

## POUPANÇA INTERNA, GLOBALIZAÇÃO FINANCEIRA E CRESCIMENTO ECONÔMICO

27/06/95

A revista “The Economist” da semana passada trouxe um interessante artigo de Martin Feldstein sobre “Fluxos de Capitais Globais”. Feldstein é professor de economia em Harvard, exercendo também a função de presidente do National Bureau of Economic Research (NBER). Ele foi também chairman do Council of Economic Advisers, o órgão de assessoramento econômico da Casa Branca, sob Ronald Reagan.

A principal preocupação da obra de Feldstein sempre foi a poupança. Como se sabe, em economia, poupança é definida como a parte da renda (que é contabilmente igual ao produto) que não é consumida. Para haver crescimento econômico é necessário investir, e o financiamento do investimento é feito pela poupança. Grosso modo, poder-se-ia pensar que, a partir de um dado produto (PIB), parte é consumida e a outra parte é poupada. É essa poupança que financia o investimento. Taxas mais altas de crescimento requerem taxas mais elevadas de investimento, as quais, por sua vez, requerem maiores taxas de poupança para financiá-las.

Economistas de diferentes vertentes tendem a divergir quanto à importância da taxa de poupança (a razão poupança/PIB) no crescimento econômico. Alguns chegam mesmo a defender implicitamente que a poupança é absolutamente secundária, pois o investimento faria o produto (PIB) aumentar de forma a gerar automaticamente os recursos para financiar o investimento inicial. Essa, entretanto, não é a visão mais aceita.

A obra de Feldstein vem justamente a tentar determinar a importância da poupança e as formas de aumentá-la. Num artigo célebre em 1980, Feldstein e Horioka defenderam a seguinte tese: se os mercados financeiros dos diversos países fossem bem integrados, não deveria haver uma correlação significativa entre a taxa de poupança interna de um país e sua taxa de investimento. Afinal, um país pode ser habitado por indivíduos

frugais, de alta taxa de poupança, e/ou ter um governo que poupa (tem superávit fiscal) enquanto as boas oportunidades de investimento (investimento no sentido econômico, de formação bruta de capital físico, não no sentido financeiro) estão noutra país, que pode ter uma reduzida taxa de poupança interna. Japão e EUA seriam os paradigmas dos dois casos citados, respectivamente. Ou seja, sob a hipótese de integração perfeita dos mercados de capitais internacionais, as poupanças de todos os países deveriam ser reunidas num grande agregado sem distinção do país de origem, para daí financiarem as melhores oportunidades de investimento, seja lá em que países essas ocorrerem. Os habitantes dos países exportadores de poupança beneficiar-se-iam dos altos rendimentos dos investimentos no estrangeiro quando esses maturassem, e os habitantes dos países importadores de poupança ganhariam também devido às mais altas taxas de crescimento econômico (com a consequente geração de empregos) viabilizados pelo investimento estrangeiro.

Nesse estudo de 1980, muito criticado mas nunca rigorosamente refutado, Feldstein e Horioka mostraram que a hipótese acima **não** era corroborada pelos fatos. Estes indicavam que, ao contrário da hipótese acima, os países com mais altas taxas de poupança interna eram justamente aqueles com mais altas taxas de investimento. Ou seja, os mercados financeiros **não** pareciam ser muito eficazes em permitir que as poupanças (os capitais) cruzassem as fronteiras para financiarem as melhores oportunidades de investimento. No mundo dos anos 70, portanto, tudo se passava como no caso de uma família, que desejando comprar a casa própria (investimento), tivesse que fazer a poupança prévia, sem poder recorrer ao crédito hipotecário em montantes significativos.

Uma atualização do artigo seminal de Feldstein e Horioka para os anos 80 foi feita por Jeffrey Frankel, titular de economia internacional na universidade de Berkeley, California. Frankel mostrou que o resultado básico de Feldstein e Horioka—que muito pouco da poupança interna cruza as fronteiras nacionais—continuava válido nos anos 80, embora tenha havido um decréscimo na relação entre investimento e poupança

interna. Isto indica que, muito embora tenha havido um crescimento no fluxo de capitais entre países, a situação nos anos 80 ainda era análoga àquela na qual a família tinha que primeiro poupar para só depois adquirir a casa própria.

Os fluxos de poupança entre fronteiras constituem contabilmente o que se conhece como poupança externa, ou déficit em conta corrente no balanço de pagamentos. O déficit em conta corrente do balanço de pagamentos é contabilmente definido como o excesso da absorção (consumo+investimento+gastos do governo) sobre a renda nacional. Por isso se diz que há poupança externa quando ocorre déficit em transações correntes no balanço de pagamentos; a poupança dos estrangeiros está financiando o hiato entre a absorção e a renda dos nacionais.

No artigo citado da “The Economist”, Feldstein defende a idéia que o problema do México, ao contrário do senso comum, **não** foi um excesso de dependência em relação aos fluxos internacionais de capitais, mas sim que os fluxos internacionais de capitais permanecem muito pequenos apesar de todo o movimento de globalização financeira. Contam-se nos dedos de uma mão os países cujos déficits em transações correntes (a poupança externa) ultrapassaram 3% do PIB por um período prolongado. Ou seja, mesmo nos anos recentes, os fluxos internacionais de capitais **não** se revelaram eficazes em promover o crescimento econômico em países carentes de capital mas preches de boas oportunidades de investimento.

A lição principal é que os países em desenvolvimento devem promover ao máximo a poupança interna, se pretendem atingir altas taxas de crescimento econômico. Contar, como fez o México, com os voláteis fluxos de capitais internacionais, é uma estratégia extremamente arriscada e que só rendeu frutos para uns poucos países asiáticos (os quais, além disso, têm altas taxas de poupança interna).

Uma identidade das contas nacionais (Simonsen e Cysne, *Macroeconomia*, 1989. p. 130) nos ensina que:

**Déficit em transações correntes do balanço de pagamentos =**

**Déficit público + Investimento privado -**

**- Poupança bruta do setor privado.**

No Brasil de hoje, dada a necessidade de se aumentar o investimento privado para sustentar um crescimento anual do PIB na faixa de 5 a 7%, bem como a reduzida possibilidade de se aumentar a poupança bruta do setor privado nos níveis requeridos para o financiamento do maior investimento privado, será indispensável que se reduza fortemente o déficit público ou mesmo que se gerem superávits. Isso já era verdade antes da crise mexicana, e se tornou mais imperioso agora que não se admitem déficits anuais em transações correntes do balanço de pagamentos superiores a 2% do PIB.

A identidade macroeconômica acima ressalta a necessidade do aumento da poupança privada. Dentre as medidas que se vislumbram para obter tal resultado destaca-se a reforma da previdência, com o conseqüente aumento do número dos poupadores, bem como dos montantes investidos nos fundos de pensão. Outras medidas possíveis envolvem a criação de poupanças programadas, sobretudo com o objetivo de aquisição da casa própria.

Promover o aumento da poupança interna, tanto através da redução do déficit público (inclusive e sobretudo através do aumento da eficiência do estado), quanto através de incentivos à poupança privada, é a principal missão do Real para pavimentar a estrada do crescimento econômico que está à nossa frente.

Atenciosamente,

Márcio G. P. Garcia