) e 1999 (18,9%). Por outro lado, os déficits em conta corrente no período (1995-2002) foram financiados

¹⁴ As variações foram calculadas tomando-se como base a média das variáveis nos três anos anteriores a cada um dos dois períodos. Esses dados já levam em consideração a mudança na forma de cálculo do PIB anunciada pelo IBGE em março de 2007.

¹⁵ O choque estrutural positivo por que passou a 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.

de duas formas: por empréstimos e por investimentos diretos. Os investimentos diretos aumentaram extraordinariamente. Não obstante, conforme vimos pela tabela anterior, a taxa de investimento total da economia não cresceu no período; o que aumentou foi a renda líquida enviada ao exterior.

Entre 1994 e 1999 houve um forte crescimento do déficit em conta corrente e, portanto, da poupança externa recebida pelo Brasil, enquanto a taxa de investimento permanecia praticamente constante. Ocorre, então, como nossa discussão prevê, a substituição da poupança interna pela externa. A partir de 2000 ou, mais precisamente, da depreciação do real em 1999, o processo inverso começa a ocorrer: há um choque estrutural, e o déficit em conta corrente de 4,73% do PIB em 1999 se transforma, em 2005, em um superávit de 1,65%. Temos, portanto, um ajuste externo de 6,4% do PIB. Esses dados estão na Tabela 5.1. Nessa tabela também vemos que da mesma maneira que a taxa de investimento não aumentara no período anterior em que a poupança externa estava aumentando, nesse período em que ela cai o investimento também não cai: na verdade, se compararmos a taxa média de investimento de 2004-2005 com a de 1999-2000, ocorre um aumento de 3,7% ou de 0,7 pontos percentuais na taxa de investimento.

Nesse segundo período, portanto, ocorre a substituição da poupança externa pela interna. Isso acontece porque, como argumentamos anteriormente, os salários caem, assim como o consumo, aumentando a poupança interna pelo lado da oferta, enquanto, pelo lado da demanda, as exportações crescem (quase dobraram entre 2002 e 2005), levando a uma elevação dos investimentos no setor de comercializáveis e, portanto, também ao aumento da poupança interna. No caso brasileiro, esse processo inverso de substituição foi impulsionado no período pelo ajuste fiscal iniciado em 1999, que diminuiu a despoupança pública, e pela melhoria das relações de troca a partir de 2003. Se estiver correta a argumentação que apresentamos, no primeiro período deveremos ter tido uma elevada taxa de substituição da poupança interna pela externa e, no segundo, uma taxa de substituição da poupança externa pela interna igualmente, se não mais, elevada.

Como vimos na seção anterior, outros pesquisadores, embora sem uma teoria para explicar o fenômeno, mediram o deslocamento de poupança interna causado pela poupança externa em vários países e períodos, e a maioria dos resultados está em torno de 50%. No Brasil dos anos 90, portanto, a taxa foi substancialmente maior do que essa taxa média, que já é muito alta. O processo inverso de substituição da poupança externa pela interna, que se inicia em 2000, por sua vez, poderia parecer surpreendente, mas está igualmente previsto pelo modelo. Surpreendente foi apenas a taxa de substituição encontrada no período 2000-2005, 114%. Isso significa que, em vez de cair, a taxa de investimento aumentou no período, apesar da forte queda da poupança externa, que, em poucos anos, transformou-se em

despoupança externa, ou seja, em superávit em conta corrente. Não foi apenas a queda dos salários reais que permitiu esse resultado, mas, adicionalmente, o ajuste fiscal do governo a partir de 1999¹⁶ e o aumento das exportações a partir de 2002, este explicado não apenas pelo câmbio mais favorável, mas principalmente pela melhoria dos preços das mercadorias exportadas pelo Brasil, que aumentaram em 30% entre 2002 e 2005.¹⁷

CONCLUSÃO

Em síntese, o capítulo mostra os efeitos negativos derivados da aceitação por uma nação da proposta presente em grande parte da literatura econômica e particularmente entre aqueles ligados à ortodoxia convencional de crescer com poupança externa. Quando essa via for escolhida, o país enfrentará o problema de insuficiência de demanda derivada da falta de existência de estímulos adequados aos investimentos voltados para a exportação, porque sua moeda tenderá a se tornar sobreapreciada. Essa apreciação da taxa de câmbio ocorre em relação à taxa de câmbio de referência que, intertemporalmente, equilibra a conta corrente do país. Como discutimos, a taxa de câmbio define não apenas exportações e importações e, portanto, a poupança externa, mas também os salários e ordenados reais e 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 sob esse ângulo é a propensão a consumir, a qual variará dependendo da existência de oportunidades normais ou de grandes oportunidades de investimento. Do lado da demanda, o investimento e, portanto, a poupança, depende da elasticidade das exportações ao câmbio e dos investimentos à exportação, ou, mais diretamente, dos investimentos ao câmbio. Logo, o nível da taxa de câmbio define também o investimento.

A entrada de capitais ou de poupança externa tende a provocar apreciação cambial, aumento dos salários reais e das importações, dado que a variação do consumo em relação à remuneração dos trabalhadores e da classe média é em geral maior do que zero. Tende também, do lado da demanda, a reduzir exportações e os investimentos orientados para as exportações. Em consequência, temos uma significativa substituição de poupança interna pela externa, que, conforme demonstram as pesquisas, gira, em circunstâncias normais, em torno de 50%, mas que pode variar para mais ou para menos dependendo da situação econômica. Quando, porém, a economia vive um momento de altas taxas de crescimento,

¹⁶ Enquanto, entre 1995 e 1998, o superávit primário ficou em torno de 0%, no quadriênio 1999-2002 girou em torno de 3,5% e, no seguinte, em torno de 4,5% do PIB.

¹⁷ Fonte: Funcex.

no qual o diferencial entre a taxa de lucros esperada e a taxa de juros de longo prazo é alto, o aumento do consumo pode ser pequeno, porque principalmente a classe média poderá direcionar seu aumento real dos ordenados para o investimento tornado muito mais atrativo. É isso que explica por que, em determinados momentos, como nos Estados Unidos na segunda metade do século XIX, ou na Coreia do Sul e no Brasil, na primeira metade dos anos 70, houve crescimento com poupança externa.

Na maioria dos casos, porém, nossa hipótese é a de que, como aconteceu durante os anos 90, essa condição excepcional não está presente, e a poupança externa se transforma simplesmente em maior consumo e em maior endividamento financeiro ou patrimonial do país, ambos implicando em pesado ônus de remessa de rendimentos para o exterior sem que tenha havido aumento do investimento e da taxa de crescimento. Isso explica também por que os países asiáticos têm defendido tão fortemente sua taxa de câmbio, mantendo-a competitiva, através da política de crescer com despoupança externa, ou seja, com superávits em conta corrente e aumento de reservas ou de investimentos no exterior. Essa crítica contraria o pressuposto da teoria econômica convencional de que os países ricos em capital transferem (e devem transferir) seus recursos para os países pobres em capital. Sabemos, entretanto, que o avanço da ciência, em qualquer campo, está em desafiar várias formas de saber convencional – saber esse que, sendo com frequência meramente hipotético-dedutivo, facilmente contraria a experiência histórica dos países que foi sempre a de que o capital se faz em casa.¹⁸ Com esse trabalho, esperamos contribuir para uma teoria que explique essa experiência e as baixas taxas de crescimento dos países que recorrem à poupança externa. Esperamos também contribuir para o fortalecimento de uma perspectiva de macroeconomia do desenvolvimento que enfatize a importância da demanda agregada e a necessidade de uma taxa de câmbio competitiva que garanta o caráter sustentado dessa demanda.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Bhaduri, Amit e Stephen Marglin (1990). "Unemployment and the Real Wages: The Economic Basis for Contesting Political Ideologies". *Cambridge Journal of Economics* 14(4): 375:393.
- Barbosa Lima Sobrinho, Alexandre (1973). *Japão: O Capital se Faz em Casa*. Rio de Janeiro: Editora Paz e Terra.
- Bresser-Pereira, Luiz Carlos (2001). "A fragilidade que nasce da dependência da poupança externa". *Valor* 1000, setembro.

¹⁸ A expressão é de Barbosa Lima Sobrinho, em seu clássico trabalho sobre o desenvolvimento do Japão (1973).

- _____. (2002). "Financiamento para o subdesenvolvimento: o Brasil e o segundo Consenso de Washington". In: Ana Célia Castro, org., *Desenvolvimento em Debate: Painéis do Desenvolvimento Brasileiro I*, vol. 2. Rio de Janeiro: Mauad/BNDES, pp. 359-398.
- _____. (2004). "Brazil's quasi-stagnation and the growth *cum* foreign savings strategy". *International Journal of Political Economy* 32(4), pp. 76-102.
- _____. (2007) *Macroeconomia da Estagnação*. São Paulo: Editora 34.
- _____. e Yoshiaki Nakano (2003). "Crescimento econômico com poupança externa?" *Revista de Economia Política* 22(2), pp. 3-27. Originalmente, "Economic Growth with Foreign Savings?", trabalho apresentado ao Seventh International Post Keynesian Workshop, Kansas City, 30 junho 2002.
- _____. e Carmen A. Varela (2004-5). "The second Washington Consensus and Latin America's quasi-stagnation". *Journal of Post Keynesian Economics*, 27 (2), pp. 231-250.
- Chenery, Hollis e Michael Bruno (1962). "Development alternatives in an open economy: the case of Israel". *Economic Journal*, 72, pp. 79-103.
- Calvo, Guillermo, Leonard Leiderman e Carmen Reinhart (1995). "Capital inflows to Latin America with reference to the Asian experience". In: Sebastian Edwards, ed. *Capital Controls, Exchange Rates, and Monetary Policy in the World Economy*. Cambridge: Cambridge University Press, pp. 339-380.
- Coakley, J., F. Kulasi e R. Smith (1996). "Current account solvency and the Feldstein-Horioka puzzle". *The Economic Journal*, 106 (436), maio, pp. 620-627.
- Cohen, Daniel (1994). "Growth and external debt". In: Frederick Van der Ploeg (ed.) *The Handbook of International Macroeconomics*, Londres: Basil Blackwell.
- Corden, W. Max (1981). *Inflation, Exchange Rates and the World Economy*. 2ª ed. Oxford: Clarendon Press.
- Edwards, S., (1995). "Why are saving rates so different across countries? An international comparative analysis", NBER Working Paper nº 5097, Cambridge.
- Eichengreen, Barry (2003). *Capital Flows and Crises*. Cambridge: MIT Press.
- _____. e David Leblang (2002). "Capital account liberalization and growth: was Mr. Mahathir right?". NBER Working Paper 9427.
- Feldstein, Martin e C. Horioka (1980). "Domestic savings and international capital flows". *Economic Journal*, 90(358), junho, pp. 314-29.
- Fry, M., (1978). "Money and capital or financial deepening in economic development?". *Journal of Money, Credit and Banking*, vol.10, novembro.
- Oreiro, J.L, Nakabashi, L. & Lemos, B. P. (2007), "A economia do crescimento puxado pela demanda agregada: teoria e aplicações ao caso brasileiro". Curitiba: Universidade Federal do Paraná, Departamento de Economia, Centro de Pesquisas Econômicas.
- Patillo, Catherine, Hélène Poirson e Luca Ricci (2002). "External debt and growth", *IMF Working Paper*, nº 02/69 abril.
- Rocha, Fabiana (2004). "Correção Feldstein-Horioka: indicador de mobilidade de capitais ou de solvência?" *Revista de Economia Política* 23(1): 3-11.
- Reinhart, C. M. e Talvi, E., (1998). "Capital flows and saving in Latin America and Asia: a reinterpretation", *Journal of Development Economics*, vol. 57, pp. 45-66.
- Rodrik, Dani (1998). "Who needs capital – account convertibility?", in *Princeton Essays in International Finance*, 207, maio, pp. 55-65. Princeton University.
- Schmidt-Hebbel, K., Webb, S., e Corsetti, G. (1992). "Household saving in developing countries: first cross-country evidence", *The World Bank Economic Review*, vol.6.
- Simonsen, Mário Henrique e Rubens Penha Cysne (1995). *Macroeconomia*. São Paulo: Editora Atlas.
- Sinn, S. (1992). "Saving-investment correlations and capital mobility: on the evidence from annual data". *Economic Journal*, Setembro, 102(414): 1162-1170.
- Uthoff, A., e D. Titelman (1998). "The relationship between foreign and national savings under financial liberalization" in *Capital Flows and Investment Performance, Lessons from Latin America*, French-Davis e Reisen (eds.), ECLAC e OECD.