

## **Por que a poupança externa não promove crescimento**

LUIZ CARLOS BRESSER-PEREIRA  
PAULO GALA\*

Why foreign saving fail to cause growth. The present paper is a formalization of the critique of the growth with foreign savings strategy. Although medium income countries are capital poor, current account deficits (foreign savings), financed either by loans or by foreign direct investments, will not usually increase the rate of capital accumulation or will have little impact on it in so far as current account deficits will be associated with appreciated exchange rates, artificially increased real wages and salaries and high consumption levels. In consequence, the rate of substitution of foreign savings for domestic savings will be relatively high, and the country will get indebted to consume, not to invest and grow. Only when there are large investment opportunities, stimulated by a sizeable difference between the expected profit rate and the long term interest rate, the marginal propensity to consume will get down enough so that the additional income originated from foreign capital flows will be used for investment rather than for consumption. In this special case, the rate of substitution of foreign for domestic savings tend to be small, and foreign savings will contribute positively to growth.

Key-words: foreign savings, economic growth.

JEL classification: E1, E2, F0, F3, O11.

Um pressuposto razoável de todas as teorias de desenvolvimento é o de que, dado um determinado nível de progresso técnico e a forma de alocação dos recursos disponíveis, o crescimento econômico será tanto maior quanto maior for a taxa de poupança e investimento. Por outro lado, desde que a teoria do desenvolvimento econômico surgiu, nos anos 40 e 50, com os trabalhos clássicos de Rosenstein-Rodan, Nurkse, Lewis, um segundo pressuposto era o de que, dada a

---

\* Escola de Economia de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas. E-mail: lcbresser@uol.com.br e pgala@uol.com.br. Submetido: junho, 2005; aceito: setembro, 2005.

escassez de poupança dos países em desenvolvimento, além da adoção de mecanismos de poupança forçada interna com o aumento da poupança pública, a poupança externa na forma de financiamentos e investimentos seria a forma por excelência de promover esse desenvolvimento. Para alguns países muito atrasados, com taxas de acumulação de capital muito baixas, essa era uma alternativa óbvia. Parecia, entretanto, razoável que se aplicasse a países de desenvolvimento médio. Contudo, entre os anos 30 e 60, porém, essa proposta não teve aplicação prática, já que a poupança transferida pelos países ricos aos países que mais se desenvolveram foi pequena. Nos anos 50, porém, os investimentos externos diretos na indústria dos países em desenvolvimento se tornaram uma realidade, e nos anos 70 foi finalmente possível a muitos países incorrerem em elevados déficits em conta corrente, e financiá-los com aumento da dívida financeira ou então patrimonial. O episódio terminou com a grande crise da dívida externa dos anos 80.

Não obstante, nos anos 90, depois que o Plano Brady (1990) equacionou a crise anterior, a idéia foi retomada, transformando-se em uma estratégia de crescimento: a “política de crescimento com poupança externa e abertura da conta capital”. Dois pressupostos estavam por trás dessa proposta: primeiro, que “é natural que países ricos em capital transfiram seus capitais para países pobres em capitais”, e, segundo, que a poupança externa recebida por um país transformar-se-á automaticamente em investimento produtivo. De acordo com o argumento convencional, a abertura da conta de capital, que então passa a ser fortemente recomendada, contribuiria para o aumento da renda per capita de um país na medida em que ampliaria as opções de investimentos produtivos de seus agentes locais. Um país de renda per capita baixa e, portanto, com baixo estoque de capital, apresentaria um produto marginal do capital mais elevado quando comparado a um país desenvolvido, com elevado estoque de capital. O maior retorno do investimento permitiria ao país mais pobre ampliar sua capacidade produtiva, pagando futuramente ao país mais rico os juros e o total da dívida contraída com os resultados da aplicação produtiva dos recursos emprestados. Para o país desenvolvido, a possibilidade de aplicação de poupanças a uma taxa maior do que a remuneração doméstica também traria ganhos de bem-estar. A abertura da conta de capital permitiria um processo de arbitragem que, em tese, seria capaz de igualar os produtos marginais do capital nas diversas economias, aumentando o bem estar de países pobres e ricos num possível arranjo ótimo.

A conclusão desse argumento de arbitragem de produtos marginais do capital é a de que países em desenvolvimento deveriam necessariamente conviver com déficits em contas correntes, pois só assim estariam aproveitando a poupança externa. Nas palavras de Obstfeld e Rogoff: “*economic policy makers often express concern about national current account deficits or surpluses. Our simple model makes the very important point that an unbalanced current account is not necessarily a bad thing. [...] intertemporal trade makes possible a less jagged time profile of consumption [or investment]*” (Obstfeld e Rogoff, 1996, pg. 18). Como consequência, um nível de câmbio real relativamente apreciado e permanentes déficits em conta corrente seriam situações normais e recomendáveis a países em

desenvolvimento, desde que fossem moderados, não levando a crises de balanço de pagamento.

Nossa crítica vai diretamente contra essa argumentação independentemente da ocorrência ou não de crises. Em trabalhos anteriores fizemos a crítica dessa estratégia e da sobrevalorização cambial que dela decorreu, mostrando que o resultado do influxo de poupança externa não é principalmente o crescimento da taxa de investimento, mas o aumento do consumo e do endividamento externo, porém, não formalizamos o raciocínio. Nos diversos casos que estudamos, verificamos que havia um forte — embora variável — processo de substituição da poupança interna pela externa. Apenas nos casos de países que passavam por momentos de crescimento muito rápido acompanhado ou causado por grandes oportunidades de investimento essa taxa, que propomos chamar de “taxa de substituição da poupança interna pela externa” era pequena, e a poupança externa realmente contribuía para o desenvolvimento do país.<sup>1</sup> O objetivo deste artigo é formalizar esse argumento; é fazer a crítica da política de crescimento com poupança externa hoje dominante na teoria econômica — ou, mais amplamente, do pressuposto de que “os países ricos em capital devem transferir seus recursos para os países pobres em capital. — é também a crítica dos modelos da teoria econômica do desenvolvimento (*development economics*) que examinaram a “restrição externa” e propuseram contorná-la através do financiamento externo dos investimentos.<sup>2</sup> É demonstrar que uma alta taxa de substituição da poupança interna pela externa causa endividamento externo e implica a obrigação de remunerá-lo sem que haja um aumento correspondente da capacidade produtiva do país.

O uso abusivo da poupança externa não precisa de crítica porque seu resultado é o endividamento externo excessivo e a crise de balanço de pagamentos.<sup>3</sup> Antes desse ponto que estabelece o limite do problema, temos a fragilização financeira das economias em desenvolvimento que recorrem cronicamente aos déficits em conta corrente que também não necessitam de maior sofisticação crítica. Exceto no caso de altas oportunidades de investimento, a política de crescimento com poupança externa é prejudicial ao país mesmo quando os déficits em conta corrente não provocam crise de balanço de pagamentos, nem fragilização financeira, porque uma parte substancial do financiamento externo, seja

---

<sup>1</sup> Ver Bresser-Pereira (2001, 2002, 2004) e Bresser-Pereira e Nakano (2003), Bresser-Pereira e Varela (2004).

<sup>2</sup> Ver Hollis Chenery e Michael Bruno (1962), “Development alternatives in an open economy: the case of Israel”. Observe-se que nossa crítica não é a esse artigo em particular, já que Israel apresentava as oportunidades de investimentos necessárias para tornar o crescimento com poupança externa viável, mas à tese generalizada que decorreu do *dual gap model* para justificar endividamento externo.

<sup>3</sup> A crise de balanço de pagamentos geralmente ocorre quando o país ultrapassa o limiar de endividamento externo (*debt threshold*), na medida em que o índice dívida externa – exportações se eleva e acaba por gerar uma situação onde há uma crescente preocupação por parte dos credores internacionais (Cohen, 1994; Patillo, Poirson e Ricci, 2002).

ele realizado através de empréstimo ou de investimento direto, tende a se transformar em consumo.

Embora o endividamento externo seja um problema antigo, a política de crescimento com poupança externa assumiu seu caráter de estratégia deliberada e se tornou dominante nos anos 90. Foi então acompanhada pela abertura financeira dos países em desenvolvimento e pelo grande aumento dos fluxos de capital em direção a eles, mas a ampla literatura sobre a abertura da conta capital não discute a estratégia porque toma como pressuposto que os países ricos em capital devem transferir seus capitais para os países pobres. Ao contrário, ressaltam-se os problemas relacionados com a abertura da conta-capital, como o da alta volatilidade desses capitais, ou, simplesmente, com o endividamento externo, como é o caso do conceito de “pecado original”, ou seja, o fato de que esses países não podem, como os países ricos, tomar emprestado em sua própria moeda.<sup>4</sup> 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; eles podem, inclusive, financiar o aumento das reservas internacionais do país recipiente ou investimentos diretos que esse país realize no exterior.<sup>5</sup>

Em relação à administração cambial nesse processo, nosso pressuposto é o de que 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,<sup>6</sup> administram sua taxa de câmbio com maior ou menor grau de consciência do que estão fazendo. Essa administração começa, no modelo que apresentaremos neste trabalho, pela própria decisão de adotar a política de crescimento com poupança externa. Quando um país aceita essa estratégia, o que está fazendo é administrar para baixo (valorizando) a taxa de câmbio, já que o déficit em conta corrente que ela implica tem como consequência necessária uma taxa de câmbio mais apreciada do que seria se esse déficit não existisse e houvesse equilíbrio na conta corrente. 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 estratégia de crescer com poupança externa não percebem que isso implica

---

<sup>4</sup> Dentre essa imensa literatura, cito aqui apenas Calvo, Leiderman e Reinhart Eichengreen e Leblang (1995), Rodrik (1998), Eichengreen e Leblang (2002), Eichengreen (2003).

<sup>5</sup> 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.

<sup>6</sup> A tese 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 vinte 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.

câmbio apreciado, mas esta falta de consciência não muda o fato de que, seja pela manutenção de taxas de juros elevadas, seja pela aceitação sem restrição de fluxos de capital, estão administrando para baixo suas taxas câmbio.

No modelo que aqui apresentamos a taxa de câmbio é central — é o preço macroeconômico estratégico — e é determinada pela decisão do país em aceitar o pressuposto da ortodoxia convencional de que precisa de poupança externa para crescer. A taxa de câmbio é consequência dessa decisão e da liberação da conta capital. A partir daí, a taxa de câmbio de um lado determina exportações e investimentos, ou seja, a demanda, e os salários reais e os lucros decorrentes, ou seja, a distribuição; de outro lado, determina importações e poupança, ou seja, a oferta agregada; finalmente, dependendo da propensão média a consumir vigente na economia, determina a taxa de substituição da poupança interna pela externa. Na primeira seção deste trabalho discutiremos algumas relações formalizadas de contas nacionais; na segunda, mostraremos que a substituição de poupança interna pela externa poderá ser maior ou menor dependendo da existência ou não de grandes oportunidades de investimento. Na terceira seção apresentaremos uma série de pesquisas empíricas já realizadas anteriormente comprovando a existência de relativas taxas elevadas de substituição da poupança interna pela externa. A última seção traz uma breve conclusão.

## ALGUMAS RELAÇÕES FORMAIS

Iniciamos com as relações de contas nacionais de uma economia sem Estado, na qual o produto  $Y$  é a soma de investimento  $I$  com consumo  $C$  e exportações  $X$  menos importações  $M$ ; a renda bruta  $R_b$  é a somatória de salários dos trabalhadores  $W_t$ , ordenados da classe média profissional  $W_0$ , e lucros  $\Pi$ ; e a renda nacional  $R_n$  é a renda bruta menos os rendimentos do capital enviados ao exterior  $RLE$ . O investimento é igual à poupança  $S$ , 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 e investimento.

$$Y = C + I + X - M \quad (1)$$

$$R_b = W_t + W_0 + \Pi + RLE \quad (2)$$

$$I = S = S_i + S_x \quad (3)$$

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.

$$S_x = M - X + RLE \quad [\text{poupança externa}] \quad (3.1)$$

A poupança externa, por sua vez, variará com a taxa de câmbio real ( $\theta$ ). 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.

$$S_i = W_t + W_0 + \Pi - C \quad [\text{poupança interna}] \quad (3.2)$$

De (1) e (2), temos

$$C + I + X - M = W_t + W_0 + \Pi - RLE \quad (4)$$

logo, retornamos à identidade (3)

$$I = (W_t + W_0 + \Pi - C) + (M - X + RLE) \quad [\text{poupança interna } S_i + \text{ poupança externa } S_x] \quad (5)$$

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 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. Ela varia em torno desse ponto em função 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 em que o determina. Decorre daí uma consequência fundamental para as economias em desenvolvimento e para este modelo: quando um país adota a estratégia 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 em relação àquele que prevaleceria se a estratégia fosse de manter em torno de zero o saldo em conta corrente.<sup>7</sup>

Mas a taxa de câmbio tem uma outra consequência menos discutida. Quanto mais apreciada for, mais altos serão os salários (dos trabalhadores) e ordenados reais (da classe média profissional), na medida em que o preço dos bens de consumo que são comercializáveis internacionalmente baixa (*commodities*) com a apreciação da moeda local. Em compensação, os lucros dos capitalistas,  $\Pi$ , 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  $\phi$ , 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 relati-

---

<sup>7</sup> 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”, isto 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.

vamente 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 como na equação (8).

Para o câmbio real  $\theta$ , adotamos a tradicional definição de câmbio nominal,  $e$ , multiplicado pela relação entre preços externos  $P^*$  e internos  $P$ ,

$$\theta = eP^* / P \quad (6)$$

Assumindo-se que trabalhadores recebem um salário nominal  $w$ , e adquirem bens comercializáveis e não comercializáveis, teremos que o custo de vida dos trabalhadores  $Q$  dependerá do câmbio nominal e da parcela de bens comercializáveis em sua cesta de consumo  $\alpha$ .

$$Q = P^{(1-\alpha)} eP^{*\alpha} \quad (7)$$

Assumindo-se também que os preços são formados na economia de acordo com a conhecida regra kaleckiana que relaciona o nível de preços  $P$  com o salário nominal  $w$ , o nível de produtividade  $b$  e com o *mark up*  $m$ ,

$$P = w(1+m)/b \quad (8)$$

pode-se observar a partir da definição do câmbio real (6), da definição do custo de vida dos trabalhadores (7) e da definição da formação de preços (8), que o salário real  $w/Q$  é função da produtividade, do câmbio real e do *mark-up* ou padrão de distribuição de renda.<sup>8</sup>

$$w/Q = b/(1+m)\theta^\alpha \quad (9)$$

$$\partial w/Q / \partial \theta = \phi < 0 \quad (9.1)$$

A partir destas definições, teremos que uma desvalorização do câmbio real com o aumento do preço dos comercializáveis em relação ao salário nominal significará uma queda 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 de  $e$ , dado  $P^*$ . Isso somente ocorrerá se o preço dos não comercializáveis, especialmente os salários nominais, permanecerem constantes ou se alterarem menos do que proporcionalmente a variação cambial. Estamos, portanto, assumindo a hipótese keynesiana de rigidez de salários nominais e flexibilidade dos reais, ao invés da neoclássica de flexibilidade dos salários nominais e rigidez dos reais.<sup>9</sup>

Quanto aos lucros, sabemos que dependem dos investimentos, que, por sua vez, além de dependerem da taxa de lucro esperada dada a taxa de juros, depen-

<sup>8</sup> Bhaduri e Marglin (1990), Simonsen e Cysne (1995, p. 452).

<sup>9</sup> Corden (1981, p. 31-32).

dem 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 coeficiente que liga os lucros ao câmbio, ou seja, a elasticidade dos lucros em relação ao câmbio será.

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  $i$  e a taxa de lucro,  $r$ . A propensão marginal a consumir ou variação do consumo em relação à renda de salários e ordenados reais é definida por  $\mu$ .

$$C = C(w/Q, r, i) \quad (10)$$

$$\partial C / \partial w / Q = \mu \geq 0 \quad (10.1)$$

Logo, 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 manterá 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 mantenham 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, nesta formalização, da taxa de câmbio.

Poder-se-ia argumentar que o aumento dos salários dos trabalhadores em economias de desenvolvimento médios 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. Contudo, preciso deixar claro em primeiro lugar, 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 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, a possibilidade keynesiana de insuficiência de demanda fica atendida. Por esse lado, a queda das exportações provocará diminuição das oportunidades de investimento ou das expectativas de lucro, dos próprios investimentos, e, em conseqüência, nos termos de Kalecky, dos lucros e da poupança interna. Ao mesmo tempo, do lado da oferta, o aumento 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 o 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 constante, ou diminuir, dependendo da taxa de substituição da poupança interna pela externa,  $z$ .

## SUBSTITUIÇÃO DA POUPANÇA INTERNA PELA EXTERNA

Estamos agora em condições de definir a taxa de substituição da poupança interna pela externa. Para a crítica aqui desenvolvida, embora trabalhemos 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). A incógnita principal é o aumento ou não da taxa de investimento. Do lado da oferta, a variável chave é a propensão a consumir respondendo à variação dos salários e ordenados, em uma direção; e a dos lucros, na outra, em função da variação da taxa de câmbio, sendo maior ou menor a variação do consumo dependendo do diferencial da taxa de lucros esperada-taxa de juros  $r - i$ . Do lado da demanda, a variável chave é a elasticidade das exportações à variação da taxa de câmbio,  $\epsilon$ , 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,  $\phi$ .

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,  $z$ ? Temos aqui um *trade-off* ou compensação: o aumento da primeira tende a implicar na diminuição da segunda. Uma apreciação da moeda local poderá reduzir a poupança interna para o mesmo valor ou mesmo para menos do que representa o acréscimo de poupança externa, ocorrendo assim um deslocamento da poupança doméstica (*savings displacement*). Pode-se observar a partir da equação (5) que, se a queda de  $S_i$  for maior do que o aumento de  $S_x$ , a poupança total cai, o investimento total cai, o consumo total aumenta e a renda se mantém. A equação (11) define aquela compensação, ou seja, a taxa de substituição da poupança interna pela externa,  $z$ .

$$z = \partial S_i / \partial S_x \quad (11)$$

De que depende  $z$ ? Essa taxa depende da variação dos salários e ordenados em relação à apreciação do câmbio  $\phi$ , da variação dos lucros em relação ao câmbio,  $\lambda$ , relações que podem ser consideradas razoavelmente estáveis, da propensão a consumir e do diferencial juros-lucros, ou seja, das oportunidades de inves-

timento. 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 principalmente 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,  $z$  ou 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 à elasticidade dos investimentos às exportações, e, portanto, do coeficiente relacionando investimentos à variação da taxa de câmbio,  $\varphi$ . A diminuição da poupança interna provocada pela diminuição das exportações e do investimento causada pela apreciação cambial é sancionada pela diminuição direta da poupança interna causada pelo aumento dos salários reais e pelo aumento do consumo causado pela mesma apreciação do câmbio.

O que significa praticamente a taxa de substituição da poupança interna pela externa? Ignorando-se o sinal, se  $z$  for igual a 1 ou a 100%, isto significa que o aumento da poupança externa correspondeu à diminuição de igual valor da poupança interna, de forma que a substituição foi plena, se  $z$  for 0, não houve qualquer substituição de poupança. No primeiro caso, a poupança externa 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. Neste 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  $r$  for pequeno, teremos, portanto, 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 de taxa de lucro-juros for alto e a variação  $\mu$  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 a de que em situação normal a taxa de substituição de poupança interna pela externa tende a ser alta, aproximando-se de  $-1$  quando ocorrem déficits em conta corrente sem efetiva vinculação com investimentos e um processo de crescimento como aconteceu na América Latina nos

anos 90. Sabemos, porém, historicamente ou empiricamente que, em determinadas circunstâncias, países desenvolveram-se com poupança externa. Qual a condição para que isto ocorra, ou seja, para que a substituição de poupança interna pela externa fique próxima de 0? Para que o valor de  $z$  fique mais próximo de 0 do que de 100%, será preciso que uma conjugação favorável de externalidades e de aumento de demanda provoque 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 estiver diminuindo. Neste 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

Existe hoje uma considerável literatura empírica que trata da relação entre poupança interna e externa. Vários trabalhos procuram medir a sensibilidade da poupança interna em relação à utilização de poupança externa em países em desenvolvimento. O principal foco dos trabalhos é empírico e as atenções se voltam, em geral, para os possíveis determinantes da poupança interna. A maioria dos 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,<sup>10</sup> 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 interessantes sobre o grau de substituição entre as duas em suas análises empíricas. Formula a seguinte especificação econômica:

$$Sd / Y = f(g, y, r, Sf / Y, SD / Y_1)$$

---

<sup>10</sup> Um grande número de pesquisas comprovou posteriormente 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).

$Sd / Y$  poupança doméstica / PIB,  $g$ : taxa de crescimento do PIB,  $y$ : log natural do PIB per capita medido dólares de 1970,  $r$ : taxa real de juros,  $SF / Y$ : poupança externa / PIB.

Os resultados são obtidos 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), Burma (1962-1969), Malásia (1963-1972), Filipinas (1962-1972), Cingapura (1965-1972) e Taiwan (1962-1972). Os resultados apontam para um valor de aproximadamente -0,5 para a substituição de poupança interna pela externa nos vários tipos de especificações do modelo. Ou seja, 50% da utilização de poupança externa seria neutralizada por uma queda da poupança interna. O grau de substituição é considerável para essa amostra de países no período em questão.

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, 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 onze desenvolvidos. 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 quinze anos + população com mais de 65 anos dividida pela população entre quinze 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 encontra novamente um valor negativo em torno de 0,5 para o coeficiente de poupança externa (mínimo 0,38, máximo 0,625), indicando substancial substituição entre poupança interna privada e poupança externa.

Schmidt-Hebel et al. estudam o comportamento da poupança doméstica a partir da perspectiva das famílias. Ao invés de se concentrarem na poupança agregada, baseiam sua análise empírica na poupança das famílias sobre a renda disponível. Dentre 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, "*foreign saving, which acts as an external liquidity constraint, boosts private consumption, as shown by its significantly negative influence on saving*".<sup>11</sup>

---

<sup>11</sup> Schmidt-Hebel et al. (1992, p. 543).

Reinhart e Talvi (1998) fazem uma comparação entre Ásia e América Latina a respeito da questão da substituição 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 com Schmidt-Hebbel (1992) e Edwards (1995) de que há razoável grau de substituição entre as duas. A utilização de poupança externa está negativamente correlacionada ao nível de poupança doméstica para ambas as regiões. Utilizando uma especificação próxima 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 substituição de poupança interna pela externa que gravita em torno do valor de -0,5. Os autores formulam a seguinte especificação econométrica:

$$S/Y = \alpha_0 + \alpha_1 Y_{tk} + \alpha_2 DYT_{tk} + \alpha_3 CREC_{tk} + \alpha_4 INFL_{tk} + \alpha_5 RDD_{tk} + \alpha_6 FST_{tk} + \alpha_7 DFST_{tk} + \alpha_8 IR_{tk} + \varepsilon$$

*tk*: país *k* no período *t*, *S/Y*: poupança interna, *YT*: tendência do PIB per capita, *DYT*: desvios da tendência do PIB per capita, *CREC*: taxa de crescimento do PIB per capita, *INFL*: taxa de inflação, *RDD*: taxa de dependência demográfica, *FST*: tendência da poupança externa, *DFST*: desvio de tendência da poupança externa, *IR*: taxa de juros real.

As estimativas cobrem quinze países Latino-Americanos e do Caribe entre 1972 e 1993, usando dados de *cross-section* e séries de tempo num total de 330 observações. As estimações foram feitas utilizando-se os métodos de efeitos fixos e aleatórios com e sem instrumentos. 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 uma substituição de poupança interna pela externa 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. Os autores chamam a atenção para o caso mexicano. Entre 1983-90 a 1992-94, a utilização de poupança externa no México cresceu 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 dois 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.<sup>12</sup>

Apesar de não utilizar diretamente a taxa de câmbio nas medições econômétricas, esses trabalhos fornecem evidências empíricas favoráveis, mesmo que de forma indireta, para os argumentos teóricos apresentados neste trabalho. Assumindo-se que situações de déficits em contas correntes são acompanhadas por

<sup>12</sup> Uthoff e Titelman, (1998, p. 36)

algum grau de apreciação cambial, podemos concluir que os trabalhos empíricos apresentados acima se alinham com o argumento de que, em geral, a utilização de poupança externa está aliada à redução de poupança interna e do aumento do nível agregado de consumo. Por outro lado, a variação da 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.

Nos trabalhos originais, fazendo a crítica da política de crescimento com poupança externa de Bresser-Pereira, individualmente ou com Y. Nakano, ou com C. Varela, já referidos, não havia esta formalização, mas já estavam presentes várias outras comprovações empíricas, principalmente aquelas relativas à década de 90 no Brasil e na América Latina. Usando a metodologia aqui desenvolvida, Bresser-Pereira (2006) calculou a taxa substituição da poupança interna pela externa no Brasil entre 1994 e 1999, quando o déficit em conta corrente do país aumenta fortemente; encontrou uma taxa de substituição de 72,4%; por outro lado, 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 114%.<sup>13</sup> Isto aconteceu porque o aumento da poupança externa no primeiro período não implicou em qualquer aumento mas em uma pequena diminuição da taxa de investimento, enquanto que no período seguinte o choque estrutural causado pela depreciação cambial e o aumento dos preços dos bens exportados do Brasil, transformando a poupança externa em despoupança, não causou qualquer diminuição, mas um pequeno aumento na taxa de investimento.<sup>14</sup>

## CONCLUSÃO

Em síntese, o trabalho mostra o que ocorre quando uma economia decide “crescer com poupança externa”. Esta decisão implica em apreciação da taxa de câmbio em relação à taxa de câmbio de referência em que, intertemporalmente, a conta corrente do país é zero. Na formalização da crítica à política de crescimento com poupança externa que acabamos de apresentar, a taxa de câmbio define, pelo lado da oferta, não apenas exportações  $X$  e importações  $M$  e, portanto, a poupança externa, mas também os salários e ordenados reais e os lucros e, portanto,

---

<sup>13</sup> As variações foram calculadas tomando-se como base a média das variáveis nos três anos anteriores a cada um dos dois períodos.

<sup>14</sup> O choque estrutural positivo por que passou a economia brasileira transformou o déficit em conta corrente de 4,73% do PIB em 1999 em um superávit de 1,65% em 2005, correspondendo a um ajuste externo de 6,38% do PIB. Todavia, a taxa média de investimento entre 1997 e 1999 que foi de 15,09%, passou para 18,11% do PIB no período 2000-2005.

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 este 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, dependem da elasticidade das exportações à variação na taxa de câmbio e dos investimentos à exportação, ou, mais diretamente, dos investimentos ao câmbio,  $\varphi$ . 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 ( $\mu > 0$ ). Tende também, do lado da demanda, a reduzir exportações, investimentos, e poupança interna. Em consequência, temos uma substituição de poupança interna pela externa significativa, que podemos assumir girar, em circunstâncias normais, em torno de 50%, mas que pode variar para mais ou para menos dependendo da situação econômica. Isto significa, por exemplo, que um investimento direto ou financeiro que renda para o seu proprietário 20% de retorno, signifique para o país um pagamento anual de 40% do investimento recebido que, em termos líquidos, foi a metade. Se a taxa de substituição for de 80%, dado o mesmo retorno para o investidor, o país estará fazendo um pagamento sobre o investimento líquido de 100%! Quando, porém, a economia vive um momento de altas taxas de crescimento, 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 isto que explica porque, em determinados momentos, como os Estados Unidos na segunda metade do século XIX, ou a Coréia do Sul e o Brasil, na primeira metade dos anos 70, cresceram 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 transformará simplesmente em maior consumo e em maior endividamento financeiro ou patrimonial do país, o segundo endividamento menos líquido que o primeiro, mas ambos implicando em pesado ônus de remessa de rendimentos para o exterior sem que tenha havido aumento da capacidade de investir e exportar do país. Isto explica também porque os países asiáticos têm defendido tão fortemente sua taxa de câmbio, mantendo-a competitiva, através da estratégia de crescer com despoupança externa, ou seja, com superávits em conta corrente e aumento ou de reservas ou de investimentos no exterior. Esta 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 meramente hipotético-dedutivo (como é aquele pressuposto) facilmente contraria a experiência histórica dos países que foi sempre a de que, exceto em alguns momentos, o

capital se faz em casa.<sup>15</sup> Com este trabalho, esperamos contribuir para uma teoria que explique essa experiência.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- BHADURI, Amit e MARGLIN, Stephen (1990) "Unemployment and the Real Wages: The Economic Basis for Contesting Political Ideologies". *Cambridge Journal of Economics* 14(4): 375-93.
- 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 2001.
- BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos (2002) "Financiamento para o subdesenvolvimento: O Brasil e o segundo consenso de Washington". In CASTRO, Ana Célia org., *Desenvolvimento em debate: painéis do desenvolvimento brasileiro I*, v.2. Rio de Janeiro: Mauad/BNDES, 2002, pp.359-98.
- BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos (2004) "Brazil's Quasi-stagnation and the Growth cum Foreign Savings Strategy". *International Journal of Political Economy* 32(4) 2004, p.76-102.
- BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos and NAKANO, Yoshiaki (2002) "Crescimento Econômico com Poupança Externa?" *Revista de Economia Política* 22(2) 2003: 3-27. Originalmente, "Economic Growth with Foreign Savings?", trabalho apresentado ao Seventh International Post Keynesian Workshop, Kansas City, Mi., 30 junho 2002.
- BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos e VARELA, Carmen A. (2004) "The Second Washington Consensus and Latin America's Quasi-Stagnation". *Journal of Post Keynesian Economics*, 27 (2), 2004-5, p. 231-50.
- CHENERY, Hollis e Michael BRUNO (1962) "Development alternatives in an open economy: the case of Israel". *Economic Journal*, March.
- CALVO, Guillermo, LEIDERMAN, Leonard and REINHART, Carmen (1995) "Capital Inflows to Latin America with Reference to the Asian Experience". In EDWARDS, Sebastian ed. *Capital Controls, Exchange Rates, and Monetary Policy in the World Economy*. Cambridge: Cambridge University Press, 1995, pp. 339-80.
- COAKLEY, J., F. KULASI, e R. SMITH (1996) "Current Account Solvency and the Feldstein-Horioka Puzzle", *The Economic Journal*, 106, (436), May 1996, pp. 620-27.
- COHEN, Daniel (1994) "Growth and External Debt". In Frederick Van der Ploeg (ed.) *The Handbook of International Macroeconomics*, London: Basil Blackwell.
- CORDEN, W. Max (1981) *Inflation, Exchange Rates and the World Economy*. Oxford: Clarendon Press (second edition).
- EDWARDS, S., (1995) "Why are saving rates so different across countries? An international comparative analysis", *NBER Working Paper*, n. 5097, Cambridge, MA.
- EICHENGREEN, Barry (2003) *Capital Flows and Crises*. Cambridge: MIT Press.
- EICHENGREEN, Barry e David LEBLANG (2002) "Capital Account Liberalization and Growth: Was Mr. Mahathir Right?", *NBER Working Paper*, 9427.
- FELDSTEIN, Martin e HORIOKA, C. (1980) "Domestic Savings and International Capital Flows". *Economic Journal*, 90(358), June 1980, 314-29.
- FRY, M., (1978) "Money and Capital or Financial Deepening in Economic Development?", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol.10, November.

---

<sup>15</sup> A expressão é de Barbosa Lima Sobrinho, em seu clássico trabalho sobre o desenvolvimento do Japão (1973).

- PATILLO, Catherine, POIRSON, H el ene e RICCI, Luca (2002), "External Debt and Growth", *IMF Working Paper*, n.02/69, abril 2002.
- ROCHA, Fabiana (2004) "Corre ao Feldstein-Horioka: indicador de mobilidade de capitais ou de solv ncia?" *Revista de Economia Pol tica* 23(1): 3-11.
- REINHART, C. M. e E. TALVI, (1998) "Capital flows and saving in Latin America and Asia: a reinterpretation", *Journal of Development Economics*, vol. 57 1998, pp. 45-66
- RODRIK, Dani (1998) "Who Needs Capital — Account Convertibility?" , in *Princeton Essays in International Finance*, 207, May 1998: 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, M rio Henrique e Rubens Penha CYSNE (1995), *Macroeconomia*. S o Paulo: Editora Atlas.
- SINN, S. (1992) "Saving-investment Correlations and Capital Mobility: On the Evidence from Annual Data". *Economic Journal*, september, 1992, 102(414), pp. 1162-170.
- UTHOFF, A., e TITELMAN, D., (1998) "The relationship between foreign and national savings under financial liberalization" in *Capital Flows and Investment Performance, Lessons from Latin America*, French-Davis and Reisen (eds.), ECLAC and OECD.