

# Câmbio real e poupança interna

Por Luiz Carlos Bresser-Pereira e Paulo Gala  
*Valor*, 20/08/2008

Existe hoje no Brasil um debate sobre a causa da aceleração recente da inflação: tratar-se-ia de uma inflação de demanda que justificaria o aumento da taxa de juros, ou de uma inflação de oferta para a qual a redução da demanda buscada pela alta dos juros é ineficaz. Esta discussão, entretanto, faz pouco sentido, porque embora a principal causa esteja nos custos - no aumento internacional dos preços das commodities que não foi compensado pela diminuição dos preços dos bens manufaturados -, há também um componente de demanda na atual inflação brasileira.

Entretanto, correlato a este debate está o problema da sobreapreciação da taxa de câmbio e da correspondente passagem de uma situação de superávit para a de déficit em conta corrente. Segundo alguns autores "ortodoxos" ou neoclássicos, em um regime de câmbio flexível não é possível haver sobreapreciação da taxa de câmbio; ela está sempre em equilíbrio. Mas que equilíbrio é esse? Aquele determinado no mercado por variações de curto prazo nos preços dos bens exportados, ou nas entradas de capital? Se essa é a resposta, trata-se de uma tautologia - "o câmbio de mercado está em equilíbrio porque é o de mercado". Já se entendermos que câmbio de equilíbrio é aquele que zera a conta corrente intertemporal, como explicar que desde o fim de 2002 a taxa de câmbio vem gradualmente se apreciando? Qual é o equilíbrio, de acordo com esse raciocínio: a taxa de câmbio de dezembro de 2003, a de dezembro dos anos seguintes ou a atual?



Já que nossos ortodoxos excluem a taxa de câmbio, vejamos como explicam a condição de deficitário em conta corrente à qual o país voltou. É muito simples, dizem eles: o problema não está no câmbio, está no excesso de demanda - de investimentos e de consumo - em relação à oferta. Ortodoxos, mas pensando-se alunos de Keynes, eles diagnosticam o problema em termos de desequilíbrio entre a oferta e a demanda agregadas. E assim concluem que basta reduzir a absorção doméstica para que a conta corrente volte a se equilibrar.

Para "comprovar" sua tese, eles desenvolvem um argumento que não é econômico, mas contábil. Embora Keynes tenha demonstrado definitivamente que uma coisa é uma identidade contábil, outra é uma relação econômica, eles confundem os dois planos de raciocínio. Como hoje no Brasil o investimento é maior do que a poupança interna, eles concluem que há excesso de demanda traduzido na poupança externa, ou seja, no déficit em conta corrente. E assim eles explicam, de forma novamente tautológica, que o Brasil está hoje com déficit em conta corrente porque está com déficit em conta corrente... Sem dúvida, como ex post, o investimento é igual à poupança interna mais a externa, e como o déficit em conta corrente é por definição igual à poupança

externa, se há déficit em conta corrente isto significa que o investimento é maior do que a poupança interna. Esta é uma identidade contábil. É, entretanto, inaceitável concluir que "fica assim demonstrado" o excesso econômico de demanda (investimento) sobre a poupança interna. Se a taxa de câmbio estiver sobreapreciada, o investimento e principalmente o consumo poderão ser maiores do que a produção interna sem que a economia esteja aquecida. Haverá déficit em conta corrente, mas não haverá excesso econômico de demanda porque não há estímulo a investimentos.

De acordo com esta interpretação, a taxa de câmbio pode e tende a estar sobreapreciada devido à tendência à sobreapreciação da taxa de câmbio existente nos países em desenvolvimento. Esta tendência decorre de vários fatores, principalmente da prática de juros elevados atraindo capitais especulativos e de populismo cambial, e tem como conseqüência o aumento do consumo e a diminuição da poupança interna. O grande problema enfrentado pelos formuladores de política econômica dos países que realmente se desenvolvem é o de neutralizar essa tendência.

Ao invés de pensar nestes termos, o que os nossos ortodoxos nos dizem é que a poupança do país é dada. Como ela é baixa, sempre que os investimentos aumentam e a economia começa a crescer, haverá déficit em conta corrente. O problema é sempre de insuficiência de poupança e de excesso de demanda, jamais da taxa de câmbio sobreapreciada.

Nossa visão é oposta. Ainda que haja um componente institucional e cultural na determinação da poupança interna, esta é determinada no curto prazo pela taxa de câmbio. Quando esta se deprecia, como aconteceu em 2002, a taxa real de salários diminui, o consumo cai, e a poupança interna aumenta. Foi exatamente o que ocorreu no Brasil em 2003. Em seguida, com a nova e gradual apreciação do câmbio, os salários e o consumo aumentam e a poupança interna volta a cair, como vemos no gráfico. Como, além disso, o ritmo de crescimento das exportações cai e, com uma defasagem, aumentam as importações, o país entra em regime de déficit em conta corrente e de novo ciclo de fragilização externa.

De acordo com esse raciocínio, é a taxa de câmbio que determina a poupança e a conta corrente, e não o contrário. Estabelecer uma relação causal inversa na qual o aumento do investimento é sempre a causa do déficit em conta corrente implica supor que ela está sempre em equilíbrio e pode, portanto, ser ignorada. Não importa que ela tenha variado, nos últimos anos, de R\$ 3,95 a R\$ 1,55 por dólar.

Na verdade, o grande desafio da política macroeconômica em um país em desenvolvimento é o de neutralizar a sobreapreciação cambial. Mas não é isso que ensina a ortodoxia convencional vinda do Norte. Para os países ricos, não há nada melhor do que uma taxa de câmbio sobreapreciada nos seus concorrentes do Sul. Os interesses nacionais do Brasil, porém, são claros. E a teoria econômica, mais clara ainda.