

Poupança Externa e Crescimento Econômico

Prof. José Luis Oreiro
Instituto de Economia – UFRJ
Pesquisador Nível I do CNPq.

Modelo de Crescimento da “Ortodoxia Convencional”

- ▶ O nível de renda per-capita de um país depende da intensidade do capital e, por conseguinte, da taxa de poupança.
 - Quanto maior a fração do PIB que for poupada maior será a intensidade do capital e, portanto, o nível de renda per-capita.
 - MRW (1992): As diferenças internacionais observadas nos níveis de renda per-capita podem ser tributadas às diferenças observadas entre as taxas de poupança e as taxas de crescimento da população.
 - A redução do diferencial entre os níveis de renda per-capita exige que sejam reduzidos os diferenciais observados entre as taxas de poupança.
 - Os países pobres precisam aumentar a sua taxa de poupança.
 - As restrições a mobilidade internacional de capitais devem ser removidas para que os capitais possam fluir dos países ricos, onde são abundantes, para os países pobres, onde são escassos.
 - O crescimento dos países pobres requer, portanto, “poupança externa”.

O modelo ...

- ▶ As hipóteses teóricas implícitas no modelo de crescimento da “ortodoxia convencional” são :
 - O investimento é determinado pela disponibilidade de poupança, de forma que se houver um aumento da poupança então haverá um aumento do investimento.
 - A poupança doméstica e a poupança externa são complementares: um aumento da poupança externa gera um aumento líquido da poupança agregada.
- ▶ Como corolário dessas hipóteses segue-se que um aumento da poupança externa – ou seja, do déficit em conta-corrente – deve gerar um aumento do investimento e, portanto, da intensidade do capital, levando assim a um aumento do nível de renda per-capita.
- ▶ Os países em desenvolvimento devem, portanto, liberalizar a sua conta de capitais para atrair a “poupança externa” necessária ao seu desenvolvimento no longo-prazo.

Puzzles para a “ortodoxia convencional”

- ▶ Enigma Feldstein–Horioka (1980): Com base numa amostra de 16 países da OCDE observa-se uma forte correlação entre a poupança doméstica e a taxa de investimento.
- ▶ Outros estudos mostraram que essa correlação é estável e pode ser observada também para países em desenvolvimento.
- ▶ A poupança externa aparentemente não tem influência sobre a taxa de investimento.
- ▶ Interpretação do enigma: Ele é uma decorrência da existência de uma “restrição orçamentária inter-temporal”.
 - Um país não pode se endividar indefinidamente: os déficits em conta-corrente precisam ser seguidos por superávits.
 - Dessa forma, no longo-prazo o investimento deve ser “financiado” com “poupança doméstica”, não com “poupança externa”.

Limites para o endividamento externo

▶ Seja :

- H : superávit comercial mais o saldo líquido da conta de serviços não-fatores (transferência líquida de recursos para o exterior).
- iD : renda líquida enviada ao exterior (produto entre a taxa de juros internacional e o estoque de dívida externa).
- $z = D/X$: a dívida externa como proporção das exportações.
- $h = H/X$: o saldo comercial como proporção das exportações.

Limites ...

$$\dot{D} = iD - H \quad (1)$$

$$\frac{\dot{D}}{D} = i - \frac{H}{D} = i - \frac{H}{X} \frac{X}{D} = i - \frac{h}{z} \quad (2)$$

Limites ...

$$D = z.X \quad (3)$$

$$\frac{\dot{D}}{D} = \frac{\dot{z}}{z} + \frac{\dot{X}}{X} = \frac{\dot{z}}{z} + x \quad (4)$$

$$\frac{\dot{z}}{z} = i - x - \frac{h}{z} \quad (5)$$

Limites ...

- ▶ A dívida externa como proporção das exportações irá aumentar (diminuir) ao longo do tempo se a taxa de juros externa for maior (menor) do que a soma entre a taxa de crescimento das exportações (x) e a razão entre as exportações e a dívida externa [$(h/z) = (H/X)(X/D) = H/D$]
- ▶ Se a taxa de crescimento das exportações for muito baixa ou se a dívida externa como proporção das exportações for muito alta; então a dívida externa como proporção das exportações irá aumentar ilimitadamente, violando assim a restrição de solvência externa da economia.
 - Crise do balanço de pagamentos.

Solvência Externa

$$\frac{\dot{z}}{z} \leq 0 \Leftrightarrow h \geq (i - x)z \quad (6)$$

Dinâmica da Dívida Externa

- ▶ Se a taxa de crescimento das exportações de um país devedor for maior do que a taxa de juros internacional então ele poderá ter um hiato de recursos positivo (ou seja, déficit na balança comercial e de serviços não-fatores) sem que isso leve a um aumento da relação dívida externa/exportações.
 - Exemplo:
 - $z = 2$, $x = 0.15$, $i = 0.11$ então $h = -0.08$ (ou seja, o país pode ter um déficit na balança comercial e de serviços não fatores de até 8% das suas exportações que isso não levará a um aumento de z).

Dinâmica da Dívida Externa

- ▶ Se a taxa de crescimento das exportações for menor do que a taxa internacional de juros então a solvência externa de longo-prazo exige que o país transfira recursos para o exterior, ou seja, que ele apresente superávit na balança comercial e de serviços não-fatores.
- ▶ O superávit requerido será tão maior quanto maior for a dívida externa como proporção das exportações e quanto maior for a diferença entre a taxa de juros internacional e a taxa de crescimento das exportações.

Endividamento Externo e Crescimento

- ▶ Patillo, C et alli (2002). *External Debt and Growth*. IMF Working Papers, 02/69.
 - Evidências de um efeito não-linear do aumento da dívida externa sobre o crescimento.
 - O impacto médio da dívida externa sobre o crescimento per-capita se torna negativo para níveis de dívida acima de 160-170 por cento das exportações e 35-40 por cento do PIB.
 - Outra conclusão importante do estudo é que ao se dobrar a dívida externa, o crescimento é reduzido entre 0,5 e 1 p.p.
 - Dessa forma, se a dívida externa passar de 100 para 300 por cento das exportações, o crescimento da renda per-capita se reduz em 2 pontos percentuais por ano.

Endividamento Externo ...

- ▶ Bresser e Nakano (2004): Com base numa amostra de 51 países no período 1979–1998 foi testado o impacto de um aumento da taxa de poupança externa sobre o crescimento do PIB
 - Para a amostra total verificou-se que um aumento de 1 p.p na poupança externa com respeito ao PIB tem um impacto de longo-prazo de 0.005 por cento no crescimento do PIB per-capita, ou seja, a elasticidade do crescimento com respeito a poupança externa é de apenas 0.005.
 - Se considerarmos apenas os países da América Latina, a maioria dos quais está altamente endividada, o impacto da poupança externa, no mesmo período, cai para 0.001, um resultado que não é estatisticamente diferente de zero.

Substituição de Poupanças

- ▶ Por que razão a poupança externa parece ter um impacto negativo ou, no melhor dos casos, insignificante sobre o crescimento de longo-prazo?
- ▶ Uma razão para isso é que a poupança doméstica e a poupança externa são substitutos ao invés de complementares.
- ▶ Dessa forma, um aumento da poupança externa é, via de regra, usado para financiar um aumento do consumo doméstico, deixando inalterado o investimento.

Tabela 10

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

Ano	Poupança externa ¹	Poupança interna	Investimento ²
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 e www.ibge.gov.br.

Notas: ¹ Poupança externa = déficit em conta corrente.

² Investimento = formação bruta de capital fixo.

O Mecanismo de Substituição de Poupanças

- ▶ A substituição de poupanças ocorre em função de uma valorização da taxa real de câmbio.
- ▶ Quando o câmbio real se aprecia ocorre um aumento do salário real e da participação dos salários na renda nacional.
- ▶ Como a propensão a consumir a partir dos salários é maior do que a propensão a consumir a partir dos lucros ocorre um aumento do consumo doméstico e, dessa forma, uma redução da taxa de poupança.
- ▶ A apreciação do câmbio real, por outro lado, gera uma redução das exportações e um aumento das importações produzindo assim um aumento do déficit em conta corrente, ou seja, um aumento da poupança externa.