

## 5. SUBSTITUIÇÃO DE POUPANÇAS

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 pelos três estágios da política de crescimento com poupança externa — substituição da poupança interna pela externa, fragilização financeira internacional e crise de balanço de pagamentos — de forma mais evidente nos anos 1990 foram o Brasil e a Argentina: ambos 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 capítulo examinarei o caso do Brasil, que conheço melhor.

A apreciação do real que vem ocorrendo desde o início de 2002 confirma mais uma vez a tendência à manutenção da taxa de câmbio em nível relativamente apreciado (ou a se apreciar até que surja uma crise). Esta apreciação pode ser em parte vista na Figura 1. Com o Plano Real, o aumento da confiança dos investidores e especuladores externos no Brasil combinada com o aumento da taxa de juros e a definição da política de crescimento com poupança externa irão causar forte apreciação cambial a partir do segundo semestre de 1994. Em consequência, temos o desastroso período de 1995-1998, de alta apreciação cambial e grande elevação da dívida externa, que termina com a crise de balanço de pagamentos do segundo semestre de 1998 e a flutuação e depreciação de janeiro de 1999. A ortodoxia convencional prefere falar em “crise financeira” em vez de crise de balanço de pagamentos, mas o fato é que a crise financeira em países em desenvolvimento é quase sempre relacionada com a suspensão da rolagem da dívida externa pelos credores. Os credores, reproduzindo a ideologia da ortodoxia convencional dominante desde o início dos anos 1990, de que o crescimento deve ser realizado com poupança externa ou déficits em conta corrente, dizem que só olham para a dívida pública; a dívida externa não seria importante pela hipótese dos déficits gêmeos e a doutrina

Lawson,<sup>1</sup> que assume que as dívidas privadas serão resolvidas de forma satisfatória pelo mercado. Mas isso é apenas retórica; na verdade, olham principalmente para a dívida externa e para o déficit em conta corrente, porque sabem que em certos casos o Estado pode estar em condições de pagar internamente seus compromissos, mas o Estado-nação pode não ter divisas para honrar suas obrigações caso eles próprios (os credores externos) decidam, de um momento para outro, suspender a rolagem da dívida externa, como fizeram em 1998 e voltaram a fazer em 2002. Esta segunda crise, além de ter causas econômicas, teve também uma causa política: o medo da candidatura Lula. Realizada a eleição, o novo governo revelou sua disposição de continuar com a política econômica ortodoxa do governo anterior e o mercado se acalmou.

A flutuação do câmbio e a depreciação do real em 1999, combinadas com a elevação da demanda e dos preços das *commodities* exportadas pelo Brasil causada pela grande prosperidade internacional liderada pela China, implicaram um grande aumento das exportações. A nova e radical depreciação do real em 2002, quando a taxa de câmbio chega a quase R\$ 4,00 por dólar, contribui adicionalmente para essa explosão das exportações. Em cinco anos as exportações brasileiras dobraram (Tabela 8). Em consequência desse verdadeiro choque, muda o quadro externo da economia brasileira, que em poucos anos passa de um elevado déficit para um razoável superávit em conta corrente (Markwald e Ribeiro, 2006; Bauman, 2006). Em 1999 o déficit em conta corrente era de 4,73% (Tabela 10); 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, de 5,8% do PIB.<sup>2</sup> Em consequência, o índice de endividamento externo sobre exportações do país cai verticalmente, como vimos na Tabela 4. A dívida externa pública, que em 2001 representava 27% do PIB, nos anos seguintes zera em termos líquidos na medida em que o Banco Central realiza operações de *swap* de títulos federais denominados em dólares por títulos indexados internamente e compra dólares para tentar evitar a apreciação cambial.

---

<sup>1</sup> Essa tese ficou com esse nome porque foi adotada pelo ministro das Finanças britânico Nigel Lawson.

<sup>2</sup> Dado o déficit em conta corrente de 1999 (4,33%) e o de 2005 (-1,49%), que aparecem na Tabela 10, esse ajuste foi exatamente de 5,82%.

Tabela 8  
EXPORTAÇÕES — 1999-2005

Ano	Exportações (US\$ bi)	Índice (2002 = 100)
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

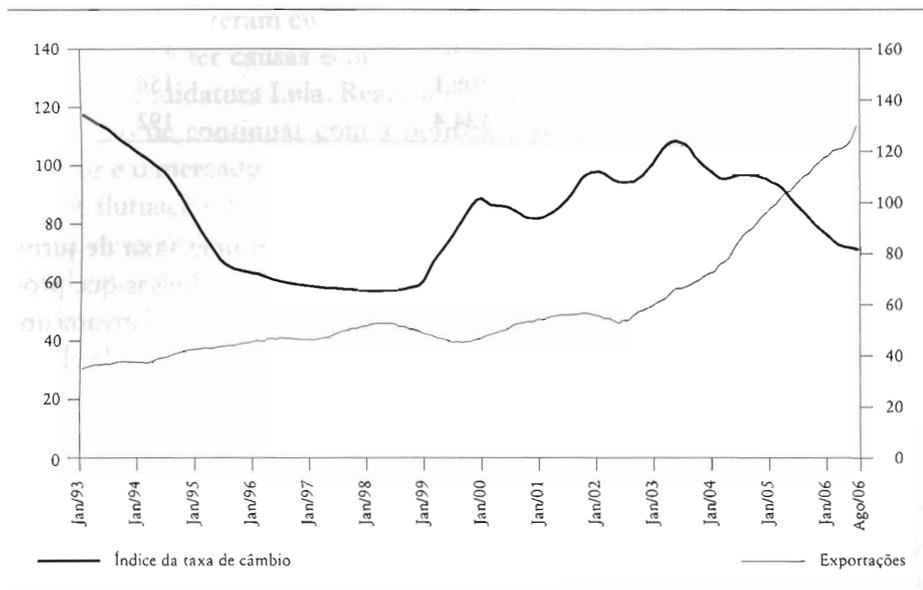
Fonte: www.ipeadata.gov.br.

Esse aumento das exportações, em conjunto com uma taxa de juros mantida em nível elevadíssimo, irá garantir um influxo de divisas que provocará a baixa do dólar em termos de reais até o nível atual, relativamente apreciado. Conforme observam Pastore e Pinotti (2006), “o ciclo de elevação dos preços internacionais de *commodities*, iniciado nos primeiros meses de 2002, levou ao crescimento de mais de 50% dos preços médios das exportações brasileiras, o que permitiu que o câmbio real se valorizasse sem prejudicar as exportações”. De um câmbio de quase R\$ 4,00 por dólar, passamos para uma taxa de câmbio de R\$ 2,15 por dólar no segundo semestre de 2006, não obstante as grandes (mas insuficientes) compras de dólares pelo Banco Central. Hoje, como podemos ver pela Figura 1, a taxa de câmbio real ainda não está no nível de 1995-1998, mas se encontra claramente em um nível incompatível com as necessidades do país de aumentar exportações, investimento e poupança interna — incompatível, portanto, com uma taxa razoável de crescimento média de 5% ao ano. Com este nível de taxa de câmbio, as exportações e o superávit comercial continuam elevados, mas já existem claros sinais de redução do *quantum* das exportações de manufaturados. Por outro lado, o aumento do *quantum* das importações a um ritmo substancialmente maior do que o das exportações durante o ano de 2006 é outra indicação de que essa taxa de câmbio é insustentável a médio prazo.<sup>3</sup> Há ainda a considerar que os setores industriais que estão sofrendo menos com

<sup>3</sup> Eis uma indicação entre muitas outras: enquanto o *quantum* de exportações aumentou 4,7% nos últimos doze meses encerrados em junho de 2006, o *quantum* de importações cresceu quase o dobro, 8,1%, em semelhante período.

a apreciação do câmbio são os setores com alta participação de insumos importados, que funcionam, portanto, em moldes semelhantes às “maquiladoras” mexicanas.

Figura 1  
TAXA DE CÂMBIO REAL E EXPORTAÇÕES ACUMULADAS  
EM 12 MESES DESDE 1993



Fonte: Funcex. Deflatores: IPC-DI da FGV e IPC de 13 países (média ponderada pela corrente de comércio); média 2003 = 100. Exportações em bilhões de reais.

Preocupadas com a apreciação do câmbio, as autoridades brasileiras, embora assegurando que seu único objetivo é a meta de inflação, têm na prática tentado administrá-lo. Entram, assim, em contradição com a tese da ortodoxia convencional de que a taxa de câmbio real de longo prazo não pode ser administrada. Entretanto, não têm logrado êxito porque, para impedir a apreciação, devem comprar reservas, financiando-se no mercado interno. Não podem, porém, fazer as compras no nível que seria necessário para impedir a apreciação porque a alta taxa de juros interna existente implica um custo fiscal brutal que um Estado já endividado não pode arcar. Enquanto os asiáticos pagam de 1% a 2% de juros reais, os brasileiros, através do seu banco central, pagam de 9% a 15% de juros reais ao ano quando compram reservas. O Banco Central vem desde 2004 comprando divisas, de forma que no início de 2007 as reservas internacionais brasileiras já ultrapassavam US\$

100 bilhões; além disso, trocou dívida em dólares por dívida em reais em montante quase igual, tentando dessa forma impedir a apreciação do real; esses valores são altos, mas o Banco Central deveria ter comprado muito mais, como fazem os países asiáticos dinâmicos, para poder conter a queda do dólar. A alternativa seria impor controles à entrada, aos quais o país renunciou quando em 1992 abriu sua conta de capitais, e impor impostos sobre os bens que causam doença holandesa. Uma combinação das três políticas deverá mais cedo ou mais tarde ser adotada pelo país para voltar a crescer.

Há sempre os otimistas no seio da ortodoxia convencional que, da mesma maneira que afirmam que a retomada do desenvolvimento está na esquina, asseguram que mudanças estruturais beneficiam as exportações brasileiras e tornam a atual taxa de câmbio compatível com o crescimento. Esse é um equívoco de economistas que aboliram a lei da oferta e da procura. Não há razão para acreditar que a economia brasileira tenha passado por um choque estrutural que tenha mudado sua taxa de câmbio de equilíbrio. Choques estruturais podem acontecer, mas implicam uma mudança de nível de produtividade em setores com alto valor adicionado per capita em comparação com as demais economias nacionais concorrentes — fato que não ocorreu no Brasil. Se isso houvesse acontecido em um grande número de setores agropecuários, teríamos uma generalização da doença holandesa. Ora, também isso não está ocorrendo; não apenas a indústria, mas também a agricultura e a pecuária estão sendo atingidas pelo câmbio apreciado. É verdade que determinados produtos de exportação que se beneficiam de recursos naturais do país, como o açúcar e o álcool, o ferro e o aço, e o petróleo, e cujos preços internacionais estão atualmente muito elevados, contribuem para manter as exportações em nível elevado.<sup>4</sup> Os custos muito baixos desses produtos levam a uma taxa de câmbio artificialmente apreciada, que é compatível com o equilíbrio do balanço de pagamentos, mas inviabiliza ou põe em risco setores de maior valor adicionado per capita que estejam produzindo com a tecnologia mais moderna. Trata-se, ainda, de uma “pequena” doença holandesa, porque limitada a uma pequena parte das exportações, mas não se

---

<sup>4</sup> No período entre 2002 e o primeiro semestre de 2006, as exportações (acumuladas em doze meses) do setor de açúcar cresceram 107%, as do setor extrativo-mineral, 163%, as do siderúrgico, 128%, as de petróleo bruto e carvão, 228%, e as de petróleo refinado, 170%. No total, as exportações variaram 107% no período. As exportações de açúcar cresceram na mesma magnitude que o total no período, mas na verdade seu crescimento maior ocorreu em período mais recente (apenas entre 2004 e o segundo semestre de 2006, as exportações acumuladas em doze meses deste produto e seus derivados aumentaram 64%).

deve subestimar o efeito negativo que já está tendo sobre a exportação de bens com maior componente tecnológico.<sup>5</sup>

Durante o período nacional-desenvolvimentista, entre 1930 e 1980, uma das razões que levaram o Brasil a crescer de forma extraordinária foi a capacidade de seus governos de manter a taxa de câmbio relativamente depreciada. Isso era conseguido de forma indireta e complexa, através da montagem de um sistema de câmbios múltiplos, ou então, a partir do final dos anos 1960, de uma combinação de altas tarifas de importação com subsídios à exportação de manufaturados. Embora seja difícil calcular o quanto se conseguia de taxa de câmbio efetiva relativamente depreciada é difícil calcular, mas Gabriel Palma logrou demonstrar que, graças à política estruturalista a economia brasileira se comportou nesse longo período como se fosse uma economia com escassez de recursos naturais. Manteve, portanto, uma taxa de câmbio efetiva competitiva, evitando a doença holandesa — o que país não teve mais condições de fazer desde que liberou sua conta comercial e principalmente sua conta de capitais.

Dada a subordinação das autoridades brasileiras à ortodoxia convencional, que neste caso se expressa na recusa a introduzir controles temporários de entrada e na manutenção de taxas de juros elevadíssimas que inviabilizam uma política de compra de reservas no nível necessário, o que estamos vendo é a incapacidade do governo brasileiro de controlar sua taxa de câmbio. Este fato deixa prever o ressurgimento de graves problemas de balanço de pagamentos em um futuro não muito distante. Bastará que haja uma reversão da situação altamente favorável da economia mundial e que os preços das *commodities* baixem para que a economia brasileira se veja novamente em dificuldades no plano de suas contas externas.

#### POUPANÇA EXTERNA SEM AUMENTO DO INVESTIMENTO

A quase-estagnação que há muitos anos prevalece na economia brasileira está diretamente relacionada com a aceitação do crescimento com poupança externa como “estratégia” de crescimento. Nos anos 1970, quando apareceu a oportunidade do endividamento externo, que necessariamente

---

<sup>5</sup> As exportações de produtos com alta intensidade tecnológica (segundo classificação da OCDE) cresceram 30,3% em 2004, 34,3% em 2005 e apenas 7,2% nos últimos doze meses encerrados em junho de 2006. (Fontes: Funcex, Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio — MDCI e IEDI.)

decorre da política de crescimento com poupança externa, o Brasil foi um dos países que recorreram a ela de forma mais imoderada. Depois da grande crise da dívida externa dos anos 1980, o Brasil abriu em 1992 sua conta de capitais e, a partir do êxito do Plano Real em estabilizar os preços, voltou a se engajar na política de crescimento com poupança externa com mais vigor. Inicia-se, então, um grande influxo de capitais especulativos atraídos pelas boas perspectivas que pareciam se abrir para a economia brasileira e pelas altas taxas de juros. A consequência imediata é a apreciação explosiva do real. 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 política de crescimento com poupança externa que, então, o Norte recomendava ao Sul. Os efeitos dessas duas políticas combinadas 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 associada aos déficits em conta corrente. A última vez que a economia brasileira apresentou altas taxas de crescimento foi nos anos 1970. Depois disso, como se pode ver pela Tabela 9, permaneceu semi-estagnada. Enquanto a renda por habitante crescia 6,1% ao ano nos anos 1970, nos anos 1990 e nos cinco primeiros dos anos 2000 cresceu apenas 1,09 e 1,28% respectivamente, não obstante o grande afluxo de poupança externa ocorrido nos anos 1990, e o grande aumento das exportações nos anos 2000.

Tabela 9  
CRESCIMENTO MÉDIO ANUAL DO PIB (EM %)

Período	PIB	PIB per capita
1971-1980	8,67	6,10
1981-1990	1,67	-0,47
1991-2000	2,67	1,09
2001-2006	2,90	1,45

Fonte: [www.ipeadata.gov.br](http://www.ipeadata.gov.br).

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

A partir de 1995, o Brasil passou a adotar aberta e decididamente a política de crescimento com poupança externa. As elites brasileiras estavam convencidas de que o Brasil só se desenvolveria apelando para a poupança

externa. O presidente Fernando Henrique Cardoso partilhava essa crença desde os tempos em que formulou com Faletto sua “teoria da dependência associada”, no final dos anos 1960.<sup>6</sup> 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. O resultado, entretanto, não foi o aumento das taxas de investimento e de crescimento, mas a semi-estagnação.

Nos seus quatro primeiros anos, o governo Fernando Henrique Cardoso conviveu com uma taxa de câmbio sobrevalorizada, grandes déficits em conta corrente que chegaram a mais de 4% 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 para mais de quatro vezes. Reeleito, em janeiro de 1999 o presidente imediatamente 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 decidiu 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 inadequado para implantar uma política dessa natureza, porque ela foi pensada para administrar um dado regime de política monetária, não para mudá-lo, como veremos no capítulo 7. Ora, o Brasil, imerso desde 1994 em uma armadilha de alta taxa de juros e baixa taxa de câmbio, 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 do Estado. Isto não foi feito. Como a política de metas de inflação foi adotada em 1999, em um momento em que a taxa de juros

---

<sup>6</sup> Cardoso e Faletto (1969 [1970]). Minha crítica a essa teoria está em “Do ISEB e da CEPAL à teoria da dependência” (Bresser-Pereira, 2005b).

de curto prazo estava ainda muito alta, a taxa de juros de equilíbrio que passou a fazer parte de seu modelo macroeconômico ficou em torno de 9%; 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 política 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 dívida externa/exportações continuou superior a 4. Dado esse índice de endividamento, dada uma economia estagnada e, 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, Luiz Inácio Lula da Silva, não foi surpreendente que o país voltasse a enfrentar uma segunda crise de balanço de pagamentos.

Tabela 10

POUPANÇA EXTERNA, POUPANÇA INTERNA E INVESTIMENTO  
EM % DO PIB — 1992-2005

Ano	Poupança externa <sup>1</sup>	Poupança interna	Investimento <sup>2</sup>
1992	-0,92	19,35	18,42
1993	0,76	18,53	19,28
1994	0,92	19,83	20,75
1995	2,58	16,23	18,81
1996	2,91	14,88	17,79
1997	3,84	14,58	18,42
1998	4,03	14,35	18,38
1999	4,33	12,96	17,29
2000	3,94	14,07	18,01
2001	4,10	13,83	17,93
2002	1,13	15,56	17,98
2003	-0,57	16,85	16,28
2004	-1,72	19,56	17,67
2005	-1,49	19,46	17,97

Fontes: [www.ipeadata.gov.br](http://www.ipeadata.gov.br) e [www.ibge.gov.br](http://www.ibge.gov.br).

Notas: <sup>1</sup> Poupança externa = déficit em conta corrente.

<sup>2</sup> Investimento = formação bruta de capital fixo.

Conforme podemos ver pela Tabela 10, o déficit em conta corrente ou a poupança externa recebida pelo país aumentou firmemente no Brasil en-

tre 1993 e 1999: a poupança externa que era negativa em 1992, tornou-se positiva no ano seguinte e, em 1999, alcançou 4,33% do PIB. Não obstante, conforme prevê a teoria que sustenta a crítica da política de crescimento com poupança externa, a taxa de investimento não aumentou; pelo contrário, até caiu um pouco se tomarmos como referência os dois últimos anos referidos: 1993 (19,28%) e 1999 (17,3%).<sup>7</sup> Por outro lado, os déficits em conta corrente do governo Fernando Henrique 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 a Tabela 11, em 1995 os investimentos diretos reduziam-se a 0,57% do PIB, enquanto em 1999 e 2000 já estavam em torno de 4% do PIB.<sup>8</sup> 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 política de crescimento com poupança externa que esbocei na introdução deste capítulo e que apresentarei formalmente na próxima seção pretende oferecer uma explicação.

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 10, aumentou quase 1 ponto percentual: de 17,3% em 1999 para 18% em 2005. 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 ex-

---

<sup>7</sup> Mesmo se utilizarmos esta taxa antes da correção do PIB de março de 2007 ocorre uma queda, embora menor: para 18,9%. Podemos considerar a nova taxa razoavelmente comparável com a de 1993, que não foi corrigida porque naquela data ainda não haviam ocorrido todas as mudanças reais na economia que tornaram necessária a revisão.

<sup>8</sup> 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.

terna, mas isto só é verdade em relação ao fato de que, com a depreciação, os salários reais diminuiram. Realmente, 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 — a força de trabalho — caiu nesse período. A conseqüente 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.

Tabela 11  
 INVESTIMENTO ESTRANGEIRO DIRETO  
 E RENDA LÍQUIDA ENVIADA AO EXTERIOR — 1995-2005  
 (% do PIB)

Ano	Investimento direto	Renda líquida
1995	0,57	1,47
1996	1,28	1,38
1997	2,18	1,76
1998	3,42	2,24
1999	4,87	3,38
2000	5,08	2,71
2001	4,06	3,50
2002	3,29	3,46
2003	1,83	3,20
2004	2,73	3,00
2005	1,72	—

Fontes: [www.ipeadata.gov.br](http://www.ipeadata.gov.br) e *Conjuntura Econômica*.

As outras causas principais do fato de 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 temos um crescimento do PIB de 5,7% 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 3,4%. Durante os três primeiros anos do governo Lula, a economia brasileira cresceu a uma taxa um pouco maior do que no governo anterior, mas foi quase 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 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 política de crescimento com poupança externa.

### 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 4,33% do PIB em 1999 se transforma em 2005 em um superávit de 1,49%. Temos, portanto, um ajuste externo de 5,8% do PIB. O país passa a apresentar despoupança externa. Esses dados estão na Tabela 10. Nessa tabela também vemos que da mesma maneira que a taxa de investimento não aumentara no período anterior em que a poupança externa estava aumentando, nesse período em que ela cai o investimento também não cai: se compararmos a taxa média de investimento de 2004-2005 com a de 1999-2000, ocorre uma diminuição de apenas 0,3 pontos percentuais na taxa média. Neste segundo período, portanto, ocorre o processo inverso de 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 dobraram entre 2002 e 2005, conforme mostrou a Tabela 8), 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 começou em 1999, e que diminuiu a despoupança pú-

blica, e pela melhoria das relações de troca a partir de 2003. Se estiver 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, se não mais, elevada.

A Tabela 12 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 (1993-1999), e para medir o processo inverso de substituição da poupança externa pela interna escolhi o período em que a poupança externa estava em declínio (2000-2005). 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 115,8% no período. Foi superior a 100% porque a diminuição da poupança interna em pontos percentuais do PIB (2,71) foi maior do que o aumento da poupança externa (2,23). Em consequência, houve uma pequena queda na taxa de investimento apesar do grande aumento da poupança externa. 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% — o que já é um péssimo resultado; o que dizer então de uma taxa superior a 100?<sup>9</sup> No período seguinte, que se inicia em 2000, quando a poupança externa cai até se transformar em uma despoupança ou um superávit em conta corrente, ocorre o processo inverso de substituição da poupança externa pela interna; este resultado pode parecer surpreendente, mas está igualmente previsto pelo modelo: quando cai a poupança externa a taxa de câmbio se deprecia e a perda do financiamento externo é compensada, do lado da demanda, pelo aumento do investimento e da poupança interna provocado pelas exportações adicionais,<sup>10</sup> e do lado da oferta, pela redução dos salários reais. Surpreendente foi apenas a taxa de substituição encontrada no período 2000-2005, 121,9%, que decorreu do fato de que a diminuição da poupança externa em pontos percentuais do PIB (3,17) foi maior do que o aumento da poupança interna (2,6). Não obstante, houve uma diminuição da taxa de investimento, mas de apenas 0,57% do PIB. Não foi apenas o aumento das ex-

---

<sup>9</sup> Em Gala (2006) há uma *survey* dessas pesquisas.

<sup>10</sup> Entre 2002 e 2005, as exportações aumentaram em 30%.

portações e a queda dos salários reais que permitiu esse resultado, mas, adicionalmente, o ajuste fiscal do governo a partir de 1999.<sup>11</sup>

Tabela 12  
TAXA DE SUBSTITUIÇÃO DA POUPANÇA INTERNA  
PELA EXTERNA (1993-1999) E DA POUPANÇA EXTERNA  
PELA INTERNA (2000-2005)  
(Base: média dos 3 anos anteriores)

Período	Poupança externa, $S_x$ (% do PIB)	Poupança interna, $S_i$ (% do PIB)	$\delta S_i / \delta S_x$ (%)	$\delta S_x / \delta S_i$ (%)
1990-1992	0,44	18,62	-	-
1993-1999	2,78	15,91	115,8	-
1997-1999	4,07	13,96	-	-
2000-2005	0,90	16,56	-	121,9

Fonte: Ipeadata. Elaboração própria.

Observação: Os dados da poupança externa, da poupança interna e do investimento estão na Tabela 10.

Neste capítulo, reexaminei criticamente a política de crescimento com poupança externa que, a partir do início dos anos 1990, passa a fazer parte da ortodoxia convencional — ou seja, do conjunto de diagnósticos e recomendações de reformas e políticas econômicas destinados 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 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 crônicos em conta corrente (que definem a própria estratégia) eleva artificialmente os salários e o consumo, ao mesmo tempo que reduz os investimentos voltados para a exportação. Isto sig-

<sup>11</sup> Enquanto entre 1995 e 1998 o superávit primário ficou em torno de 0%, no quadriênio 1999-2002 girou em torno de 3,5% e, no seguinte, em torno de 4,5% do PIB.

nifica que o país se endivida, seja financeiramente (via instrumentos financeiros), seja patrimonialmente (via investimento direto), em teoria para aumentar sua capacidade de investir, mas, afinal, uma parte considerável dos recursos recebidos substitui a poupança interna ou, em outras palavras, dirige-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 — abandonar a estratégia de déficits crônicos em conta corrente, 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 (1993-1999) aquela taxa foi superior a 100%; em contrapartida, quando os déficits em conta corrente caíram e se transformaram em superávit (2000-2005), a taxa de substituição da poupança externa pela interna foi também superior a 100%. A primeira taxa mostrou que o recurso à poupança externa apenas apreciou o câmbio e causou endividamento externo, não contribuindo para o aumento da taxa de acumulação de capital, enquanto que a segunda mostrou que a economia brasileira foi capaz de substituir com facilidade a poupança externa pela interna.

O Brasil desenvolveu-se de maneira extraordinária a partir de 1930 e completou sua revolução capitalista nos anos 1960 ou, no máximo, nos anos 1970. Dessa forma, era de se esperar que, a partir de então, seu desenvolvimento se tornasse 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, suportada pelo modelo e pelos achados, foi a de que o crescimento da economia não se tornou auto-sustentado principalmente porque o país, já nos anos 1970, envolveu-se na política de crescimento com poupança externa, que terminou, nos anos 1980, em uma crise sem precedentes. Assim, a crítica da política de crescimento com poupança externa é fundamental para que os países de renda média façam o que a teoria econômica prevê: uma vez industrializados, dotados de um Estado e de uma classe empresarial que surge com a revolu-

ção capitalista, convirjam gradualmente para os níveis de desenvolvimento dos países ricos.

## CRESCER COM A POUPANÇA INTERNA

Será, entretanto, possível a países de renda média como o Brasil crescer sem o recurso a capitais externos? Sem o recurso a tecnologia externa é impossível, mas o recurso aos capitais externos é dispensável. Todos os países hoje desenvolvidos ou de nível médio de desenvolvimento cresceram fundamentalmente com seus próprios recursos. Conforme nos lembrou Barbosa Lima Sobrinho (1973), “o capital se faz em casa”. Na verdade, ficou claro pela análise anterior que esses recursos são contraproducentes a não ser que o país esteja experimentando taxas elevadas de crescimento econômico. Está claro também que o Brasil, como os demais países em desenvolvimento, tem grande potencial para aumentar sua poupança quando as circunstâncias aleatórias, não decorrentes de política, favorecem o crescimento, como foi o caso do Brasil a partir de 2002, ou quando políticas enquadradas em estratégias nacionais de desenvolvimento criam novas oportunidades de investimento e inovação para os empresários. Para voltar a crescer o Brasil precisa aumentar sua taxa de investimento de quase 17% do PIB para cerca de 25%, e não há dúvida que isto é possível se a estabilidade macroeconômica for afinal de fato recuperada e uma estratégia nacional de desenvolvimento definida.

Uma estratégia nacional de desenvolvimento é constituída por um conjunto de instituições e políticas. Pensada nesses termos, ela é uma instituição mais poderosa do que a simples proteção da propriedade e dos contratos de que fala a ortodoxia convencional. Nos países em desenvolvimento e dependentes, o nacionalismo, seja ele democrático ou autoritário, será muito mais fraco, porque as respectivas nações estão divididas entre nacionalistas e globalistas e, por isso mesmo, terão muito mais dificuldade em definir uma estratégia nacional de desenvolvimento. Enquanto para uma Nação desenvolvida a definição de uma estratégia de competição internacional é um processo natural que mal se percebe, enquanto o contrato nacional entre seus membros é tão inerente à sua vida política quanto é o contrato social, no caso dos países em desenvolvimento e dependentes, a definição de uma estratégia nacional de desenvolvimento é muito mais difícil porque, na competição global, os países ricos estão ativamente dando conselhos e fazendo pressões que implicam o que Friedrich List no século XIX e Ha-Joon Chang, recentemente, identificaram como o processo de “chutar a escada”. Seus conselhos e

pressões podem não ter deliberadamente esse objetivo — certamente não são o resultado de uma conspiração nessa direção —, mas na prática atendem muito mais aos interesses dos que oferecem os conselhos do que aos dos que os recebem. Ainda que o jogo econômico entre os Estados nacionais não seja de soma maior do que zero, todos de alguma forma dele se beneficiando, é desequilibrado o suficiente para que os interesses daqueles que já chegaram ao topo da escada os levem a fazer pressões e adotar idéias que afinal impeçam que os países emergentes continuem a ameaçar suas economias. Os representantes dos países ricos sentem essa necessidade especialmente urgente porque observam que os países em desenvolvimento, com sua mão-de-obra barata, representam uma concorrência “desleal”.

Essa pressão política e ideológica dos países ricos sobre os países em desenvolvimento expressava-se, até meados do século XX, principalmente através do uso da lei das vantagens comparativas do comércio internacional. Através dessa lei procurava-se convencer os países em desenvolvimento a não se industrializarem, ignorando que o desenvolvimento é, em grande parte, consequência do aumento de produtividade que se obtém quando se passa da produção de bens e serviços com baixo poder agregado para bens e serviços com alto valor agregado per capita. Porém, à medida que, um a um, os países em desenvolvimento deixaram de aceitar essa argumentação, industrializaram-se e, a partir dos anos 1970, passaram a competir no mercado internacional de bens manufaturados, os países ricos trataram de encontrar um novo argumento e uma nova estratégia para propor — uma nova estratégia que a crise do petróleo de 1973 e a enorme sobra de “petrodólares” que dela se originou facilitaram enormemente. Tratava-se agora de dizer aos países em desenvolvimento que eles deveriam crescer com “poupança externa”, ou seja, com déficits em conta corrente e aumento do endividamento externo. Nada mais natural, dizia o novo credo, do que os países ricos em capital transferirem esses recursos para os países pobres em capital. E nada mais natural, também, completavam, que competissem entre si para obter a confiança dos financiadores — das empresas multinacionais e do sistema financeiro internacional. Já vimos, porém, que a “naturalidade” e o bom senso aparente desses conselhos produziram resultados desastrosos para as nações fracas que, incapazes de firmar um verdadeiro acordo nacional e definir uma estratégia nacional de desenvolvimento, submeteram-se a eles.

Já os países asiáticos, inclusive dois grandes países como a China e a Índia, que recusaram a política de crescimento com poupança externa, que não se sujeitaram à abertura financeira (ou ao descontrole da conta de capitais), e que mantiveram sua taxa de câmbio sob controle, alcançaram taxas

de poupança interna elevadas e cresceram extraordinariamente sem se endividar; pelo contrário, cresceram com despoupança externa, na medida em que realizavam superávits em conta corrente. Continuaram, sem dúvida, a receber os investimentos diretos das empresas multinacionais, mas não para financiar déficits em conta corrente (ou seja, como poupança externa), mas para aumentar reservas ou investimentos diretos deles próprios em outros países desenvolvidos ou em desenvolvimento. Dessa forma, não cederam a troco de nada seu mercado interno às empresas multinacionais, mas compensaram por cessão equivalente nos demais países. Confirmaram, assim, o preceito de Friedrich List de que as relações econômicas internacionais são benéficas quando entre países iguais, uns fazendo cessões aos outros em igual medida. Apesar do fogo de barragem dos interesses dos países ricos, que afirmam que crescer com a própria poupança é impossível, o fato real é que dentro do período em que o Brasil cresceu de forma extraordinária, entre 1930 e 1980, apenas na última década a poupança externa teve um papel no crescimento. Sabemos, porém, como essa década terminou em desastrosa crise da dívida externa.