

Substituição de poupança interna pela externa: o caso do Brasil

Luiz Carlos Bresser-Pereira

Este trabalho escrito em 2006 serviu de base para o Capítulo 5, “Substituição de poupanças” de *Macroeconomia da Estagnação* (2007, São Paulo: Editora 34: 149-166).

Resumo. A economia brasileira foi capaz de acabar com a alta inflação inercial em 1994, mas, apesar do grande fluxo de capital na forma de financiamento e investimento direto, o país permaneceu quase-estagnado. Uma causa fundamental por trás deste fato foi a abertura da conta capital acompanhada pela adoção da estratégia de crescimento com poupança externa. Neste artigo o foco é na taxa de câmbio que tende a se tornar apreciada quando aquela estratégia é adotada. O artigo mostra os efeitos perversos de tal estratégia em três estágios: primeiro, a substituição de poupança interna por externa; segundo, o endividamento e dependência financeira do país; e, finalmente, a crise do balanço de pagamento. Em seguida o artigo concentra-se no primeiro estágio: resume a crítica à estratégia de crescimento com poupança externa em um modelo, define a taxa de substituição de poupança externa por interna aplicável quando os déficits em conta corrente estão aumentando, e seu inverso, quando aqueles déficits voltam a cair. Finalmente, oferece uma medida simples de ambas as taxas para o Brasil, nos anos 1990, quando o país estava recebendo poupança externa, e nos anos 2000, quando o inverso aconteceu.

Abstract. Brazilian economy was able to put an end to high inertial inflation in 1994, but, despite the large inflows of capital received in the form of finance and direct investment, the country remained quasi-stagnant. A central explanation for it was the opening of the capital account and the adoption of growth with foreign savings strategy. In this paper, the focus is in the exchange rate which tends to become overvalued in consequence of such strategy. The paper shows that the perverse effects of such strategy operate in three stages: first, substitution of foreign for domestic savings; second, indebtedness and financial dependency of the country; and finally, balance of payment crisis. After that the paper concentrates in the first stage: summarizes the critique of the growth *cum* foreign savings strategy into a model, defines the rate of substitution of foreign for domestic savings that takes place when current account deficits are increasing, and its inverse. Finally, it offers a simple measure of both rates for Brazil, in the 1990s, when the country was receiving foreign savings, and in the 2000s, when the inverse happened.

Palavras-chave: POUPANÇA EXTERNA, POUPANÇA INTERNA, TAXA DE CÂMBIO

Após a crise da dívida externa dos anos 80, e depois da estabilização da alta inflação inercial em 1994, o Brasil, como quase todos os países da América Latina, aceitou a estratégia de crescimento com poupança externa recomendada por Washington para os países em desenvolvimento. Este fato, consistente com uma política monetária que mantém o país preso a uma armadilha de altas taxas de juros e taxa de câmbio apreciada,

Agradeço os comentários de Paulo Gala e Carmen Augusta Varela. Luiz Carlos Bresser-Pereira é Professor Emérito da Fundação Getúlio Vargas, São Paulo. bressesrpereira@uol.com.br www.bresserpereira.org.br.

manteve o país semi-estagnado, com uma taxa de investimento inferior a 20% do PIB e uma taxa de crescimento muito baixa, embora, a partir da retardada estabilização dos preços de 1994, o Brasil parecesse apresentar todas as condições para uma forte retomada do desenvolvimento. A elevada taxa de juros que há muitos anos prevalece na economia brasileira está relacionada com a taxa de câmbio apreciada e a taxa de juros básica elevada que tem prevalecido desde que o Plano Real entrou em vigor. Em poucos meses, após o 1º. de julho de 1994 (data em que a reforma monetária do Plano Real deu fim à alta inflação), a taxa de câmbio apreciou-se explosivamente em face da entrada maciça de capitais atraídos pela alta taxa de juros e pela nova estabilidade da moeda. Esta apreciação transformou os superávits externos que o país vinha realizando desde 1983 (quando depreciou sua moeda) em elevados déficits em conta corrente, que se encaixavam perfeitamente com a estratégia de crescimento com poupança externa que, então, o Norte recomendava ao Sul. De acordo com a ortodoxia convencional,¹ ou seja, o conjunto de diagnósticos e políticas originadas em Washington, em sua versão pós-crise da dívida externa e pós Plano Brady², crescer utilizando poupança externa seria a estratégia mais racional e expedita para esses países. Entretanto, como esses capitais seriam limitados, o crescimento econômico seria o resultado de uma competição entre os países de desenvolvimento médio para obterem esses recursos.³

A crença de que a poupança externa seja o meio adequado para o desenvolvimento econômico – ‘é natural que os países ricos em capital transfiram seus capitais para os países pobres em capital’ – não é apenas uma tese da teoria econômica neoclássica; já estava presente na teoria econômica do desenvolvimento (*development economics*), na teoria estruturalista da Cepal,⁴ e se torna central na teoria da ‘dependência associada’ do final dos anos 60; não está presente na teoria keynesiana porque nela a poupança resulta do investimento, mas os keynesianos também não fizeram uma crítica do crescimento da

¹ Eu uso ‘ortodoxia convencional’ ao invés de ‘consenso de Washington’ porque essa expressão amplia a origem das recomendações que não vêm só de Washington, e porque não fica presa aos 10 itens listados por John Williamson (1990). Em alguns papers usei a expressão ‘segundo consenso de Washington’, mas acredito que ortodoxia convencional é uma expressão mais geral para significar o conjunto de conselhos que os países ricos fazem aos países em desenvolvimento.

² O Plano Brady, assim nomeado por ter partido do secretário do Tesouro americano Nicholas Brady, em 1989, equacionou em parte o problema da dívida externa ao permitir que os países altamente endividados transformassem suas dívidas em títulos com um pequeno desconto.

³ Refiro-me apenas aos países de desenvolvimento médio, porque os países pobres não têm condições de participar dessa ‘competição’, nem existe interesse dos países ricos de que participem.

⁴ A teoria econômica do desenvolvimento (*development economics*), desde seu *paper* fundador (Rosenstein-Rodan, 1943), está apoiada nessa tese: o *paper* de Lewis (1956) e o modelo de dois hiatos de Chenery e Bruno (1962) são paradigmáticos; a teoria estruturalista latino-americana, que é uma versão da teoria econômica do desenvolvimento, também a adotou a partir de Prebisch (1963); para a teoria keynesiana, ver McCombie e Thirwall (1994) e McCombie (1997), Porcile e Tadeu Lima (2005), que retomam o conceito estruturalista de elasticidade-renda das importações superior à das exportações.

poupança externa.⁵ No caso do Brasil, os empréstimos e investimentos externos facilitaram a aceleração da taxa de crescimento que ocorreu entre 1968-1973 (o breve período do ‘milagre’), mas, em seguida, levaram o país à grande crise da dívida externa. Essa mesma crença reapareceu com toda a força no início dos anos 90, no bojo da ortodoxia convencional, e foi rapidamente aceita pelo governo e pelas elites brasileiras. Os efeitos dessa renovada estratégia de crescimento com poupança externa, agora complementada com a abertura da conta capital, foram desastrosos para a economia do Brasil e dos demais países latino-americanos. A exceção foi o Chile, que, como os países asiáticos, soube controlar a entrada de capitais e defender sua taxa de câmbio da apreciação causada pelos déficits em conta corrente legitimados pelo fato de serem poupança externa. Embora sabendo que fazer a crítica dessa crença ou tese implicar contradizer o saber econômico estabelecido, esses fatos levaram-me a dedicar os últimos anos a fazer a crítica dessa estratégia equivocada de crescimento. Até os anos 60 essa era antes uma tese teórica; a partir, porém, dos anos 70 essa crença começou a substituir a lei das vantagens comparativas no papel de neutralizar os esforços dos países em desenvolvimento para crescer.⁶ Até então a lei das vantagens comparativas de Ricardo, além de ser um dos monumentos da teoria econômica, era o instrumento ideológico usado pelo imperialismo para exercer sua dominação – para neutralizar as tentativas dos países atrasados de proteger sua indústria infante. A Inglaterra foi a primeira a usá-la contra os países atrasados da Europa. Depois, os países ricos a usaram contra os países em desenvolvimento. A partir dos anos 70, porém, quando os primeiros NIC (*newly industrialized countries*) passaram a exportar manufaturados para os países ricos, eram os países ricos que precisavam se proteger desses novos países industrializados que usavam sua mão-de-obra barata para exportar. Como, então, neutralizar essa ameaça ou essa sensação de ameaça?⁷ Nos próprios anos 70 (que são a década do fim dos Anos Dourados do capitalismo e do início da ofensiva ideológica neoliberal) os países ricos do Norte encontraram uma das respostas a essa questão na estratégia de crescimento com poupança externa. Entretanto, essa forma de neutralização não-intencional mas efetiva do desenvolvimento ameaçador de países concorrentes, mas dotados de mão-de-obra barata, não estava ainda clara para os países ricos. Ficará clara no início dos anos 90, quando se inicia mais uma onda de fluxos de capital para os países em desenvolvimento, agora chamados de ‘mercados emergentes’. A idéia nasce no próprio Tesouro dos Estados Unidos, e é imediatamente incorporada pelo FMI e pelo Banco Mundial. Para os governos dos países ricos, representados pelas agências internacionais em Washington, e principalmente para as empresas multinacionais financeiras e comerciais daqueles países, a idéia de uma competição dos países de desenvolvimento médio pelos seus recursos era

⁵ Em Cardoso e Faletto (1969) os autores, embora reconhecendo que até os anos 50 a América Latina havia crescido com poupança interna, afirmam que a partir dos anos 60 só poderia crescer com poupança externa; para uma discussão recente do problema, ver Bresser-Pereira (2005).

⁶ Venho trabalhando nessa crítica desde que saí do governo Fernando Henrique Cardoso, em 1999. Depois de um primeiro trabalho sobre o tema (Bresser-Pereira, 2001), associei-me com Yoshiaki Nakano (2002) para fazer uma crítica em termos gerais, ao mesmo tempo em que a aplicava ao Brasil (Bresser-Pereira, 2002). Mais recentemente, formalizei esta crítica em Bresser-Pereira e Gala (2005).

⁷ Digo ‘sensação de ameaça’ porque, embora sabendo que os países de desenvolvimento médio que se valem de sua mão-de-obra barata para exportar manufaturados representam uma séria concorrência para os países ricos, e impliquem mudanças estruturais nesses países, não creio que seu desenvolvimento prejudique os países ricos.

atrativa. Os trunfos nessa competição, porém, não seriam apenas uma política econômica austera: incluiriam a introdução de reformas institucionais orientadas para o mercado, particularmente, a abertura da conta capital combinada, em um primeiro momento, com a dolarização e, em um segundo, depois que a dolarização revelou-se prejudicial em excesso, com a flutuação do câmbio. Sua aceitação pelos países em desenvolvimento foi ampla.⁸ Quanto mais dependente fosse o país, mais rapidamente aceitava a proposta tentadora vinda do Norte de crescer com poupança externa, ou seja, com déficits em conta corrente. Alguns países asiáticos mais sólidos ou mais prudentes, como a China ou Taiwan, não se deixaram enganar. Outros se curvaram à hegemonia ideológica, aceitaram a estratégia, incorreram em elevados déficits em conta corrente, e afinal sofreram a grave crise de balanço de pagamentos em 1997. Aprenderam, porém, rapidamente, desvalorizando suas moedas, e voltando imediatamente a apresentar superávits em conta corrente. Já o Brasil, como aconteceu com quase todos os países da América Latina, entrou forte na competição pela poupança externa, enfrentou crises de balanço de pagamentos, e não se desenvolveu.

A verdadeira e grande competição, porém, é a da globalização. Nela, esse processo não deliberado, mas efetivo, de neutralização da capacidade competitiva dos países dotados de mão-de-obra barata, através da estratégia de crescimento com poupança externa, pode ser dividido em três estágios. No primeiro, os déficits em conta corrente, cujo financiamento é a poupança externa, provocam um processo de substituição da poupança interna pela externa – o tema principal deste trabalho. Ao se sucederem os déficits em conta corrente, o endividamento externo financeiro ou patrimonial (derivado de investimento direto) do país aumenta de forma que, no segundo estágio, o país se torna endividado, fragilizado financeiramente, e, por isso mesmo, dependente financeiramente do exterior: qualquer suspensão da rolagem da dívida pode levar a uma crise de balanço de pagamentos; em consequência, o país se vê ou se sente compelido à prática da política do *confidence building*, ou seja, a adotar as recomendações vindas dos credores sem submetê-las à devida crítica com base no critério do interesse nacional. O terceiro estágio é o da crise. Seja porque os índices de endividamento externo em relação ao PIB ou em relação às exportações aumentaram demais, ou porque estão se acelerando perigosamente, os credores, que já estavam piorando sua classificação de risco, decidem subitamente suspender a rolagem da dívida; o país começa a perder reservas, e afinal não tem alternativa senão a moratória branca.

Há uma circunstância na qual a poupança externa contribui para o desenvolvimento econômico, ao invés de prejudicá-lo. Nos raros momentos em que o país já está crescendo muito rapidamente, e, por isso mesmo, vem apresentando elevadas perspectivas de lucro para os investidores, o recurso à poupança externa pode ser válido durante algum tempo, porque o aumento de salários decorrente da apreciação do câmbio não vai todo para o consumo: a propensão marginal a consumir diminui e uma parte substancial da renda adicional é investida pela classe média, atraída pelo retorno particularmente favorável. Esta, porém, é uma situação particular. A última vez em que ela claramente se configurou no Brasil foi no ‘milagre’ de 1968-1973.

⁸ O sub-secretário do Tesouro americano, nesse momento, é Lawrence Summers.

Tabela 1: Crescimento médio anual do PIB em três décadas e meio – em %

Período	PIB	PIB <i>per capita</i>
1971-1980	8,67	6,10
1981-1990	1,67	-0,47
1991-2000	2,67	1,09
2001 – 2005	2,20	0,72

Fonte: Ipeadata`. Observação: Para os cálculos foram utilizados dados de PIB e PIB *per capita*, em reais, a preços de 2005.

Embora o processo que estou apresentando seja generalizado para os países em desenvolvimento, e particularmente para os países de renda média, os dois países da América Latina que passaram por esses estágios de forma mais evidente nos anos 90 foram a Argentina e o Brasil: tiveram grandes déficits em conta corrente e, portanto, receberam grandes somas de poupança externa, mas sua taxa de investimento não aumentou e seu crescimento não foi retomado; tornaram-se fragilizados financeiramente, e entraram em crise de balanço de pagamentos. Embora a Argentina seja o caso paradigmático, neste trabalho examinarei o caso do Brasil, que conheço melhor. A última vez que a economia brasileira apresentou altas taxas de crescimento foi nos anos 70. Depois disso, como se pode ver pela Tabela 1, permaneceu semi-estagnada. Enquanto a renda por habitante crescia 6,10% ao ano nos anos 70, nos 90 e nos cinco primeiros anos dos anos 2000 cresceu apenas 1,09 e 0,72% respectivamente, não obstante o grande afluxo de poupança externa ocorrido nos anos 90. Na primeira seção deste trabalho, examinarei a nova forma que a ortodoxia convencional assumiu nos anos 90, quando passou a adotar a estratégia de crescimento com poupança externa; na segunda seção, reverei a experiência brasileira em relação à poupança externa e interna; na terceira farei a crítica formal da estratégia de crescimento com poupança externa, que endivida de forma perversa o país, mas pouco contribui para aumentar sua capacidade de investir; na quarta, voltarei ao caso do Brasil para avaliar a taxa de substituição da poupança interna pela externa que ocorre enquanto a poupança externa está aumentando; examinarei também substituição inversa (de poupança externa pela interna) que passa a ocorrer quando os déficits em conta corrente começam a cair e afinal se transformam em superávit: foi o que ocorreu a partir de 2002 como consequência da depreciação de 1999 e da melhoria das relações de troca que acontece a partir de 2002.

A NOVA ORTODOXIA CONVENCIONAL DOS ANOS 90

A ortodoxia convencional, ou seja, o conjunto de diagnósticos e recomendações originadas de Washington – especificamente do Tesouro americano, do Fundo Monetário Internacional e do Banco Mundial – manifestou-se, a partir dos anos 80, através do que ficou conhecido como o Consenso de Washington. Este consenso, na forma pela qual foi expresso por John Williamson (1990), consistia de uma série de princípios pregando o ajuste fiscal e reformas orientadas para o mercado, ou no que foi também chamado de

‘ajuste estrutural’.⁹ Acabou se tornando um símbolo da política neoliberal daqueles anos, embora a lista de 10 reformas de Williamson não implicasse necessariamente reformas ultraliberais, visando reduzir o estado ao mínimo. Era, entretanto, ‘neoliberal’ na medida em que havia nele um claro viés pró-mercado que enfraquecia o aparelho do estado, e ‘globalista’, na medida em que afirmava a perda de relevância dos estados-nação no novo quadro econômico mundial. A maioria dos países em desenvolvimento podia se beneficiar de ajustamento fiscal e de reformas orientadas para o mercado, especialmente de maior abertura comercial e financeira. Mas, no quadro de competição generalizada que define o capitalismo globalizado, a ortodoxia convencional ignorava que dificilmente um país crescerá se não contar com uma estratégia nacional de desenvolvimento: cada estado-nação não pode deixar que se enfraqueça sua nação e seu estado sob pena de ver paralisado seu desenvolvimento.

Nos anos 90, a ortodoxia convencional passou por mudanças fundamentais não previstas no Consenso de Washington dos anos 80. Williamson excluía expressamente do seu consenso a abertura da conta-capital e a flutuação do câmbio. A nova ortodoxia convencional tem nessa abertura e na dolarização (em um primeiro momento) ou então na flutuação total do câmbio (em um segundo momento) seus pilares.¹⁰ A antiga ortodoxia atribuía grande papel à taxa de câmbio, e propunha sua desvalorização sempre que havia crise; a nova ortodoxia dos anos 90 quer a taxa de câmbio fixa para servir de âncora nominal contra a inflação (daí a dolarização), ou então seu oposto, a plena flutuação que, teoricamente, evitaria qualquer crise. Na antiga ortodoxia o objetivo fundamental do FMI era evitar crises de balanço de pagamentos, para isso procurando limitar o endividamento externo; na nova ortodoxia, essa agência passava a concorrer com o Banco Mundial em promover o desenvolvimento econômico através do recurso à poupança externa. A nova ortodoxia convencional teria conseqüências desastrosas para os países que a aceitaram; não obstante, foi adotada pelas elites da grande maioria dos países em desenvolvimento prontamente, seja porque a hegemonia ideológica neoliberal é total nos anos 90, seja porque, aparentemente, não implicava em nenhum custo – apenas benefícios.

Ao invés de dizer o que os países em desenvolvimento deveriam fazer para ajustar e estabilizar suas economias, como havia feito durante a crise da dívida externa, a nova versão da ortodoxia convencional anunciava o que deveriam fazer para crescer. A receita era simples: bastaria que adicionassem ao ajuste fiscal reformas neoliberais de forma a se credenciar para receberem a poupança externa em um quadro de total abertura financeira. Ao invés do ‘desenvolvimento *cum* dívida’ dos anos 70, teríamos agora o ‘desenvolvimento *cum* poupança externa’: a mesma coisa com outras palavras, e com novos instrumentos financeiros – ao invés de empréstimos realizados pelos bancos, emissão de títulos.

Como toda ideologia bem sucedida, a estratégia de crescimento com poupança externa tem um enunciado simples – e aparentemente razoável. Pode ser resumida em uma

⁹ Ver Williamson (1990). A carga ideológica contra o texto de Williamson foi grandemente exagerada. Williamson não é um ultraliberal, e o consenso que detectou em Washington não era um consenso ultraliberal, não visava reduzir o estado ao mínimo. Tinha apenas um viés liberal (ou neoliberal na língua inglesa na qual ‘liberal’ significa progressista). O que não impede que haja ultraliberais entre os que o adotavam.

¹⁰ Em debate com Williamson, Stanley Fischer sugeriu a inclusão da abertura financeira, e Williamson respondeu que não a considerava necessária nem incluída no consenso.

frase composta de três termos. O primeiro termo, ou a premissa (“nós compreendemos que vocês não têm mais recursos para financiar seu desenvolvimento”), tem apenas aparência de verdade, mas um país como o Brasil, ou como o México, ou como a China, têm recursos para se desenvolver. No Brasil, mesmo no auge do crescimento com poupança externa, três quartos dos investimentos eram financiados por poupanças domésticas. O grande desenvolvimento do país entre 1930 e 1960 foi essencialmente realizado com recursos internos. O segundo termo, ou as duas condições (“mas não se preocupem, façam o ajuste fiscal e as reformas”), era o mais razoável dos três termos no que diz respeito ao ajuste fiscal; em relação às reformas, depende da reforma. O mais grave da nova versão da ortodoxia convencional, porém, está no seu terceiro termo – na sua conclusão. Cumpridas as duas condições, a frase conclui: “nós financiaremos seu desenvolvimento com poupança externa, se possível com investimento direto”. Aí estava a armadilha que levou a maioria dos países em desenvolvimento, já altamente endividados no final dos anos 1980, a pouco crescerem nos anos 1990; aí está a origem das crises de balanço de pagamentos cujo caso limite foi o da Argentina; aí está uma causa básica da equivocada decisão brasileira de desconsiderar o problema do desequilíbrio externo em seguida ao Plano Real; aí está a explicação principal para o fato de o Brasil haver entrado em duas crises de balanço de pagamentos: uma em 1998, no final do primeiro quadriênio do governo Fernando Henrique Cardoso, a outra em 2002, no final do segundo quadriênio.

De acordo com a ortodoxia convencional, o financiamento seria feito com “poupança externa, se possível com investimentos diretos”. A dívida patrimonial é menos perigos do que a dívida financeira, porque não conta no cálculo dos índices de endividamento devido à sua menor liquidez. Seu custo, porém, em termos de remessas de divisas, é maior. Além disso, o país em desenvolvimento está cedendo seu mercado a países ricos sem contrapartida – uma contrapartida que sempre existe entre os países ricos.¹¹ Se houvesse a garantia de que o recurso do investimento direto, em termos líquidos, seria usado para aumentar a taxa de acumulação de capital, haveria ainda uma justificativa, mas essa garantia não existe para recursos financeiros que são fungíveis. Da mesma forma que acontece com os empréstimos, os investimentos diretos que financiam déficit em conta corrente acabam quase sempre financiando consumo, não investimento. Os países ricos recebem investimentos diretos, mas o objetivo não é financiar investimentos, já que os investimentos diretos se compensam entre eles, e sim para aumentar a concorrência e absorver tecnologia. Além disso, eles sabem os perigos que representa o crescimento com endividamento. A Grã-Bretanha, no século dezenove, utilizou com frequência o endividamento como estratégia para reduzir à condição colonial países que lhe interessavam.¹² A ortodoxia convencional, portanto, não tem dúvida em aconselhar os países em desenvolvimento a usarem investimentos diretos e empréstimos para financiar déficit em conta corrente, embora, como veremos, os países ricos não

¹¹ Uma contrapartida que, na prática, hoje também a China logra, já que os grandes investimentos diretos que recebe não são usados para financiar déficit em conta corrente.

¹² Em 1882, os banqueiros ingleses e de outros países europeus, com a conivência de seus governos, fizeram empréstimos ao vice-rei Ismail destinados a financiar seus projetos suntuosos e grandiosos, a taxas de juros elevadas que inviabilizavam seu pagamento. Quando o *default* se confirmou, a Grã Bretanha encontrou aí uma desculpa para intervir e declarar que não suspenderia a intervenção com o pagamento das dívidas. O Egito permaneceu sob o domínio do Império Britânico até que Gamal Abdel Nasser liderou a independência do país em 1952.

seguem os conselhos insistentemente dados aos países de renda média (Ha-Joon Chang, 2002 [2004]).

A EXPERIÊNCIA BRASILEIRA

O Brasil, principalmente a partir de 1995, passou a adotar aberta e decididamente a estratégia de crescimento com poupança externa. O presidente Cardoso estava convencido de que o Brasil só se desenvolveria apelando para a poupança externa desde os tempos em que formulou com Faletto sua ‘teoria da dependência associada’ no final dos anos 60.¹³ Ao assumir a presidência da república no auge da onda ideológica neoliberal e globalista que vinha do Norte, cuja tese central era exatamente essa, é fácil compreender que seu governo tenha apostado todas as fichas nessa estratégia. Graças à abundância de capitais de empréstimo e de risco no sistema globalizado, e às boas perspectivas que se abriam para a economia brasileira com a estabilização dos preços alcançada em 1994, Cardoso não teve dificuldade em colocar em prática uma política que parecia ser o epítome da racionalidade, e o país experimentou déficits em conta corrente cada vez maiores. Os resultados, entretanto, não foram o aumento da taxa de investimento e de crescimento, mas semi-estagnação.

Nos quatro primeiros anos, o governo Cardoso conviveu com uma taxa de câmbio sobrevalorizada, grandes déficits em conta corrente que chegaram a quase 5% do PIB, e altas taxas de juros, e terminou em meio a uma grave crise de balanço de pagamentos. Essa crise, cuja causa imediata foi a suspensão da rolagem da dívida externa pública e privada brasileira pelos credores externos, estava claramente relacionada com o alto índice de endividamento do país. No final de 1998, a relação dívida externa/exportações subiu acima de 4 vezes. Reeleito, o presidente imediatamente, em janeiro de 1999, deixou flutuar o câmbio, o real se depreciou cerca de 30% em termos reais, e o país pareceu voltar a caminhar em direção ao equilíbrio macroeconômico, e, possivelmente, à retomada do desenvolvimento. Logo em seguida, porém, em julho de 1999, quando a taxa de juros de curto prazo continuava astronomicamente alta, o governo decide implantar uma política de metas de inflação. Perdida a âncora cambial, queria, com o apoio do FMI, substituí-la por uma âncora monetária (Blanchard, 2005). O momento era péssimo para implantar uma política dessa natureza, porque ela foi pensada para se administrar um dado regime de política monetária, não para mudá-lo (Bresser-Pereira e Gomes, 2006). Ora, o Brasil, imerso desde 1994 em uma armadilha de alta taxa de juros e baixa taxa de câmbio (Bresser-Pereira e Nakano, 2002), precisava mudar o seu regime, desenvolver uma estratégia para baixar a taxa de juros básica que onerava a dívida pública e, assim, desequilibrava as finanças públicas. Isto não foi feito. Dado o momento em que foi adotada a política de metas de inflação, a taxa de juros de equilíbrio que passou a fazer parte de seu modelo macroeconômico ficou em torno de 9% em termos reais; com isso, o país se deixou prender formalmente na armadilha de altos juros e câmbio baixo em que já estava. Não obstante a crise de 1998, o governo continuou convencido do acerto da estratégia de crescimento com poupança externa. Essa estratégia, combinada com a elevada taxa de juros, fez com que a taxa de câmbio se apreciasse novamente após a depreciação de 1999, de forma que o índice de endividamento externo do país continuou

¹³ Cardoso e Faletto (1969 [1970]). Minha crítica a essa teoria está em “Do Iseb e da Cepal à teoria da dependência” (Bresser-Pereira, 2005).

superior a 4 vezes. Dado esse índice de endividamento, dada uma economia estagnada, e naquele momento, no segundo semestre de 2002, dada uma nova ameaça do ponto de vista dos credores representada pela provável eleição para a presidência do candidato do Partido dos Trabalhadores, Luís Inácio Lula da Silva, não foi surpreendente que o país voltasse a enfrentar uma segunda crise de balanço de pagamentos.

Conforme podemos ver pela Tabela 2, o déficit em conta corrente 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, 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 (18,90%). Por outro lado, os déficits em conta corrente do governo Cardoso (1995-2002) foram financiados de duas formas: por empréstimos e por investimentos diretos. Os investimentos diretos aumentaram extraordinariamente. Conforme ele próprio assinalou em sua mensagem de Natal de 2001, até 1994 o país recebia no máximo 2 bilhões de dólares por ano de investimentos estrangeiros; depois do Real o país passou a receber, em média, 2 bilhões de dólares por mês em investimentos diretos. Conforme podemos ver pela Tabela 3, até 1994 os investimentos diretos não superavam 0,4% do PIB, enquanto, em 1999 e 2000 já superavam 5% do PIB.¹⁴

¹⁴ Nesse ano, os investimentos diretos foram superiores ao déficit em conta corrente, o que significa que o país pagou um pouco de sua dívida financeira.

Tabela 2: Poupança interna, externa e investimento em % do PIB – 1990-2005

Ano	Poupança Externa¹	Poupança Interna	Investimento²
1990	1,07	19,59	20,66
1991	1,17	16,94	18,11
1992	-0,92	19,35	18,42
1993	0,76	18,53	19,28
1994	0,92	19,83	20,75
1995	2,82	17,72	20,54
1996	3,15	16,12	19,26
1997	4,14	15,72	19,86
1998	4,32	15,37	19,69
1999	4,73	14,17	18,90
2000	4,22	15,07	19,29
2001	4,45	15,02	19,47
2002	1,24	17,08	18,32
2003	-0,62	18,41	17,78
2004	-1,89	21,50	19,60
2005	-1,65	21,57	19,92

Fonte: Ipeadata e IBGE. 1. Poupança externa = déficit em conta corrente; 2. Investimento = formação bruta de capital fixo.

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. Como explicar que investimentos diretos elevados não aumentaram a taxa de acumulação de capital do país? A crítica à estratégia de crescimento com poupança externa que esbocei na introdução deste trabalho e que apresentarei formalmente na próxima seção pretende oferecer uma explicação.

Tabela 3: Investimento direto e renda líquida enviada ao exterior como % do PIB – 1990-2005

Ano	Investimento estrangeiro direto	Renda líquida enviada ao exterior
1990	0,21	2,42
1991	0,27	2,24
1992	0,53	1,89
1993	0,30	2,4
1994	0,40	1,7
1995	0,62	1,6
1996	1,39	1,5
1997	2,35	1,9
1998	3,66	2,4
1999	5,33	3,7
2000	5,44	2,9
2001	4,41	3,8
2002	3,61	3,8
2003	2,00	3,5
2004	3,00	3,3
2005	1,91	---

Fontes: Ipeadata e *Conjuntura Econômica*.

A crise de balanço de pagamentos de 2002 leva a uma nova e mais radical depreciação do real. Essa taxa de câmbio mais competitiva e uma considerável melhoria das relações de troca irão, nos anos seguintes, provocar um grande aumento das exportações que mudará completamente o quadro externo do país. O aumento dos preços das *commodities* exportadas pelo país, causado pela grande prosperidade internacional liderada pela China, será um fator fundamental para o aumento das exportações, mas o câmbio inicialmente muito depreciado (chega a quase quatro reais por dólar no auge da crise de 2002) será também um fator importante para a grande aceleração das exportações que então ocorre. Em 2003 o país já alcança equilíbrio em sua conta corrente, e nos dois anos seguintes, um superávit em conta corrente superior a 1% do PIB. De 1999 para 2005, teremos, assim, um enorme ajuste externo, superior a 6% do PIB.¹⁵ Em consequência, o

¹⁵ Dado o déficit em conta corrente de 1999 (4,73%) e o de 2005 (-1,65%), esse ajuste foi exatamente de 6,38%.

índice de endividamento externo do país cai verticalmente, como podemos ver pela Tabela 4. Entretanto, da mesma forma que a taxa de investimento não aumentou, enquanto a poupança externa aumentava, a taxa de acumulação de capital não diminuiu quando essa poupança caiu e se transformou em despoupança externa: na verdade, conforme mostra a Tabela 2, aumentou de 1 ponto percentual: de 18,90 em 1999 para 19,92% em 2005.

Tabela 4: Índices de endividamento externo do Brasil desde 1995

Ano	Dívida externa/ Exportações (vezes)	Dívida Externa PIB (%)
1995	3,42	22,58
1997	3,77	24,76
1999	5,03	45,00
2001	3,88	44,34
2002	3,77	49,56
2004	2,28	36,40
2005	1,58	28,30

Fonte: Índices calculados com base em banco de dados de Ipeadata. Dívida externa de dezembro de cada ano.

Tivemos, assim, um extraordinário ajustamento externo sem que houvesse redução dos investimentos. Como explicar esse fato? Como a poupança interna foi capaz de crescer tão rapidamente e substituir a poupança externa ou eliminar o déficit em conta corrente que só nos endividava, de forma que a poupança total (que é igual ao investimento) ficou aproximadamente no mesmo nível? Poderíamos dizer que a razão estaria na mesma crítica ao crescimento com poupança externa, mas isto só é verdade em relação ao fato de que, com a depreciação, os salários reais diminuíram. De fato, as duas depreciações promoveram uma mudança dos preços relativos dos bens comercializáveis em relação aos não-comercializáveis. Em consequência, o salário médio, ou seja, o preço do bem não-comercializável por excelência, da força de trabalho, caiu nesse período. A consequente queda do rendimento dos trabalhadores, que, segundo a última PNAD, foi de 18,8% entre 1996 e 2003, permitiu a diminuição do consumo e o aumento da poupança interna. As outras causas principais do fato que o aumento da poupança interna contrabalançou a queda da poupança externa foram a redução do déficit público operacional (e, portanto, o aumento relativo da poupança pública) em 2,5 pontos percentuais de 1999 para 2003, e o aumento dos investimentos necessários para viabilizar o aumento das exportações.

Temos, assim, a partir de 2003, quando começa o governo Lula, um período de bonança das nossas contas externas. Na verdade, é um período de bonança para quase toda a economia mundial, puxada pelo crescimento da China e dos Estados Unidos. Em 2004 chegamos a ter um crescimento do PIB de 5% impulsionado pelo aumento das exportações, mas o aumento pelo Banco Central de uma taxa de juros que já se encontrava em nível absurdo fez com que o crescimento no ano seguinte fosse de meros 2,4%.

Durante os três primeiros anos do governo Lula, a economia brasileira cresceu a uma taxa um pouco maior do que no governo anterior, mas cerca de duas vezes menor do que a taxa apresentada por economias de desenvolvimento médio semelhantes ao Brasil. O mais grave, porém, é que, graças ao aumento das exportações, a taxa de câmbio voltou gradualmente a se apreciar, e no início de 2006 já estava próxima a R\$2,00 por dólar. As exportações continuaram ainda fortes em 2005, mas já havia uma série de indicações de que as exportações de manufaturados começavam a perder vigor, enquanto aumentavam as importações. Em outras palavras, o país, preso à armadilha da alta taxa de juros e da baixa taxa de câmbio, voltava aos poucos à estratégia de crescimento com poupança externa.

CRÍTICA À ESTRATÉGIA DE CRESCIMENTO COM POUPANÇA EXTERNA

A experiência brasileira pós Plano Real, que acabei de sumarizar, pode em grande parte ser explicada pela estratégia de crescimento com poupança externa, que a ortodoxia convencional continua a defender. É verdade que as crises de balanço de pagamentos que ocorreram nessa década e que foram coroadas com a crise da Argentina, em 2001, levaram os seus representantes a se tornarem mais cuidadosos. Mas o pressuposto de que “países ricos em capital devem transferir seus recursos para países pobres em capital” continua a ser um de seus pilares. Venho fazendo sistematicamente essa crítica desde 2001.¹⁶ Minha crítica é precisamente a esse pressuposto, que é tão óbvio quanto enganador. A economia, como as demais ciências, está cheia de situações como essa, em que é preciso rejeitar o que parece ser o senso comum.

É preciso não confundir essa crítica com a crítica à abertura da conta capital. Sobre o tema da abertura financeira e dos fluxos de capital desenvolveu-se um amplo debate entre os economistas – alguns críticos da liberalização, outros, entusiastas. Estes partiam do pressuposto neoclássico de que toda liberalização é benéfica, afirmavam que a liberalização financeira é tão necessária para o desenvolvimento quanto a liberalização comercial, e deve ocorrer ao mesmo tempo. Entre os trabalhos críticos, um dos mais significativos foi o de Rodrik (1998) que demonstrou não haver evidência de que países sem controles de capitais cresçam mais.¹⁷ Mas a crítica da estratégia de crescimento com poupança externa vai mais fundo, porque não se limita a criticar resultados, mas um pressuposto dessa ortodoxia.

Na introdução desse trabalho propus a existência de três estágios perversos por que passam os países que se engajam na estratégia de crescimento com poupança externa. Não é necessário aqui fazer aqui a crítica a essa estratégia quando ela chega ao segundo ou ao terceiro estágio, porque neles o prejuízo para o país é óbvio. Limitar-me-ei, portanto, ao primeiro estágio, quando o país ainda não chegou à crise de suspensão dos pagamentos internacionais, nem sequer endividou-se a ponto de se tornar dependente dos credores e por isso compelido à política alienante do *confidence building*, mas está sendo vítima do

¹⁶ Ver principalmente Bresser-Pereira (2001, 2002, 2004); Bresser-Pereira e Nakano (2002); Bresser-Pereira e Gala (2005).

¹⁷ Gala (2006), por sua vez, demonstrou recentemente que os países asiáticos dinâmicos mantiveram um câmbio sistematicamente depreciado e cresceram principalmente com poupança interna.

processo de substituição perversa da poupança interna pela externa, porque, através da apreciação da taxa de câmbio, uma parte considerável dos recursos externos, que hipoteticamente deveriam aumentar os investimentos, acabam se transformando em aumento do consumo.

Em relação ao segundo e ao terceiro estágio, basta lembrar que há um limite para o endividamento de um país. A partir de certo limiar torna-se crescentemente perigoso continuar se endividando, principalmente em termos financeiros, mas também, ainda que em menor grau, em termos patrimoniais. A possibilidade de crise financeira, mais especificamente de crise de balanço de pagamentos, aumenta muito. Nos anos 1970, quando foi Ministro da Fazenda, Mario Henrique Simonsen costumava dizer que o índice dívida externa/exportação não deveria superar 2. Alguns anos mais tarde, em seu livro-texto de macroeconomia, Simonsen foi mais preciso, mas menos severo: um país devedor com um índice dívida externa/PIB inferior a 2 estaria em uma situação confortável; entre 2 e 4 sua situação seria duvidosa; acima de quatro, crítica (Simonsen e Cysne, 1995). Pesquisas recentes confirmaram a primeira intuição de Simonsen. Embora seja impossível defini-lo com precisão, as pesquisas empíricas confirmam que há um limiar acima do qual a dívida se torna negativa para o país. O Banco Mundial definiu esse limiar pelo índice dívida/exportações, que não deveria ultrapassar 2,2, e pela relação dívida/PIB, que seria de 80%. A maioria dos episódios de crise de dívida ocorreu quando um desses dois limiares foi ultrapassado. Cohen foi mais estrito. Segundo ele, quando o índice de endividamento supera 2 ou a porcentagem dívida externa/PIB supera 50%, a probabilidade de reestruturação da dívida torna-se alta e o efeito negativo sobre o crescimento torna-se significativo (Cohen, 1994). Finalmente, um estudo de três economistas do FMI demonstra que, a partir do índice de endividamento 1,6-1,7 e de 35-40% do PIB “o impacto médio da dívida sobre o crescimento da renda por habitante parece se tornar negativo”. O estudo também mostra que quando a relação dívida-exportação aumenta de 1 para 3, a taxa de crescimento declina 2 pontos percentuais por ano (Pattillo, Poirsin and Ricci, 2002).

Por outro lado, as pesquisas realizadas entre os países da OCDE, a partir do *paper* original de Feldstein e Horioka (1980), mostram que, embora esses países recebam e façam investimentos diretos entre si, quase cem por cento da acumulação de capital neles realizada é resultado de poupança nacional. Diante dessas evidências, os economistas neoclássicos, presos a seus preconceitos sobre a mobilidade dos capitais como sendo capaz de equilibrar automaticamente os mercados, identificaram o problema com o nome de quebra-cabeça: o ‘Feldstein-Horioka puzzle’. Entretanto, estudos posteriores demonstraram que não se tratava de um quebra-cabeças, mas de um simples problema de restrição de solvência (*solvency constraint*) de cada país. Quer dizer, os países da OCDE não se dispõem a se endividar para aumentar seus investimentos; e se se endividam para isso, o fazem de forma limitada, de forma que os investimentos nacionais são essencialmente financiados por poupança nacional.¹⁸

Voltemo-nos, agora, ao primeiro estágio. Por que a estratégia de crescimento com poupança externa implica a substituição da poupança interna pela externa? E qual o papel

¹⁸ Ver Rocha e Zerbini (2002) para uma *survey* da evidência. Os autores citam os estudos de Sinn (1992) e Coakley et al. (1996) como evidências adicionais, além das do seu próprio estudo, de que a correlação Feldstein-Horioka não é um quebra-cabeça: apenas exprime uma *solvency constraint*.

da taxa de câmbio nesse processo? Essa substituição decorre da apreciação do câmbio que acompanha a entrada de poupança externa no país, para financiar o déficit em conta corrente. A apreciação relativa tenderá a ocorrer pelas forças do mercado, já que a taxa de câmbio que equilibra um déficit em conta corrente crônico é inferior à taxa de câmbio que teríamos se não houvesse déficit, se as contas externas estivessem equilibradas.¹⁹ De um lado, a consequência dessa apreciação do câmbio, ou dessa mudança nos preços relativos a favor dos *non-tradables* implicada na apreciação, será o aumento dos salários reais (além do estímulo às importações e o desestímulo às exportações). Esse aumento levará a um crescimento do consumo interno, pressuposta uma alta propensão marginal a consumir dos assalariados, e, portanto, em termos clássicos, a uma diminuição da poupança interna substituída pela poupança externa. Por outro lado, a apreciação do câmbio afeta a demanda. A taxa de câmbio apreciada reduz as exportações, reduzem-se os investimentos para exportar e cai a poupança. O movimento do lado da demanda é sancionado pela oferta, completando-se assim o processo de substituição da poupança interna pela externa.²⁰

Se ao aumentarem os déficits em conta corrente de um país ocorrer a substituição da poupança interna pela externa, o processo inverso também ocorrerá: quando a poupança externa recebida por um país começar a diminuir, seja por deliberação, seja porque a crise de balanço de pagamentos obrigou o país a realizar um ajuste externo, a transformação gradual dos déficits em conta corrente em superávit causará a queda dos salários e do consumo interno e o aumento do investimento voltado para a exportação. Em consequência seja da queda do consumo, seja do aumento do investimento externo, aumentará a poupança interna que, agora de uma maneira benéfica ao invés de perversa, substituirá a poupança externa porque estará ocorrendo a diminuição do endividamento externo.

Podemos ver esse processo de forma mais clara através de um simples modelo (Bresser-Pereira e Gala, 2005). Seu pressuposto é o de que o crescimento da renda *per capita*, de um país é função principal de acumulação capital, I , e do progresso técnico expresso na relação produto-capital:

$$\dot{y} = \alpha I/Y \quad (1)$$

A questão é saber se o financiamento externo do déficit em conta corrente foi usado para aumentar o investimento do país e assim contribuir para o desenvolvimento, ou se a taxa de substituição da poupança interna pela externa foi alta de forma que esse aumento foi pequeno ou nulo enquanto aumentavam o endividamento do país e sua responsabilidade futura por pagamentos de juros e lucros ao exterior.

O investimento, por sua vez, é estimulado pela exportação e financiado pela poupança interna e a externa, sendo a poupança externa, ou seja, a poupança que o país recebe do exterior, igual ao déficit em conta corrente, que, por sua vez, corresponde ao saldo comercial mais os rendimentos líquidos enviados ao exterior.

¹⁹ Não estou chamando essa taxa de taxa de câmbio de equilíbrio, para evitar o debate a respeito. É apenas uma taxa de referência que torna evidente que, quando há déficit em conta corrente, a taxa de câmbio definida pelo mercado estará apreciada.

²⁰ Devo este argumento do lado da demanda ou keynesiano a Luiz Fernando de Paula.

$$I = S_i + S_x \quad (2)$$

sendo

$$S_x = M - X + RLE \quad [\text{poupança externa}] \quad (2.1)$$

A poupança externa, por sua vez, variará com a taxa de câmbio real (θ). Quanto mais depreciada a taxa de câmbio, menor será o déficit em conta corrente, e, portanto, menor a poupança externa necessária para financiá-lo.

A poupança interna, por sua vez, é igual à soma dos salários dos trabalhadores, dos ordenados da classe média profissional e do capital menos o consumo.

$$S_i = W_t + W_o + \Pi - C \quad [\text{poupança interna}] \quad (2.2)$$

De (1) e (2), temos

$$C + I + X - M = W_t + W_o + \Pi + RLE \quad (3)$$

logo, temos a identidade ex post: investimento igual poupança interna mais poupança externa.

$$I = (W_t + W_o + \Pi - C) + (M - X + RLE) \quad [\text{poupança interna } S_i + \text{poupança externa } S_x] \quad (4)$$

Dado que o objetivo do modelo é saber se o influxo de poupança externa envolverá substituição desta pela externa, minha hipótese é a de que essa taxa de substituição, z , tenderá a ser alta em tempos normais, apenas sendo relativamente baixa nos momentos excepcionais em que grandes oportunidades de investimento persuadem a classe média profissional e os capitalistas a consumir relativamente menos.

$$z = \partial S_i / \partial S_x \quad (5)$$

Vejamos primeiro a função consumo. No modelo, salários e ordenados, w , são uma função da produtividade, da taxa de câmbio real, e do *mark up* ou padrão de distribuição de renda.

$$w = b/(1 + m)\theta^\alpha \quad (6)$$

O consumo, por sua vez, depende, de um lado, dos salários e ordenados reais, dos lucros e das correspondentes propensões marginais a consumir de trabalhadores, classe média profissional e capitalistas, ou, mais simplesmente, da renda nacional, R_n , e, do diferencial entre a taxa de juros e de lucro, $r - i$. Os trabalhadores quase nada poupam, de forma que todo o seu salário se transforma em consumo; já a classe média profissional que recebe salários muitas vezes elevados, e os capitalistas que recebem lucros e juros, investirão, ao invés de consumir, se as oportunidades de lucro forem muito favoráveis naquele momento.

$$C = C(R_n, r - i) \quad (7)$$

$$\partial C / \partial R_n = \mu \quad (7.1)$$

Deixando de lado a diferença entre salários e ordenados para simplificar, μ é a propensão marginal a consumir.

Quando prevalece a estratégia de crescimento com poupança externa, e o déficit em conta corrente está aumentando, a taxa de câmbio se apreciará correspondentemente, e os salários e ordenados se elevarão (em relação à posição associada à taxa de câmbio de referência em que o déficit em conta corrente é zero), de forma que a massa de salários e ordenados se manterá em um nível artificialmente elevado, enquanto os lucros caem correspondentemente.

Nesse quadro, quanto maior for a propensão marginal a consumir em relação aos ordenados e lucros, μ , maior será a redução da poupança interna provocada pelos déficits em conta corrente. A poupança interna, portanto, é função, nesta formalização, da taxa de câmbio. Do lado da oferta agregada, a variável chave é a propensão marginal a consumir, μ , que responde à variação da renda nacional, ou, mais analiticamente, à variação dos salários e ordenados em uma direção e dos lucros na outra; e a função consumo deslocar-se-á para a esquerda ou para a direita dependendo do diferencial de taxa de lucros esperada – taxa de juros, $r - i$.

Em relação à demanda agregada, o essencial é considerar que a apreciação da taxa de câmbio leva a um crescimento das exportações, que envolverá uma redução dos investimentos e, portanto, da poupança interna. Logo, 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, diretamente, da variação do investimento em relação à variação da taxa de câmbio, λ .

Em síntese, a taxa de substituição da poupança interna pela externa, z , será tanto maior quanto maior for a propensão marginal a consumir, μ , tanto menor quanto maior for o diferencial taxa de lucros – taxa de juros, $r - i$, e quanto maior for a elasticidade do investimento em relação à taxa de câmbio, λ .

$$z = z(\mu, r - i, \lambda) \quad (8)$$

A existência de um déficit em conta corrente pressupõe uma taxa de câmbio apreciada em relação à taxa de câmbio de referência (que equilibra intertemporalmente a conta corrente) e uma poupança interna rebaixada. Nos períodos em que a poupança externa estiver aumentando, a moeda estará apreciando, a poupança interna estará diminuindo, de forma que nesse período podemos medir a taxa de substituição da poupança interna pela externa. Uma outra forma de dizer isto é afirmar que teremos um deslocamento da poupança doméstica. Em contrapartida, nos períodos em que a poupança interna ou os déficits em conta corrente estão diminuindo, a taxa de câmbio deverá ter sido depreciada, os salários reais e o consumo terão diminuído, e a poupança interna terá aumentado. Desta forma, teremos o processo inverso: uma taxa de substituição da poupança externa pela interna.

TAXA DE SUBSTITUIÇÃO NO BRASIL

Estamos agora em condições de verificar o que ocorreu no Brasil pós Plano Real. 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 o modelo prevê, a substituição da poupança interna pela externa. A partir de 2000, ou, mais precisamente, da depreciação do real de 1999, o processo inverso começa a ocorrer: um choque estrutural tem lugar 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 6,38% do PIB. Esses dados estão na Tabela 2, onde também se verifica que da mesma maneira que a taxa de investimento não aumentara no período anterior, nesse período não cai: na verdade, se compararmos a taxa média de investimento de 2004-05 com a de 1999-00, ocorre um aumento de 3,7% ou de 0,7 pontos percentuais na taxa de investimento. Neste segundo período, portanto, ocorre a substituição da poupança externa pela interna. Isto acontece porque, como prevê o modelo, os salários caem e cai o consumo, aumentando, portanto, pelo lado da oferta a poupança interna, enquanto, pelo lado da demanda, as exportações aumentam (quase dobram entre 2002 e 2005 conforme mostra a Tabela 5) levando ao aumento dos investimentos no setor de comercializáveis e portanto também ao aumento da poupança interna. No caso brasileiro, esse processo inverso de substituição foi aumentado no período pelo ajuste fiscal que começa em 1999, e que diminui a despoupança pública, e pela melhoria das relações de troca a partir de 2003. A estar correto o modelo 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, senão mais, elevada.

Tabela 5: Exportações 1999-2005

Ano	Exportações	Índice
1999	55,2	79
2000	64,6	92
2001	67,5	97
2002	69,9	100
2003	83,5	120
2004	109,1	156
2005	134,4	192

Fonte: Ipeadata.

A Tabela 6 sumariza a medição das duas taxas de substituição. Para medir a taxa de substituição da poupança interna pela externa escolhi o período em que a poupança externa estava em clara ascensão (1993-99), e para medir o processo inverso de substituição da poupança externa pela interna, escolhi o período em que a poupança externa estava em declínio (2000-05). A base para a medição da variação foi a média dos

dados dos três anos imediatamente anteriores. O resultado não surpreende quanto à taxa de substituição da poupança interna pela externa, que foi de 72,4% no período. O fato de esta taxa ser muito alta mas menor do que 100% decorre do fato de que queda da taxa de poupança interna ou de investimento (já que a poupança interna é ex-post) foi menor do que ou aumento da poupança externa (1,84 x 2,54 pontos percentuais). 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%.²¹ 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 2000-05, 114%. Apesar da forte diminuição da poupança externa, que em poucos anos tornou-se negativa (um superávit em conta corrente), a taxa de poupança doméstica ou de investimento aumentou. Assim, a poupança doméstica mas que substitui a poupança externa: dado que a redução da poupança externa (3,44 pontos percentuais) foi maior do que ou aumento na taxa de poupança interna (3,02 pontos percentuais), a taxa de substituição da poupança externa pela interna foi maior do que 100%. Não foi apenas a queda dos salários reais que permitiu esse resultado, mas adicionalmente o ajuste fiscal do governo a partir de 1999,²² 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 2005.²³

Tabela 6: Taxa de substituição da poupança interna pela externa (1993-99) e da poupança externa pela interna (2000-2005)

	Poupança externa (=Sx) média - em % do PIB	Poupança interna (=Si) média -em % do PIB	$\Delta Si/\Delta Sx$ (em %)	$\Delta Sx/\Delta Si$ (em %)
1990-1992	0,44	18,62	-----	-----
1993-1999	2,98	16,78	-----	-----
Δ	2,54	-1,84	72,4	
1997-1999	4,40	15,09	-----	-----
2000-2005	0,96	18,11	-----	-----
Δ	-3,44	3,02	-----	113,9

Fonte: Ipeadata. Observação: Média dos três anos anteriores como base do cálculo da variação percentual.

²¹ Em Gala (2006) há uma *survey* dessas pesquisas.

²² Enquanto entre 1995 e 1998 o superávit primário ficou em torno de 0%, no quadriênio 1999-02, girou em torno de 3,5%, e no seguinte, em torno de 4,5% do PIB.

²³ Fonte: Funcex.

CONCLUSÃO

Neste trabalho, reexaminei criticamente a estratégia de crescimento com poupança externa que, a partir do início dos anos 90, passa a fazer parte da ortodoxia convencional – ou seja, do conjunto de diagnósticos e recomendações de reformas e políticas econômicas destinado aos países em desenvolvimento. Mostrei que o país que aceita esse tipo de estratégia tem seu desenvolvimento neutralizado em um processo de três estágios, passando da substituição da poupança interna pela externa, para o endividamento e a fragilização financeira do país, e finalmente para a crise de balanço de pagamentos. Os dois últimos estágios implicam que o país ultrapassou o limiar de endividamento externo, e não precisam de crítica. Já o primeiro estágio precisa de crítica, porque mesmo nele a taxa de substituição da poupança interna pela externa tende a ser elevada na medida em que a inevitável apreciação do câmbio que convive com déficits em conta corrente crônicos (que definem a própria estratégia) elevam artificialmente os salários e o consumo ao mesmo tempo em que reduzem os investimentos voltados para a exportação. Isto significa que o país se endivida, seja financeiramente (via instrumentos financeiros), seja patrimonialmente (via investimento direto) teoricamente para aumentar sua capacidade de investir, mas, afinal, uma parte considerável dos recursos recebidos substitui poupança interna, ou, em outras palavras, dirigem-se para o consumo. Isto só não acontece na circunstância excepcional de a economia do país recipiente estar crescendo aceleradamente, oferecendo extraordinárias perspectivas de lucro, porque, nesses momentos, a classe média que recebe ordenados e os capitalistas apresentarão uma propensão a investir maior do que nas situações normais. Por outro lado, no momento em que o país decida ou seja forçado pela crise a abandonar a estratégia de déficits em conta corrente crônicos, o processo reverso deverá ocorrer, substituindo-se a poupança externa pela interna.

Suponho que esse modelo se aplica a todas as economias que decidam aceitar a recomendação de crescer com poupança externa e não estejam apresentando grandes oportunidades de lucro, mas como a formulei a partir da experiência brasileira, apliquei-a especificamente a ela. Defini a taxa de substituição da poupança interna pela variação dessa poupança em relação à poupança externa, e verifiquei que no período em que a poupança externa estava aumentando (1993-99) aquela taxa foi de 72,4%. Em contrapartida, quando os déficits em conta corrente caíram e se transformaram em superávit (2000-05) a taxa de substituição da poupança externa pela interna foi de 114%.

O Brasil desenvolveu-se de maneira extraordinária a partir de 1930 e completou sua revolução capitalista nos anos 60 ou, no máximo, nos anos 70. Dessa forma, era de se esperar que, a partir de então, seu desenvolvimento se tornaria razoavelmente auto-sustentado, como previa a teoria econômica do desenvolvimento. Não foi isso, porém, o que ocorreu. A economia brasileira está semi-estagnada desde então. Minha hipótese, que o modelo e os achados deste *paper* confirmam, foi a de que o crescimento da economia não se tornou auto-sustentado, porque o país, já nos anos 70, envolveu-se na estratégia de crescimento com poupança externa, que terminou, nos anos 80, em uma crise sem precedentes. Nos anos 70, porém, não era razoável dizer que essa estratégia fizesse parte da ortodoxia convencional vinda de Washington: era antes uma crença geral decorrente da falta de capital que caracterizava e caracteriza países em desenvolvimento. A grande crise dos anos 80 deveria ter ensinado o engano. Não foi isso, porém, o que ocorreu, e, a partir do início dos anos 90, a estratégia de crescimento com poupança externa passa a fazer parte central da ortodoxia convencional. Dessa forma, neutralizava-se o crescimento dos países de desenvolvimento médio que, como o Brasil, a aceitassem. Por essa razão, creio

que da mesma maneira que a lei das vantagens comparativas foi usada durante um século e meio pelo Norte para neutralizar o crescimento do Sul, nos últimos 35 anos a estratégia de crescimento com poupança externa desempenhou esse papel. Não creio que este fato tenha sido consciente, mas refletiu interesses. E por isso mesmo, a crítica da estratégia de crescimento com poupança externa é fundamental, para que os países de desenvolvimento médio façam o que a teoria econômica prevê: uma vez industrializados, dotados de um estado e uma classe empresarial que surgem com a revolução capitalista, convirjam gradualmente para os níveis de desenvolvimento dos países ricos.

REFERÊNCIAS

- Blanchard, Olivier (2005). “Fiscal Dominance and Inflation Targeting: Lessons from Brazil”. In Giavazzi, F, I. Goldfjan e S. Herrera, orgs. (2005). *Inflation Targeting, Debt, and the Brazilian Experience, 1999 to 2003*. Cambridge MA: The MIT Press.
- Bresser-Pereira, Luiz Carlos (2001), “A Fragilidade que Nasce da Dependência da Poupança Externa”, *Valor 1000*, setembro.
- Bresser-Pereira, Luiz Carlos (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, 2002, pp. 359-398.
- Bresser-Pereira, Luiz Carlos (2004) “Brazil’s quasi-stagnation and the growth *cum* foreign savings strategy”. *International Journal of Political Economy* 32(4): 76-102.
- Bresser-Pereira, Luiz Carlos e Cleomar Gomes (2006) “A política de metas de inflação e a armadilha da taxa de juros e da taxa de câmbio”. Trabalho apresentado ao XI Encontro Nacional de Economia Política, Vitória, 14-16 de junho de 2006.
- Bresser-Pereira, Luiz Carlos e Yoshiaki Nakano (2002), "Uma Estratégia de Desenvolvimento com Estabilidade", *Revista de Economia Política*, 21(3), Julho de 2002, pp.146-177.
- Bresser-Pereira, Luiz Carlos e Yoshiaki Nakano (2002 [2003]) “Crescimento econômico com poupança externa?” *Revista de Economia Política* 22(2) 2003: 3-27. Originalmente, "Economic growth with foreign savings?", trabalho apresentado ao VII International Post Keynesian Workshop, Kansas City, Mi., 30 junho 2002.
- Bresser-Pereira, Luiz Carlos (2005) “Do ISEB e da CEPAL à Teoria da Dependência”. In Toledo, Caio Navarro de, org. (2005) *Intelectuais e Política no Brasil: A Experiência do ISEB*. Rio de Janeiro: Editora Revan: 201-232.
- Bresser-Pereira, Luiz Carlos, org. (1991), *Populismo Econômico*, São Paulo, Nobel, 1991.
- Bresser-Pereira, Luiz Carlos e Paulo Gala (2005) “Crítica do crescimento com poupança externa”. Texto para Discussão da EESP/Fundação Getúlio Vargas 146, novembro 2005.
- Cardoso, Fernando H. e Enzo Faletto (1969 [1970]) *Dependência e Desenvolvimento na América Latina*. Rio de Janeiro: Zahar Editores, 1970. Originalmente publicado em espanhol, 1969.
- Chang, Ha-Joon (2002 [2004]) *Chutando a Escada*. São Paulo: Editora da Unesp.

- Chenery, Hollis e Michael Bruno (1962) "Development alternatives in an open economy: The case of Israel". *Economic Journal*, março de 1962: 79-103.
- Coakley, J., F. Kulasi e R. Smith (1996), "Current Account Solvency and the Feldstein-Horioka Puzzle", *The Economic Journal*, 106, 1996, pp. 620-627. Citado em Rocha e Zerbini (2002).
- Rocha, Fabiana e Maria Beatriz Zerbini (2002) "Using Panel Structure to Discuss the Feldstein-Horioka Puzzle in Developing Countries". São Paulo: Departamento de Economia da Faculdade de Economia e Administração da Universidade de São Paulo, maio, 2002, cópia.
- Cohen, D. (1994), "Growth and External Debt", in Frederick Van der Ploeg (ed.), *The Handbook of International Macroeconomics*, Cambridge.
- Feldstein, Martin e C. Horioka (1980) "Domestic Savings and International Capital Flows". *Economic Journal*, 90(358), Junho 1980, 314-29.
- Gala, Paulo (2006) *Política Cambial e Macroeconomia do Desenvolvimento*, Tese de Doutorado, Escola de Economia de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, maio de 2006.
- Lewis, Arthur W. (1954 [1958]) "Economic development with unlimited supply of labor". In Agarwala e Singh, orgs., *The Economics of Underdevelopment*. New York: Oxford University Press, 1958: 400-449. Originalmente publicado em 1954.
- McCombie, J.S.L. "Empirics of Balance-of-Payments Constrained Growth", *Journal of Post-Keynesian Economics* 19(3): 345-375.
- McCombie, J.S.L. y Thirlwall, A.P. *Economic Growth and the Balance-of-Payments Constraint*. Londres: St Martin's Press, 1994.
- Patillo, C., Poirson, H. e Ricci, L. (2002), "External Debt and Growth", *IMF Working Paper*, n. 02/69.
- Rodrik, D. (1998), "Who Needs Capital – Account Convertibility?". *Essays in International Finance*, 207, Princeton University.
- Rocha, F. e Zerbini; M. B. (2002), "Using Panel Structure to Discuss the Feldstein-Horioka Puzzle in Developing Countries", São Paulo, Departamento de Economia da Faculdade de Economia e Administração da USP, maio de 2002. Cópia.
- Simonsen, M. H. e P. Cysne, R. (1995), *Macroeconomia*, São Paulo, Editora Atlas.
- Sinn, S. (1992), "Saving-investment Correlations and Capital Mobility: On the Evidence from Annual Data", *Economic Journal*, Setembro de 1992, núm.102, pp. 1162-1170. Citado em Rocha e Zerbini (2002).
- Williamson, John (1990) "The progress of policy reform in Latin America". In Williamson, John, org. (1990) *Latin American Adjustment: How Much Has Happened?*. Washington: Institute for International Economics: 353-420.