

7

POLÍTICAS HABITUAIS QUE APRECIAM A MOEDA NACIONAL

Nos dois capítulos anteriores, vimos que a taxa de câmbio é determinada, no longo prazo, pelo seu valor, e, no curto prazo, pela oferta e procura de moeda. Vimos também que quando há doença holandesa ou maldição dos recursos naturais, a taxa de câmbio de mercado flutuará em torno do equilíbrio corrente em vez do equilíbrio industrial da taxa de câmbio; será apreciada cronicamente ou no longo prazo. Mas a doença holandesa apenas leva a taxa de câmbio até o equilíbrio corrente, e nós sabemos que nos países em desenvolvimento, exceto os países do Leste Asiático, os déficits em conta-corrente são frequentemente altos levando os países a crises cíclicas de balanço de pagamentos. Quais são as causas desses déficits em conta-corrente? Por que os países em desenvolvimento apresentam geralmente um déficit em conta-corrente, ou, em outras palavras, por que nesses países a taxa de câmbio flutua em torno de uma taxa de referência que é geralmente inferior à taxa de equilíbrio corrente e mesmo à taxa de equilíbrio da dívida externa, tornando o país sujeito a crises de balanço de pagamentos?

As teorias econômicas são tradicionalmente construídas a partir da previsão do comportamento de produtores, empresários, trabalhadores, consumidores, mas não há razão para que não as construamos com base no comportamento repetitivo, quase rotineiro, dos formuladores de políticas econômicas. As três principais causas da valorização da taxa de câmbio para baixo do equilíbrio corrente – para a área dos déficits em conta-corrente – são causas derivadas de políticas econômicas equivocadas que são *habitualmente* adotadas nos países em desenvolvimento, geralmente com apoio da ortodoxia liberal: a política de crescimento com déficit em conta-corrente (poupança externa), a política de um nível alto de juros para atrair capitais e controlar a inflação, e a política de âncora cambial para controlar a inflação, as três afinal se constituindo em expressões

do “populismo cambial” que resulta do interesse dos políticos em serem reeleitos e da alta preferência pelo consumo imediato existente nas sociedades em desenvolvimento.

Poupança externa

Para compreendermos por que a política de crescimento com déficit em conta-corrente (poupança externa) causa a valorização da moeda nacional e resulta antes em consumo adicional do que em investimento adicional devemos partir de um pressuposto simples: a taxa de câmbio é função do déficit em conta-corrente e vice-versa. Quando o país decide “crescer com poupança externa” ele está decidindo apreciar sua taxa de câmbio. Dado esse pressuposto, examinemos a política de crescimento com déficit em conta-corrente (poupança externa) e endividamento externo – uma política geralmente equivocada que, por implicar déficit em conta-corrente, necessariamente aprecia a taxa de câmbio. É a adoção habitual dessa política que explica o fato de os déficits em conta-corrente serem altos nos países em desenvolvimento e os ingressos líquidos de capitais necessários para financiar esses déficits serem negativos e, correspondentemente, altos. Essa política é justificada “logicamente” pelo argumento de que os países ricos em capitais devem transferir seus capitais para os países pobres em capitais – algo intuitivamente verdadeiro, mas na verdade falso; e é justificada economicamente pelo fato de que países em desenvolvimento enfrentam uma “restrição externa” ou um “duplo hiato” que poderia ser superado pelo recurso à “poupança externa” – o nome curioso (afinal enganador) que a teoria econômica dá aos déficits em conta-corrente – financiados por investimentos diretos e por empréstimos.

Em nossa discussão sobre essa restrição externa no Capítulo 4, vimos que ela é real, mas que perdeu muito de sua relevância no caso dos países de renda média que já se industrializaram, e também que a melhor maneira de superar a restrição externa restante não é tentar crescer com poupança e endividamento externo, mas manter a taxa de câmbio competitiva, flutuando em torno do equilíbrio industrial. Mas os países em desenvolvimento, com forte apoio dos países ricos e seus economistas, adotam habitualmente a política de crescimento com poupança ou endividamento externo que faz com que a taxa de câmbio se aprecie, iniba o investimento, estimule o consumo e, conseqüentemente, implique alta taxa de substituição da poupança interna pela poupança externa, em vez de representar um investimento adicional. De fato, como sustentamos neste capítulo, a poupança externa não é complementar à poupança interna, mas em grande parte a *substitui*, o que acarreta uma alta taxa de substituição da poupança interna pela poupança externa. Mais amplamente, sustentamos que o capital se faz em casa. Os países que recorrem ao financiamento externo seguem geralmente (não sempre) uma trajetória perversa, cuja primeira fase é a substituição da poupança interna pela poupança externa; a segunda fase é o aumento da vulnerabilidade financeira externa do

país; e a terceira fase é a eclosão da bolha de crédito e a crise de balanço de pagamentos. Nas próximas seções discutiremos, em primeiro lugar, o conceito de poupança externa; em segundo lugar, seu efeito sobre a taxa de câmbio (valorizando-a); e, em terceiro lugar, a substituição da poupança interna pela externa e as variáveis que determinam a da taxa de substituição.

Todos os países atualmente desenvolvidos alcançaram o desenvolvimento graças a sua própria poupança interna, ou seja, sem incorrer em déficits em conta-corrente consecutivos. Nas conhecidas palavras de Ragnar Nurkse, um dos fundadores do Desenvolvementismo Clássico, “o capital se faz em casa”. Essa afirmação reflete a observação empírica, mas Nurkse não ofereceu uma explicação teórica para ela.

A poupança externa é o déficit em conta-corrente do país; é quanto o país terá de buscar de financiamento no exterior, suposta a constância das suas reservas. O nome é estranho; mais razoável seria falar em endividamento externo, não em poupança externa, mas, quando se defende a política de crescimento com poupança ou endividamento externo é óbvio que se pretende sugerir que o endividamento externo é uma coisa “boa” para o país, porque aumentaria a poupança total do país, já que, em termos de contabilidade nacional, esta é o resultado da soma da poupança interna, S_i , com a poupança externa, S_x .

$$S_i + S_x = I. \quad (7.1)$$

Como, em termos contábeis, poupança é igual ao investimento, e a taxa de investimento é a determinante fundamental do desenvolvimento econômico, conclui-se que a poupança externa contribui para o crescimento econômico – o que está longe de ser verdade. Esses são conceitos *ex post*, meras identidades contábeis e não relações econômicas. Em termos econômicos ou *ex ante*, não há relação direta entre poupança externa e investimento adicional, mesmo que a expressão “poupança externa” sugira o contrário. Embora, quando a economia já está crescendo rapidamente, a poupança externa possa contribuir para o crescimento porque se somará ao investimento, geralmente a poupança externa ou endividamento externo soma ao consumo, não ao investimento, por isso, ela é geralmente *prejudicial* ao desenvolvimento econômico.

Naturalmente, é fácil acreditar que a poupança externa se soma à poupança interna e aumenta a taxa de investimento do país. O senso comum nos diz isso. Mas precisamos ter cuidado com o senso comum e não confundir economia com contabilidade. Em princípio, a ciência progride quando vai contra o senso comum. Se as coisas fossem simples como sugere uma mera identidade contábil, os países em desenvolvimento teriam descoberto a fórmula mágica do crescimento. Tendo em vista a abundância de capital no mundo, bastaria obter poupança externa dos países ricos e que a taxa de retorno dos investimentos realizados fosse maior do que a taxa de juros paga pelos empréstimos para que o crescimento se acelerasse e o país realizasse o alcance. Isso é o que ensina

a teoria econômica ortodoxa, porque é *aparentemente* verdade e porque é do maior interesse dos países desenvolvidos que os países em desenvolvimento apresentem déficits em seus bancos e suas empresas multinacionais possam financiar com empréstimos e investimento direto. Eles são remunerados pelos empréstimos com altas taxas de juros, e pelos investimentos diretos geralmente muito lucrativos que *ocupam* os mercados internos dos países em desenvolvimento. Mas, como estamos começando a argumentar, isto não é verdade; os países em desenvolvimento geralmente *não* necessitam desses financiamentos, porque, se tiverem doença holandesa e a neutralizarem, apresentarão superávits ao invés de déficits em conta-corrente. E mesmo que não tenham doença holandesa, geralmente não interessa a eles terem déficits em conta-corrente, porque esses déficits ou essa poupança externa geralmente se transforma em consumo e não em investimento porque apreciam a taxa de câmbio do país.¹ Na verdade, os déficits em conta-corrente são *prejudiciais* aos países em desenvolvimento, porque representam endividamento adicional em moeda estrangeira; porque, geralmente envolvem alta taxa de substituição da poupança interna pela poupança externa e, por isso aumentam mais o consumo do que os investimentos; e porque geralmente não criam capacidade para o país pagar a dívida externa assim contraída.

O endividamento externo é um problema grave e de longa data, que o FMI viu com preocupação desde que foi criado e os países em desenvolvimento com frequência subestimaram. Mas a partir do início da década de 1990, quando o regime de políticas neoliberais se tornou plenamente dominante, a política de crescimento com poupança ou endividamento externo, que implica endividamento financeiro ou endividamento patrimonial,² passou a ser uma parte essencial da agenda política que os países ricos *recomendam* aos países em desenvolvimento com o apoio do FMI.³ Ao mesmo tempo, à medida que os países em desenvolvimento abriam suas contas financeiras, houve um grande aumento dos fluxos de capital para esses países a fim de financiar seus déficits em conta-corrente – a desejada “poupança externa”. A hipótese, tão obviamente verdadeira que não permitia discussão, era de que os “países ricos em capital deveriam transferir seu capital para os países pobres”, enquanto os déficits em conta-corrente que essa transferência de capital envolvia eram esquecidos ou ignorados. A única advertência parecia estar no conceito de “pecado original”, o termo adotado por Barry Eichengreen (2004) para se referir ao fato de que os países em desenvolvimento são

¹ Os países ricos não são prejudicados quando permitem que as empresas multinacionais de outros países ocupem seus mercados internos porque seus investimentos diretos líquidos são geralmente positivos: eles ocupam mais os mercados de outros países do que permitem que seus mercados internos sejam ocupados.

² Para nós, o endividamento “financeiro” resulta dos empréstimos externos e o endividamento “patrimonial” resulta dos investimentos diretos.

³ Essa mudança na posição do FMI em relação aos déficits em conta-corrente levou Bresser-Pereira (2002) a afirmar que o “Segundo Consenso de Washington” se formou no início da década de 1990. O primeiro consenso, que John Williamson (1990) resumiu no final dos anos 1980, não incluía a abertura das contas financeiras dos países nem a política de crescimento com poupança ou endividamento externo.

incapazes de tomar empréstimos em suas próprias moedas, sendo, portanto, sujeitos a crises de balanço de pagamentos ou crises financeiras.⁴ Mas os economistas que faziam essa advertência não mudaram seu pressuposto sobre o caráter “natural” das transferências de capital de países ricos para países pobres, mesmo que, naquele momento, a China, entre outros países asiáticos, demonstrasse o inverso; ela apresentava elevados superávits em conta-corrente ao mesmo tempo em que apresentava entre 1980 e 2010 um crescimento médio da renda *per capita* de 9,4% ao ano. Dessa forma, de maneira aparentemente paradoxal, mas perfeitamente explicável pela macroeconomia que estamos desenvolvendo, financiava os déficits em conta-corrente dos países ricos que não têm problema em incorrer neles – países cujas moedas nacionais são moedas-reserva que eles podem pagar desde que sua dívida externa seja em moeda nacional – o que geralmente acontece.

“Poupança externa” é uma expressão enganadora que transmite a ideia de que o déficit em conta-corrente tem a mesma natureza da poupança interna. No plano contábil isto é verdade, porque a soma das duas resulta na poupança total ou no investimento, mas em termos econômicos a poupança externa mais substitui do que se soma à poupança interna. A poupança externa são os financiamentos externos necessários para financiar o déficit em conta-corrente; é a poupança de outros países; ela se soma à dívida externa do país, mas não é necessariamente convertida em investimento: geralmente ela se soma ao consumo. Mesmo no caso do investimento direto se ele financia déficit em conta-corrente, não há garantia de que se somará à acumulação de capital total do país, porque, como são investimentos financeiros, não precisam ter investimentos reais como contrapartida. Mas mesmo que esses investimentos tenham ocorrido em termos de aumento de capacidade instalada, eles podem ter apenas substituído os investimentos que seriam realizados internamente se os déficits em conta-corrente e os respectivos ingressos de capital não tivessem provocado a valorização da taxa de câmbio e reduzido as oportunidades de investimentos lucrativos.

Quando uma empresa obtém financiamento de investimento em moeda nacional, esse financiamento se somará diretamente ao investimento total. Ao contrário, quando uma empresa obtém financiamento de investimento em moeda estrangeira, ela faz isso através de uma variável intermediária, a taxa de câmbio. O financiamento externo apreciará a taxa de câmbio e, por essa razão, poderá acabar se transformando em consumo adicional, não em investimento adicional.

A boa teoria financeira distingue o financiamento externo do financiamento interno, porque o primeiro apresenta um risco adicional – o risco da taxa de câmbio. Ela recomenda, portanto, que as instituições financeiras realizem operações casadas em moeda estrangeira. O “descasamento” de moedas é realmente um perigo, mas *não* é

⁴ Dessa vasta literatura, mencionamos aqui apenas Calvo, Leiderman e Reinhart (1995), Rodrik (1998), e Eichengreen e Leblang (2003).

nesse problema que estamos interessados. Do ponto de vista da macroeconomia desenvolvimentista, o que interessa não é o risco maior mas o prejuízo para a economia nacional que está embutido nos déficits em conta-corrente, que implicam ingressos de capital e valorização da taxa de câmbio, além de produzirem endividamento adicional numa moeda que o país não pode emitir. Assim, embora isso seja raramente lembrado, quando um país decide crescer com poupança e endividamento externo, decide ao mesmo tempo provocar a valorização de sua moeda e assume todos os problemas associados a uma taxa de câmbio sobrevalorizada. O déficit em conta-corrente torna-se, assim, a taxa exógena que é objeto da decisão, enquanto a taxa de câmbio se torna a variável endógena, dependente dessa decisão. Quando um país decide seguir essa trajetória, decide que sua taxa de câmbio estará cronicamente sobrevalorizada, porque a taxa de câmbio que corresponde a um déficit em conta-corrente é maior do que aquela existente quando a conta-corrente está equilibrada.

A teoria econômica, independentemente de ser neoclássica, keynesiana, ou clássico-desenvolvimentista, não está preocupada com os ingressos de capital envolvidos no financiamento dos déficits crônicos em conta-corrente, porque vê esses déficits com bons olhos; porque assume que a taxa de câmbio de equilíbrio não é o equilíbrio corrente, muito menos o equilíbrio industrial, mas é o “equilíbrio da dívida externa” – a taxa à qual o déficit em conta-corrente é igual ao crescimento do PIB, e assim o déficit em conta-corrente não implica um aumento da relação dívida externa-PIB. De acordo com essa visão, a única fonte de preocupação é o risco de “desalinhamentos” de curto prazo. É totalmente ausente a ideia de uma tendência a tais desalinhamentos, assim como a ideia de que a sobrevalorização resultante seja crônica e prejudicial. Tudo o que os formuladores de políticas econômicas podem fazer é escolher entre fixar e flutuar a taxa de câmbio, sem considerar a direção do desalinhamento, seu caráter crônico e o fato de que há muitos pontos intermediários entre o regime puramente fixo e o regime flutuante. Igualmente falsa é a ideia de que, a longo prazo, a taxa de câmbio real não pode ser administrada.⁵

Na prática, dentro de certos limites, todos os países administram suas taxas de câmbio efetivamente, influenciando tanto seu valor quanto seu preço de mercado.⁶ Apesar do pressuposto da ortodoxia liberal de que a taxa de câmbio não pode ser administrada ou sujeita a políticas, a administração da taxa de câmbio está sendo feita quando os economistas neoclássicos decidem que um país *deve* crescer com poupança e endividamento externo e passam a tomar medidas nessa direção, como, por exemplo, o aumento da taxa de juros para atrair capitais, ou a oferta de condições

⁵ Ver Montiel (2003: ch. 16).

⁶ A ideia de que a taxa de câmbio real não pode ser administrada a longo prazo é verdadeira somente se o intervalo de tempo implícito nesse “longo prazo” for muito grande – mais de 20 anos – mas, nesse caso, a restrição se torna irrelevante. O importante é administrar a taxa de câmbio por um período razoável, que estivesse, relativamente falando, sob o controle dos formuladores de políticas econômicas.

especialmente favoráveis para empresas multinacionais investirem no país. No lado oposto, quando um país cresce com poupança e endividamento externo negativo (isto é, com superávit em conta-corrente), como é comum entre os países asiáticos de crescimento rápido, está administrando sua taxa de câmbio de modo a mantê-la competitiva e, assim, está promovendo um aumento da poupança interna. Em ambos os casos, a variável exógena é uma política econômica – a decisão de tentar ou não crescer com poupança e endividamento externo. E a variável *endógena* é a taxa de câmbio. É verdade que os países que aceitam a política de crescimento com poupança ou endividamento externo geralmente não percebem que ela implica uma taxa de câmbio apreciada; mas essa falta de percepção não altera o fato de estarem administrando suas taxas de câmbio para baixo (estão fazendo com que elas se apreciem) ao aceitarem o financiamento em moeda estrangeira.

Taxa de substituição de poupanças

A taxa de câmbio se apreciará sempre que o país registrar um déficit em conta-corrente financiado por ingressos de capital, mas isto não dificultará o crescimento sob três condições: que o déficit seja pequeno, que o país não sofra da doença holandesa, e que o país esteja naquele momento crescendo rapidamente, de maneira que as oportunidades de investimento sejam abundantes e a propensão marginal a consumir, baixa, e, em consequência, a alta taxa de substituição da poupança interna pela poupança externa seja baixa. Foi isso, por exemplo, o que aconteceu na década de 1970 na Coreia do Sul.

O grau de valorização da moeda nacional causada pela política de crescimento com poupança ou endividamento externo depende fundamentalmente da elasticidade da taxa de câmbio em relação à poupança externa, E_{ps} , onde e é a taxa de câmbio, l a elasticidade, e S_x a poupança externa. Quão elevada será essa elasticidade? Difere de país para país. Em geral, aumenta de acordo com a propensão do país a consumir. Por sua vez, o aumento dos salários como resultado da valorização depende da *elasticidade dos salários* em relação à taxa de câmbio, e_w , onde w é a taxa de salários. Essa elasticidade é tanto maior quanto maiores forem os efeitos preço e renda da valorização. Como a elasticidade da taxa de câmbio, a elasticidade dos salários é relativamente estável, mudando apenas no longo prazo.

A consequência fundamental da política de crescimento com poupança ou endividamento externo é que a poupança externa *não* se soma à poupança interna, mas em grande parte a substitui na medida em que uma boa parte do correspondente financiamento externo se transforma em consumo, não em investimento; em outras palavras, há uma elevada taxa de substituição da poupança interna pela poupança externa. As causas dessa taxa elevada são os efeitos preço e renda e a falta de acesso aos mercados em razão da valorização da moeda nacional.

Podemos ver a substituição da poupança interna pela poupança externa do lado da renda ou da oferta e do lado da demanda. Do lado da renda, a substituição acontece porque a valorização da taxa de câmbio causa um aumento artificial dos salários e do consumo; do lado da demanda, acontece porque as empresas perdem acesso aos mercados e decidem reduzir seus investimentos. Quanto mais apreciada estiver a moeda nacional, maiores serão os salários reais porque, com a valorização, os preços dos bens e serviços comercializáveis internacionalmente cairão em relação aos preços dos bens e serviços não comercializáveis (efeito preço), dos quais o mais importante são os salários. Consequentemente, o poder aquisitivo dos trabalhadores aumenta (efeito renda); dependendo da fatia dos bens comercializáveis em sua cesta de consumo, a fatia dos lucros cairá e a participação dos salários na renda aumentará. Como a propensão a poupar a partir dos lucros é maior do que a propensão a poupar a partir dos salários, essa distribuição de renda dos lucros para os salários diminuirá a propensão agregada a poupar, resultando numa redução da poupança interna; também aumentará a propensão média a consumir e, consequentemente, o consumo agregado. Do lado da demanda, as oportunidades de investimento para as empresas locais cairão porque elas perderão acesso aos mercados externo e interno.

Em ambos os casos – do lado da renda e do lado da demanda – a consequência da valorização é um aumento dos salários reais e, portanto, do consumo. Do lado da renda, isso causa diretamente uma diminuição da poupança interna; do lado da demanda, a poupança cai porque as expectativas de lucro dos empresários diminuem e, portanto, caem também o investimento e a poupança, que dependem da diferença entre a taxa de juros e a taxa de lucro esperada. O consumo varia juntamente com as variações dos salários e dos lucros, e o investimento varia inversamente à diferença entre a taxa de lucro esperada e a taxa de juros ou custo do capital. Essa taxa de lucro esperada cai na medida em que, do lado da renda, os salários aumentam e, do lado da demanda, as oportunidades de investimento voltadas para as exportações diminuem. Portanto, como a poupança externa é “importada” e o endividamento externo aumenta, a taxa de câmbio se aprecia, os salários e o consumo aumentam e a poupança interna cai, configurando assim o processo de substituição da poupança interna pela poupança externa. Em outras palavras, os dois processos de valorização da taxa de câmbio, um do lado da renda e o outro do lado da demanda, validam-se mutuamente, provocam a sobrevalorização da taxa de câmbio e acarretam uma redução do investimento.

Mas essa substituição não é instantânea. Num prazo muito curto, o aumento dos salários reais causado pela valorização da taxa de câmbio aumenta o consumo interno. Mas esse aumento da demanda é estritamente temporário; as empresas competentes dificilmente serão enganadas por ele e não investirão. Logo os produtos das empresas que são possivelmente menos eficientes do que as domésticas começam a entrar no mercado interno sob a forma de importações.

A médio prazo, o aumento artificial dos salários causado pela temporária valorização não é sustentável. À medida que os custos aumentam e os lucros caem, as empresas tentarão transferir os aumentos salariais para os preços, e a consequente inflação de custos forçará os salários a caírem em termos reais e a taxa de lucro a voltar para o *equilíbrio*. A qual “equilíbrio” estamos nos referindo? À relação lucros-salários que garante uma taxa de lucro satisfatória, ou “satisficing”, nas palavras de Herbert Simon, ou seja, uma taxa de lucro suficiente para estimular os empresários a investirem. Quando os salários são artificialmente altos, isto é, quando crescem mais rapidamente do que o aumento da produtividade em razão da valorização da taxa de câmbio, a taxa de lucro não é mais satisfatória.

Até agora vimos que a tentativa de crescer com poupança e endividamento externo – na esperança de que a taxa de investimento aumente quando o país registrar déficits em conta-corrente – não obtém êxito necessariamente, mas sempre provoca valorização da taxa de câmbio. Mesmo quando os recursos externos assumem a forma de investimento direto, não há garantia de que eles se somarão ao investimento total. Sempre haverá uma substituição da poupança interna pela poupança externa; e essa substituição tenderá a ser alta. Não será necessariamente completa, 100%. Alguma parcela da poupança externa deve acabar resultando num aumento do investimento, mas esse aumento será muito menor do que a suposta substituição zero (que corresponde à aditividade) implícita na política de crescimento com poupança ou endividamento externo.

Podemos definir a taxa de substituição da poupança interna pela poupança externa como a variação da poupança interna dividida pela variação da poupança externa:⁷

$$z_t = - dS_i / dS_x. \quad (7.2)$$

A taxa de substituição, z , no período t é, portanto, negativa, pois estamos comparando uma diminuição com um aumento. Para medir a taxa de substituição da poupança interna pela poupança externa, precisamos definir o período relevante e o valor da variação da poupança externa e da poupança interna. Se, no período escolhido, a poupança externa aumentar R\$1.000 bilhão (coberto por ingressos de capital nesse valor) e a poupança interna diminuir R\$800 bilhões, a taxa de substituição será de 80%, porque somente R\$200 bilhões dessa poupança externa terão sido adicionados ao investimento total, os restantes R\$800 bilhões tendo financiado o consumo. Assim, no exemplo, que está longe de ser irrealista, uma grande parcela da poupança externa acabou financiando não o investimento, mas o consumo.

⁷ A taxa de substituição pode também ser expressa como segue: $z_t = \frac{\partial S_i}{\partial S_x} = \frac{\partial S_i}{\partial e} \frac{\partial e}{\partial S_x} = \frac{(\partial S_i / \partial e)}{(\partial S_x / \partial e)}$. Em palavras, a taxa de substituição pode ser expressa como a relação entre a elasticidade da poupança interna em relação à taxa de câmbio real e a elasticidade da poupança externa em relação à taxa de câmbio real.

Qual é o sentido, na prática, da taxa de substituição da poupança interna pela poupança externa? Se ignorarmos o sinal, e se a taxa for igual a 100%, significa que o aumento da poupança externa corresponde a uma diminuição da poupança interna no mesmo valor. Nesse exemplo há uma substituição plena. Se a taxa for igual a 0%, não haverá substituição de poupança. No primeiro caso, a poupança externa adicional não causa um aumento da taxa de investimento; no segundo, é inteiramente transformada em aumento do investimento e, portanto, da taxa de investimento. Nos casos intermediários, a poupança externa será canalizada em parte para o consumo e em parte para o investimento. Se for igual a 50%, e se o retorno sobre os investimentos financiados pelos ingressos de capital for de 15%, os investidores externos receberão esse retorno, mas o país estará pagando um retorno de 30%, uma vez que só metade da poupança externa financiou o investimento.

Do que depende a taxa de substituição da poupança interna pela poupança externa? Qual é a variação da poupança interna devida à valorização da moeda de um país que garante que ele crescerá com poupança e endividamento externo? Basicamente, depende da *diferença* entre a propensão a poupar a partir dos lucros e a propensão a poupar a partir dos salários. Uma vez que assumimos que há uma correspondência básica entre a taxa de câmbio e o déficit em conta-corrente, do lado da oferta ou da poupança a taxa de substituição da poupança interna pela poupança externa depende da elasticidade da poupança interna em relação à taxa de câmbio, *Sile*, que, por sua vez, depende, em primeiro lugar, da elasticidade dos salários reais em relação à taxa de câmbio e, em segundo lugar, da diferença entre a propensão dos capitalistas a poupar e a propensão dos trabalhadores a poupar. Quanto maior a elasticidade dos salários reais em relação às variações da taxa de câmbio, e quanto maior a diferença entre a propensão a poupar a partir dos lucros e a propensão a poupar a partir dos salários, maior será a elasticidade da poupança e dos investimentos em relação à taxa de câmbio, e maior será a taxa de substituição da poupança interna pela poupança externa.

O mais relevante desses três componentes é a elasticidade da taxa de lucro esperada em relação à taxa de câmbio que, ao contrário dos outros componentes, varia enormemente. Se o país estiver crescendo muito rapidamente, se estiver vivendo um “milagre” e se houver grandes oportunidades de lucro, a classe capitalista usará uma parcela maior de sua renda esperada e auferida para investir, aumentando sua propensão marginal a investir. Além disso, tendo em vista os aumentos de salários e (especialmente) os aumentos de ordenados que estão em curso, os trabalhadores e a classe média profissional também aumentarão sua propensão marginal a poupar e investir. Como resultado, a taxa de substituição da poupança interna pela poupança externa cairá.

Do lado da demanda, a taxa de substituição da poupança interna pela poupança externa depende da elasticidade da taxa de lucro esperada (que está associada às exportações) em relação à taxa de câmbio. Dada uma maior elasticidade, se a taxa de câmbio

se apreciar, as exportações cairão mais do que previsto, e assim maior será a queda da taxa de investimento.

Portanto, demanda e oferta (intermediadas pela renda) operam na mesma direção: do lado da demanda, a valorização da taxa de câmbio precipita sucessivamente uma diminuição das exportações, dos investimentos destinados à exportação e da poupança; do lado da renda ou da oferta, a diminuição direta da poupança interna sanciona a redução do investimento.

A taxa de substituição da poupança interna pela poupança externa será particularmente alta quanto menor for a diferença entre a taxa de lucro esperada e a taxa de juros, ou seja, quanto menores forem as oportunidades de investimento. Nesse caso, não apenas os trabalhadores mostrarão uma alta propensão a consumir, mas também a classe média tenderá a consumir praticamente todo o aumento de seus ordenados, e os capitalistas, em vista de uma taxa de lucro não satisfatória, pararão de investir em lugar de reduzir seu consumo. Assim, se o diferencial entre juros e lucros for pequeno, teremos oportunidades de investimento “normais”, que nem estimularão a classe média a transferir parte de seus ordenados para o investimento nem convencerão os capitalistas a consumir menos. Consequentemente, o ingresso de poupança externa será fortemente compensado pela diminuição da poupança interna decorrente do aumento do consumo. Além disso, os próprios lucros e seu reinvestimento serão modestos. O resultado dessas duas situações é que não haverá novos investimentos, apesar do ingresso de poupança externa. No outro extremo, se o diferencial entre a taxa de lucro e a taxa de juros for grande e a variação do consumo for pequena, uma parcela substancial do aumento dos salários e ordenados será dirigida não para o consumo, mas para o investimento.

Tendo em vista a medíocre taxa de lucro esperada e a elevada propensão marginal a consumir que existe nas economias em desenvolvimento, a taxa de substituição da poupança interna pela poupança externa tende a ser elevada nesses países. Será de praticamente 100% quando a conta-corrente estiver em déficit, sem nenhuma conexão com o investimento, e o crescimento econômico for particularmente lento, como ocorreu na América Latina na década de 1990. Entretanto, sabemos que, histórica ou empiricamente, sob certas circunstâncias, alguns países se desenvolveram com poupança e endividamento externo. Isso aconteceu, com uma taxa de substituição inferior a 50% quando, por diferentes razões, os países experimentaram altas taxas de crescimento, ou um “milagre”. Então, uma combinação favorável de externalidades e aumento da demanda deu origem a grandes oportunidades de investimento que geraram altas taxas de lucro esperadas. Dizendo isso, estamos presumindo que, durante episódios de crescimento elevado, a taxa de substituição da poupança interna pela poupança externa declina e, por essa razão, a poupança externa contribui para o crescimento. Poderíamos ser tentados a reverter a causalidade e dizer que a entrada de capitais produziu as altas taxas de crescimento que reduziram a taxa de substituição; mas esse movimento implica uma

rejeição de algo que esperamos esteja agora óbvio para o leitor: que a valorização da taxa de câmbio reduz as oportunidades de investimento.

É importante observar que, da mesma forma que há uma substituição da poupança interna pela poupança externa quando aumenta o déficit em conta-corrente, pode ocorrer o inverso, isto é, a substituição da poupança externa pela poupança interna quando o déficit em conta-corrente ou a poupança externa estiverem diminuindo. Nesse caso, do lado da oferta, os salários e os ordenados cairão; do lado da demanda, as exportações e os investimentos aumentarão, causando a substituição inversa.

Vale observar que a análise que desenvolvemos neste capítulo é diferente daquela presente no modelo Mundell-Fleming na medida em que ele, como legítimo modelo de equilíbrio neoclássico, afirma que os déficits em conta-corrente seriam automaticamente corrigidos pelo mercado porque causariam a desvalorização da moeda; o déficit do balanço de pagamentos depreciaria a moeda e deslocaria a curva IS (*investment-saving*) para a direita devido ao aumento das exportações, uma vez satisfeita a condição de Marshall-Lerner. Mas o que ocorre na realidade é outra coisa. Como vimos nas duas seções anteriores, o “equilíbrio” desejado pelo governo e pela sociedade não é o de conta-corrente zero, como pressupõe o modelo Mundell-Fleming, mas o de um déficit em conta-corrente geralmente mal definido que corresponde à decisão do país de “crescer com poupança externa”. Esta é uma política que praticamente todos os países em desenvolvimento adotam com a bênção da ortodoxia e da heterodoxia. Em consequência, a taxa de câmbio torna-se mais apreciada do que se a conta corrente estivesse zerada, e permanece assim, não voltando para o equilíbrio pressuposto pelo modelo Mundell-Fleming, porque o governo, a sociedade nacional e os credores externos *estão satisfeitos* com esse déficit em conta-corrente e, naturalmente, com o maior consumo (muito mais do que o maior investimento) que esta decisão implica – estão satisfeitos até o momento em que os credores perdem a confiança e a crise financeira se desencadeia. O pressuposto, naturalmente, é que existe uma relação direta entre o déficit em conta-corrente e a taxa de câmbio: um é função do outro e vice-versa.

Nível da taxa de juros

Uma segunda política habitual que causa a valorização da taxa de câmbio para baixo do equilíbrio corrente é a política de um alto *nível* de taxa de juros – um nível substancialmente maior do que a taxa média de juros vigente nos países ricos. Chegamos a pensar em incluir neste livro um capítulo especial sobre a taxa de juros, mas este não é um livro-texto nem um tratado, e concluímos que teríamos pouco a acrescentar ao que já foi pesquisado e escrito pela teoria pós-keynesiana e pela teoria ortodoxa sobre política monetária. Poderíamos, por outro lado, ter entendido que os governos adotam com frequência taxa de juros elevada “para atrair capitais”, e, portanto, que poderíamos ter

discutido o problema no quadro na sessão anterior. Mas entendemos que o problema é tão importante que merece uma sessão à parte.

Altas taxas de juros, que atraem capital estrangeiro e provocam a cíclica valorização da taxa de câmbio, são justificadas pela ortodoxia liberal com vários argumentos. O argumento mais comum é que um alto nível de taxa de juros é necessário para controlar a inflação. Esse tipo de argumento, que é intrinsecamente absurdo, pode continuar a ser propalado apenas porque tanto os economistas que defendem como os que atacam a política monetária de altas taxas de juros não mencionam o *nível* da taxa real de juros, mas somente suas *oscilações*. Sem dúvida, a política monetária deveria ser capaz de operar aumentando a taxa de juros quando a economia está aquecida e a inflação está subindo, e reduzindo-a quando a economia está desaquecendo. Mas uma coisa é o Banco Central conduzir sua política de taxa de juros fazendo com que ela varie em termos reais, por exemplo entre 2% negativos e 4% positivos (média de 1% em termos reais), e outra coisa é fazê-la flutuar em torno de 5% em termos reais, como geralmente acontece quando são adotadas políticas liberal-ortodoxas de “aprofundamento financeiro” e de atração do capital estrangeiro.

Uma política que mantém a taxa de juros em um nível alto realmente atrai capital e consequentemente é uma causa significativa da valorização da taxa de câmbio a que os países em desenvolvimento estão sujeitos. Mas como estamos vendo neste capítulo, ela não promove um aumento da taxa de investimento, em primeiro lugar porque, quando a taxa de câmbio se aprecia, as oportunidades de investimento lucrativo diminuem e teremos uma alta taxa de substituição da poupança interna pela poupança externa, e em segundo lugar porque o aumento do custo de capital desencoraja o investimento. E devemos também lembrar que um nível alto de taxa de juros para um país com uma grande dívida pública interna implica aumento dos gastos públicos que enfraquece o Estado, e portanto não aumenta a demanda efetiva e as oportunidades de investimento; ao contrário, ele as reduz.

De acordo com a teoria econômica neoclássica, os preços nos países que adotam políticas desenvolvimentistas estão “errados” – não apenas os preços dos bens e serviços, como resultado da política industrial, mas também a taxa de juros, que seria baixa demais, uma característica da “repressão financeira”. Desse modo, a fim de melhorar o desempenho econômico, os países em desenvolvimento deveriam realizar uma “desrepressão financeira”, ou seja, aumentar o nível da taxa de juros. A estrutura teórica dessa política é antiga, datando da década de 1970, quando dois economistas neoclássicos (MCKINNON, 1973; SHAW, 1973) perceberam que em vários países asiáticos e latino-americanos, que naquela época estavam se industrializando e experimentando altas taxas de crescimento, as taxas de juros eram baixas, quando não negativas. Essas taxas baixas derivavam das políticas desenvolvimentistas que os países estavam promovendo com sucesso naquela época, envolvendo subsídios ao investimento oferecidos pelos bancos públicos. Os citados economistas alegavam que

tais subsídios impediam os bancos privados de financiarem o investimento; esse era um problema grave porque a “repressão financeira” restringiria o financiamento de investimentos privados e tornaria o sistema financeiro “pouco profundo”. A solução proposta recebeu imediatamente um nome pomposo: “aprofundamento de capital”. Mas ela significava apenas a legitimação de um aumento da taxa de juros a fim de torná-la positiva e satisfatória para os poupadores, isto é, para os capitalistas rentistas, que aumentariam suas poupanças e as colocariam à disposição dos bancos privados para financiar o investimento.

O “aprofundamento de capital” se baseava no pressuposto neoclássico, refutado sem cessar pela realidade, de que um aumento da taxa de juros aumenta a poupança – algo que a realidade mostra sempre não ser verdade. Nas sociedades capitalistas modernas, a poupança marginal (que seria estimulada por altas taxas de juros) não é relevante quando comparada com o estoque acumulado de capital-dinheiro disponível para financiar o investimento ou o consumo. Em lugar de reconhecer que o sistema desenvolvimentista de financiamento de investimentos privados com o apoio de recursos públicos funcionava bem, tanto que as taxas de investimento eram altas e os países estavam crescendo rapidamente, esses economistas raciocinaram a partir de seu modelo hipotético e ideal de economia de mercado e não hesitaram em argumentar a favor de maiores taxas de juros. Na década de 1970, esses economistas foram incapazes de convencer os países a mudarem sua política desenvolvimentista e embarcarem na desrepressão ou aprofundamento de capital. E é por isso que esses países continuaram a crescer. Mas na década de 1990, quando a ortodoxia liberal se tornou dominante, a maioria dos países em desenvolvimento (particularmente os latino-americanos que, na década anterior, haviam se enfraquecido em razão da crise da dívida externa) se rendeu à nova ortodoxia e aceitou os argumentos do aprofundamento de capital. Os subsídios ao crédito foram eliminados ou muito reduzidos, mas os bancos privados aumentaram o financiamento de longo prazo apenas marginalmente.

Outro argumento a favor de um nível alto de taxa de juros é que esse nível é necessário para financiar a dívida pública. Ao contrário dos argumentos anteriores, essa é uma justificativa legítima se o Estado estiver altamente endividado. Nesse caso, o nível da taxa de juros tenderá a ser maior do que seria em outras situações. Altas taxas de juros estão entre os muitos problemas causados pela irresponsabilidade fiscal. Entretanto, as altas taxas de juros costumam ser justificadas desse modo mesmo quando o nível de endividamento público do país não é elevado. Por outro lado, é necessário levar em conta as causas de um aumento da dívida pública, que resulta de déficits públicos nominais (saldo primário mais pagamentos de juros). Suas causas são geralmente políticas fiscais irresponsáveis caracterizadas por déficits primários elevados, mas também podem ser explicados por altas taxas de juros sobre a dívida pública. Como resultado de qualquer um dos dois casos, de populismo fiscal ou da imposição de taxas de juros onerosas pelo Banco Central, o Estado pode se tornar

uma espécie de devedor Ponzi e poderá ter de oferecer títulos com um nível de remuneração sempre crescente. Essa dinâmica, além de destruir a capacidade do Estado de levantar financiamentos, coloca uma nova pressão ascendente sobre a taxa de câmbio e termina com uma crise financeira.

Política de âncora cambial

A terceira política habitual que explica a tendência à sobrevalorização cíclica e crônica da taxa de câmbio é a política de âncora cambial para controlar a inflação. Essa é uma política ou uma prática antiga, que foi necessária para estabilizar os episódios de hiperinflação, desde que acompanhada de uma política de ajuste fiscal e de reestabelecimento da confiança no governo. Nos países que enfrentaram taxas de inflação acima de 50% ao mês (o que define a hiperinflação), a maneira clássica de lidar com ela foi o Estado fixar ou “congelar” a taxa de câmbio. A política terá êxito ou, em outras palavras, gozará de um grau de credibilidade social que convencerá os agentes econômicos a deixarem de aumentar os preços independentemente da demanda, se o Estado (*a*) tiver levantado empréstimos internacionais para garantir a política e (*b*) tiver adotado uma política fiscal firme de redução de gastos. As hiperinflações na Alemanha e em outros países do Leste Europeu nos anos 1920 terminaram desse modo.

Já o uso de âncora cambial para controlar a inflação usual de demanda implica uma grave distorção econômica. No Brasil tem sido alegado que a estabilização de preços teve sucesso em 1994 (Plano Real) também em razão de uma âncora cambial. Mas esse não é o caso, principalmente porque o Brasil não tinha hiperinflação, mas antes uma elevada inflação inercial decorrente de uma defasagem nos aumentos de preços que estavam formal e informalmente indexados. Na presença desse tipo de inflação, é necessário neutralizar o desequilíbrio nos preços relativos existentes, o que foi feito utilizando-se, durante três meses, uma moeda índice atrelada ao dólar. A inflação ainda não era suficientemente alta para que o desequilíbrio nos aumentos de preços se tornasse tão pequeno de modo a tornar desnecessário o mecanismo de neutralização da inércia inflacionária, e nessa situação bastaria determinar a taxa de câmbio. A inflação havia atingido um nível no qual os aumentos de preços estavam ainda dessincronizados, cada aumento corrigindo o desequilíbrio dos preços relativos causado pelo aumento anterior e gerando um novo desequilíbrio a ser corrigido pelo agente seguinte.

O uso da âncora cambial para controlar hiperinflações é, portanto, legítimo. A taxa de câmbio que resulta da estabilização continua sobrevalorizada em razão do resíduo inflacionário que sempre existirá após o choque cambial, mas esse é um problema que a economia terá de resolver quando a estabilização for concluída. Mas o uso da âncora cambial simplesmente para atingir a meta de inflação, como é comum nos países em

desenvolvimento, é inaceitável. Na administração econômica diária, manter a taxa de câmbio fluando em torno do equilíbrio competitivo ou industrial é tão importante quanto controlar a inflação. Não há razão para sacrificar a meta cambial informal, que todo país precisa estabelecer, para ajudar a atingir a meta de inflação. Os modelos de política de metas de inflação obviamente incluem a taxa de câmbio, mas esses modelos tratam a valorização ou desvalorização da taxa de câmbio como uma variável exógena, que não é objeto de política. Se, por exemplo, a moeda nacional estiver se depreciando, o Banco Central terá de responder aumentando ainda mais a taxa de juros. O problema que nos preocupa aqui, porém, é o uso da taxa de câmbio como instrumento para controlar a inflação além do instrumento da taxa de juros.

Para controlar a inflação, é sem dúvida desejável que o Banco Central ganhe credibilidade. Mas há um problema circular que o uso da âncora cambial “resolve” perversamente. Afinal, a credibilidade do banco e de sua política acaba dependendo de alcançar a meta de inflação. Como a eficácia da taxa de juros no controle da inflação é limitada e leva tempo, torna-se difícil resistir à tentação de aproveitar uma valorização da taxa de câmbio para alcançar a meta. Assim, geralmente temos uma meta de inflação, uma política explícita de taxa de juros para alcançá-la e uma política cambial implícita. Esta última nunca é confessada, porque a teoria econômica neoclássica presume que o único instrumento legítimo a ser utilizado pelos bancos centrais é a taxa de juros, e que o preço da moeda estrangeira seria adequadamente definido pelo mercado.

Uma diretriz cambial (uma espécie de âncora), combinada com a hipótese de que os agentes econômicos agirão de acordo com as expectativas racionais, foi adotada na Argentina em 1978 e no Chile em 1981, no contexto de regimes militares autoritários e resultou em crises de balanço de pagamentos extremamente violentas. Os formuladores locais de políticas foram convencidos pelas então novas ideias neoclássicas de que a inflação poderia ser controlada administrando-se as expectativas racionais dos agentes econômicos e que o instrumento para essa administração, no contexto de um regime em que a taxa de câmbio era corrigida de acordo com a taxa de inflação, seria desconectar a taxa de câmbio da inflação passada e estabelecer uma escala predeterminada de redução da indexação cambial. Ao embarcarem nessa política radical, eles informavam a população, “de modo transparente”, sobre sua meta e como iriam alcançá-la “racionalmente”, e passaram a corrigir a taxa de câmbio mês a mês de acordo com o plano. Ao mesmo tempo, adotavam rígidas políticas fiscais e monetárias para garantir maior credibilidade para sua política. No entanto, os agentes econômicos, muito razoavelmente, não acreditaram que outros agentes agiriam da maneira “racional” prevista pela política econômica e não reduziram seus preços proporcionalmente à diretriz cambial. A inflação caiu, mas substancialmente menos do que previsto, e a taxa de câmbio em cada um dos países apreciou-se fortemente. A consequência foi o aumento do déficit em conta-corrente e do endividamento

externo e, no final, os credores perderam a confiança, pararam de rolar a dívida, e cada país sofreu uma crise de balanço de pagamentos brutal durante a qual, uma vez mais, a moeda se depreciou e a inflação voltou a aumentar.⁸

Experiências traumáticas com âncoras cambiais combinada com a crença em expectativas racionais por parte dos agentes econômicos são raras; muito comum é o uso da taxa de câmbio como um instrumento tão ou mais importante do que a taxa de juros para alcançar a meta de inflação. Teórica e oficialmente, a taxa de juros é ainda o único instrumento disponível para o Banco Central; mas, na prática, a taxa de câmbio é outro instrumento que os bancos centrais não hesitam em usar para controlar a inflação. Por isso não faz sentido deixar a política cambial por conta dos bancos centrais; é necessário um conselho cambial para definir essa política.

Mas como fariam as autoridades governamentais para apreciar (ou depreciar) a moeda nacional, tendo em vista que atualmente a maioria dos países adotou um regime de taxa de câmbio flutuante? Há várias maneiras de realizar uma valorização sob esse regime – as políticas de livro-texto, como a compra e venda de reservas, a política de juros altos para atrair capitais e, se o país decidir enfrentar a ortodoxia liberal, a adoção de controles de capital. Mas a forma mais simples de apreciar a taxa de câmbio no contexto do câmbio flutuante é o Estado *omitir-se* de formular e conduzir a política cambial, e deixar que a tendência à sobrevalorização da taxa de câmbio faça seu trabalho: é não neutralizar a doença holandesa, é não rejeitar política de crescimento com poupança ou endividamento externo, é continuar a usar a taxa de câmbio como âncora para controlar a inflação – é, portanto, acomodar-se ao populismo cambial, com a bênção das agências internacionais ou da ortodoxia liberal.

Devemos observar que, *depois* das crises de balanço de pagamentos que se caracterizam por violentas desvalorizações da taxa de câmbio, há espaço para um período relativamente curto de valorização “saudável” da taxa de câmbio – até o ponto em que ela atinge o equilíbrio industrial. A partir daí, uma nova valorização é perversa do ponto de vista da eficiente alocação de recursos e do crescimento econômico, mas é bem-vinda por formuladores de políticas econômicas que dão prioridade ao controle da inflação sobre o emprego e o crescimento.

Preferência pelo consumo imediato

As três políticas habituais e equivocadas que causam a valorização da taxa de câmbio e a levam para o déficit em conta-corrente são, portanto, a política de crescimento com poupança ou endividamento externo, a política de alto nível de juros, e a política de

⁸ A análise canônica das crises financeiras causadas por esses planos de estabilização baseados nas expectativas racionais e na prefixação da taxa de câmbio foi feita por Carlos Diaz Alejandro (1981).

âncora cambial para controlar a inflação. As três poderiam ser resumidas em uma só: o populismo cambial, no qual incidem os políticos de forma esperta, porque sabem ou pressentem que quando o câmbio se aprecia a inflação cai e os rendimentos aumentam em termos reais, facilitando sua reeleição, e também os economistas – estes por incompetência, porque acreditam que o déficit em conta-corrente é poupança externa que se soma à interna. E as três refletem a alta preferência pelo consumo imediato encontrada no povo e nas elites dos países em desenvolvimento – na sua ânsia de “reproduzir os padrões de consumo do centro”, que Celso Furtado criticava com tanta insistência.

Há uma ampla literatura econômica sobre o ciclo político que demonstra que em todos os países, inclusive os ricos, os chefes de governo reduzem os gastos públicos no início de seus mandatos e os aumentam no final, para facilitar sua reeleição. Há, nesse caso, populismo econômico. Há também uma extensa e bem mais antiga literatura sobre o populismo político, que é geralmente entendido como uma relação direta entre o líder do governo e as massas sem a intermediação de partidos políticos definidos ideologicamente e, portanto, como uma manifestação inicial da participação popular no governo. Há, assim, dois conceitos de populismo: populismo político e populismo econômico. O populismo econômico se subdivide em populismo fiscal e populismo cambial. O conceito surgiu na década de 1980 para identificar criticamente a irresponsabilidade fiscal de vários líderes governamentais nos países em desenvolvimento. No entanto, além desse populismo fiscal, há o populismo cambial, introduzido por um dos autores deste livro, que é geralmente ignorado pela literatura econômica: equivale a promover ou se acomodar com a valorização da taxa de câmbio para que a inflação caia e os salários reais aumentem. Na medida em que essa política não cause uma crise financeira durante o mandato, ela contribuirá para a reeleição do chefe de governo e de seus associados.

A resposta habitual dos economistas ao populismo cambial não é a que poderíamos esperar. Como a desvalorização da taxa de câmbio real que neutraliza a tendência à sobrevalorização cíclica e crônica da taxa de câmbio causa redução do salário real e dos demais rendimentos (juros, aluguéis e dividendos) reais e provoca o aumento da inflação, muitos economistas, tanto ortodoxos quanto desenvolvimentistas, praticam o populismo cambial muito naturalmente, como se não houvesse alternativa senão a taxa de câmbio sobreapreciada no longo prazo. Certos economistas desenvolvimentistas, mostrando uma grande dificuldade com relação ao efeito-preço (vivem no mundo do efeito-renda), argumentam que a elasticidade das exportações em relação à taxa de câmbio é baixa. Com base nisso, aceitam e mesmo legitimam a taxa de câmbio sobrevalorizada e os déficits crônicos em conta-corrente. O primeiro argumento mostra a força da preferência pelo consumo imediato; o segundo, em última instância implica suspender a lei da oferta e da procura. Quanto à preferência pelo consumo imediato, como argumentamos neste e nos capítulos anteriores, a redução dos salários reais deve ser vista de uma perspectiva adequada: ela é temporária porque, a médio e longo prazo, o maior crescimento econômico que se tornou possível graças à desvalorização da taxa de

câmbio e o conseqüente aumento das oportunidades de investimento possibilitarão um ritmo de crescimento da produtividade do trabalho mais acentuado, em virtude da existência de economias de escala estáticas e dinâmicas, favorecendo assim um crescimento mais rápido dos salários reais. Conseqüentemente, depois de algum tempo, a trajetória do salário real resultante da desvalorização da taxa de câmbio será maior do que a trajetória que ele seguiria se a taxa de câmbio tivesse permanecido sobrevalorizada.

Os economistas liberais, por sua vez, também rejeitam uma desvalorização da taxa de câmbio, não obstante ela deva ser única – *once and for all*. Apesar de sua abordagem conservadora, eles não hesitam em citar a redução dos salários, mas opõem-se a ela principalmente porque ela causará algum aumento da inflação, que é seu principal inimigo, porque reduzirá as rendas dos rentistas. Enquanto os economistas desenvolvimentistas dão ênfase excessiva à queda dos salários reais, os economistas liberais dão ênfase excessiva ao aumento da inflação. Mas, além desses argumentos, esses economistas estão ideologicamente alinhados com uma coalizão de classes liberal formada por capitalistas rentistas e pelos financistas que administram sua riqueza, pelos altos executivos das empresas multinacionais e pelos interesses externos. Essa coalizão de classes está interessada, de um lado, numa alta taxa real de juros, que reflete conjuntamente uma taxa de juros nominal elevada e uma taxa de inflação a mais baixa possível, e, de outro lado, está interessada em uma moeda dos países em desenvolvimento apreciada e nos déficits em conta-corrente que provoca, os quais legitimam os empréstimos e investimentos diretos por meio dos quais os países ricos ocupam os mercados internos desses países.

Aceitando assim uma moeda sobrevalorizada, os economistas agem de forma populista, curvando-se à alta preferência pelo consumo imediato da população. Já vimos que uma taxa de câmbio sobrevalorizada está associada a um alto nível de consumo e a uma baixa taxa de investimento. Suas causas são, afinal, *não políticas* como a não neutralização da doença holandesa e, mais amplamente, como a não neutralização da tendência à sobrevalorização cíclica e crônica da taxa de câmbio, que supõe a não rejeição da política de crescimento com poupança ou endividamento externo, da política de elevado nível de juros reais, e a política âncora cambial para controlar a inflação. Não políticas que revelam uma alta preferência pelo consumo imediato. Esses economistas aceitam como natural um nível de consumo que reduz a capacidade do país de investir e poupar. Além desse populismo cambial, há o populismo fiscal, que se manifesta por uma baixa taxa de poupança no setor público. O investimento público deve representar entre 20% e 25% do investimento total, mas os gastos correntes excessivos obrigam o Estado a reduzir seus investimentos. Alguns desses gastos, particularmente em assistência à saúde, educação, suporte à renda básica e seguridade social, representam salários indiretos relativamente eficientes (não dispendiosos). Mas outros gastos, particularmente aqueles relacionados ao serviço da dívida pública e aos custos com pessoal, devem ser mais seriamente reduzidos, de modo a aumentar a capacidade de investimento do Estado.

Essa preferência pelo consumo imediato, determinada pelas políticas, não deve ser confundida com a propensão marginal a consumir que define o comportamento dos agentes econômicos. A preferência pelo consumo imediato é uma preferência que deduzimos das políticas que os governos adotam ou deixam de adotar para desvalorizar de uma vez por todas a taxa de câmbio e, depois disso, fazê-la flutuar em torno do equilíbrio industrial.

Quanto aos déficits em conta-corrente e à taxa de câmbio sobrevalorizada, esses economistas os aceitam e legitimam invocando o argumento da restrição externa e a política de crescimento com poupança ou endividamento externo. Os economistas keynesianos e desenvolvimentistas são mais enfáticos em sua oposição à queda temporária dos salários que uma desvalorização causaria, enquanto os economistas liberais não veem nenhum problema com os déficits em conta-corrente. Os economistas liberais associados aos interesses dos capitalistas rentistas são muito mais enfáticos em se opor ao aumento temporário da inflação. A preocupação fundamental da coalizão de classes rentista-financeira são as altas taxas de juros, e assim sua prioridade absoluta é o controle da inflação: para eles, nenhum compromisso é admissível entre inflação e nível da taxa de câmbio ou entre inflação e emprego, principalmente porque, dada a taxa de juros nominal, uma taxa de inflação menor significa uma taxa de juros real maior.

Vemos, portanto, que a taxa de câmbio é em grande parte determinada pela política de crescimento com poupança ou endividamento externo – com déficits em conta-corrente a serem financiados em moeda estrangeira, pela política complementar de nível alto de juros, e pela política de âncora cambial contra a inflação que nos é aconselhada pela teoria econômica tanto ortodoxa quanto heterodoxa.

Resumo

Vimos neste capítulo as três políticas econômicas habituais e perversas adotadas nos países em desenvolvimento que determinam a taxa de câmbio apreciando-a: a política de crescimento com poupança ou endividamento externo, a política parcialmente subsidiária à anterior de nível elevado de taxa básica de juros, e a política de âncora cambial para controlar a inflação. Demos ênfase especial à crítica da política de crescimento com poupança ou endividamento externo, porque os déficits em conta-corrente (ou poupança externa) financiados por empréstimos ou por investimentos diretos afinal não se somam à poupança interna, aumentando assim o investimento, como sugere o pensamento econômico dominante, mas substitui a poupança interna, resultando em aumento do consumo em lugar de aumento do investimento. A taxa de substituição da poupança interna pela poupança externa depende da elasticidade da taxa de câmbio em relação ao déficit em conta-corrente. Quanto maior for essa

elasticidade, maior será a valorização da taxa de câmbio causada por um déficit em conta-corrente. Essa elasticidade varia de país para país e de um momento para outro, de acordo com as variáveis discutidas neste capítulo. Depende também da propensão marginal a consumir da população. Quanto maior for ela, maior será a taxa de substituição. A substituição acontece porque a decisão de adotar a política de crescimento com poupança ou endividamento externo faz com que a taxa de câmbio se aprecie, uma vez que para cada nível de déficit ou superávit em conta-corrente há uma taxa de câmbio correspondente; quanto maior o déficit em conta-corrente, mais apreciada será a taxa de câmbio.

A valorização da taxa de câmbio causa um aumento dos salários reais e do consumo, e, naturalmente, uma diminuição da poupança interna; causa também uma diminuição das oportunidades de investimento, uma redução dos investimentos decididos domesticamente e, portanto, uma redução da poupança interna.

A política de crescimento com poupança ou endividamento externo nem sempre é negativa, porque a taxa de substituição nem sempre é elevada. Quando o país cresce rapidamente e as oportunidades de investimento se tornam particularmente atraentes para as empresas, e mesmo para a classe média, a propensão a investir aumentará e a taxa de substituição da poupança interna pela poupança externa cairá. Nesses episódios, a poupança externa tem um efeito positivo substancial sobre o investimento.

Os déficits em conta-corrente que são fundamentais na determinação da valorização no longo prazo da taxa de câmbio nos países em desenvolvimento que não neutralizam a tendência à sobrevalorização cíclica e crônica da taxa de câmbio não são apenas consequência da não neutralização da doença holandesa e da não rejeição das duas políticas habituais; não são apenas resultado da dificuldade dos economistas destes de rejeitar a política de crescimento com poupança ou endividamento externo; são também uma expressão da alta preferência pelo consumo imediato – da tentativa não apenas das elites de reproduzir os padrões de consumo do centro rico.

Questões

1. As variáveis com as quais os economistas trabalham são geralmente o comportamento dos agentes econômicos – os produtores, os consumidores, os investidores, os exportadores etc. – para fazerem suas previsões. Neste capítulo os autores usam o comportamento dos formuladores de políticas econômicas – as políticas habituais. É razoável fazer isto?
2. O que é a “poupança externa”? Qual sua relação com os déficits em conta-corrente, e com os empréstimos em moeda estrangeira e os investimentos diretos das multinacionais?
3. Por que a política de poupança externa aprecia a taxa de câmbio no longo prazo?

4. Por que contabilmente a poupança externa se soma à interna, mas, em termos econômicos, antes substitui a poupança interna do que se soma a ela, resultando em aumento de consumo, não de investimento?
5. Afinal, os empréstimos e investimentos diretos que financiam déficits em conta-corrente são essenciais para o desenvolvimento econômico, ou, antes, desnecessários senão prejudiciais, na medida em que apreciam o câmbio e desestimulam o investimento?
6. Qual a evidência empírica existente sobre a relação entre abertura da conta de capitais e crescimento econômico? A evidência empírica suporta a hipótese de que a abertura financeira estimula o crescimento econômico? Por quê?
7. Por que um nível elevado de taxa de juros causa a apreciação da taxa de câmbio no longo prazo?
8. Por que a política de âncora cambial para controlar a inflação aprecia a taxa de câmbio no longo prazo?
9. Essas três políticas habituais são necessárias, ou deveriam ser rejeitadas?
10. A existência de um regime de câmbio flutuante é suficiente para impedir a ocorrência de uma crise cambial induzida por um *sudden stop* dos fluxos de entrada de capitais externos? Por quê?
11. As evidências empíricas disponíveis para os países desenvolvidos e em desenvolvimento mostram que a taxa de investimento e o crescimento de longo prazo não guardam nenhuma relação direta com a “poupança externa”. Explique porque um aumento da poupança externa não conduz a um aumento do investimento e do crescimento de longo prazo. Qual o papel da substituição de poupanças e da taxa de câmbio nesse processo?