

Introdução

Recentemente, existe um forte debate no meio acadêmico sobre a possível relação causal entre câmbio e crescimento econômico de longo prazo. Apesar de já ser bastante antiga, esta discussão veio à tona com maior intensidade nos anos mais recentes, haja vista as experiências da China e de outros países asiáticos de rápido crescimento econômico a partir de meados da década de 60, e até pelo menos início dos anos 90, e de manutenção de taxas de câmbio reais em níveis mais depreciados do que aqueles que (acredita-se) observaríamos na ausência de intervenções no mercado de câmbio por parte dos governos destes países. Dessa forma, surge a conclusão de que existe uma correlação positiva entre câmbio real¹ mais desvalorizado e taxas de crescimento econômico mais elevadas. A **Tabela 1** apresenta dados de PIB per capita inicial, do preço de consumo médio (em dólares) e crescimento do PIB per capita médio durante o período de 1970-2004. Podemos ver que, de fato, os países asiáticos são aqueles que apresentaram câmbio real mais desvalorizado (preço médio de consumo mais baixo) e ao mesmo tempo, maiores taxas de crescimento durante o período analisado.

A literatura acadêmica tradicional sobre os determinantes do crescimento econômico² explica as diferenças de renda per capita entre países em termos de diferentes trajetórias de acumulação de capital, e estas por sua vez, devido a diferenças nas taxas de poupança, nas preferências e no crescimento da produtividade total dos fatores. Em outros estudos um país pode crescer mais, alocando mais recursos para inovações³. Estudos mais recentes, entretanto, utilizam uma ampla base de dados para uma série de países, e através da análise

¹Segundo Rogoff (1996), define-se Taxa de câmbio real entre dois países como o custo relativo de uma cesta de bens comum, que pode ser comparada após a conversão para uma mesma unidade de medida. Por exemplo, para dois países, 1 e 2, com níveis de preço P1 e P2, diz-se que o país 1 apresenta uma apreciação real e o país 2 uma depreciação real na medida que P1/P2 cresce. Em alguns momentos do texto utilizaremos a abreviação TCR para taxa de câmbio real.

²As referências para a literatura acadêmica tradicional sobre crescimento econômico são os papers de Solow (1957), Cass (1965) e Koopmans (1965).

de regressões, concluem que o crescimento de um país é negativamente correlacionado com a renda per capita inicial (indicador de convergência condicional), com os gastos do governo e com as distorções nos mercados. Por outro lado, o mesmo parece ser positivamente associado com a qualidade do capital humano e com a estabilidade política⁴. Além disso, o papel de instituições fortes como fundamental para o crescimento de longo prazo também é bastante discutido dentro desta literatura⁵.

Podemos identificar quatro principais canais citados na literatura através dos quais o câmbio poderia afetar o crescimento econômico de longo prazo: 1) Desvalorizações como políticas expansionistas na medida em que elevam a demanda agregada na economia; 2) Câmbio real mais desvalorizado como uma estratégia de crescimento voltada para o setor exportador que contribui para o aumento da produtividade total na economia; 3) Aumento na poupança doméstica do país, causado pela transferência de renda que ocorre com o câmbio real mais desvalorizado, implicando mais fundos disponíveis para serem investidos; 4) Desvalorização cambial como resposta de “*second best*” para correção de algumas distorções que existem na economia (como por exemplo, más instituições, restrições contratuais, dentre outras).

Oponentes a essas teorias argumentam que o câmbio real é uma variável endógena, e assim como o crescimento, responde a parâmetros estruturais da economia. Dessa forma, não se deveria tratá-lo como uma variável de política de fomento ao crescimento econômico. Argumenta-se também que a tentativa de manter a taxa de câmbio real mais baixa para elevar o crescimento poderia gerar altos custos para a economia, especialmente se esta política é mantida por um longo período de tempo. Eichengreen (2007) cita, por exemplo, os custos políticos das tensões geradas com outros países que participam do comércio internacional com aqueles que controlam sua taxa de câmbio; a necessidade de acumulação de grandes quantidades de reservas de baixo rendimento, usando-se para isso recursos que poderiam ser usados para outros fins; e por último, a possibilidade de que o ajustamento aconteça via um custoso processo inflacionário.

³ Ver Romer (1990).

⁴ O paper mais citado nesta área da literatura de crescimento é o de Barro (1991)

⁵ Principal referência nesta área é Acemoglu (2004).

A motivação para o estudo do tema desta dissertação adveio da evidência empírica documentada por Aguirre e Calderón (2005)⁶ de que existe uma forte associação entre desajustes cambiais e crescimento econômico de longo prazo. Os autores mostram que economias que apresentaram desvios do câmbio em relação ao nível de equilíbrio, na direção de desvalorização, apresentaram maiores taxas de crescimento, enquanto que aquelas que apresentaram câmbio real mais valorizado, cresceram menos. Para isso, fazem um cuidadoso exercício econométrico em duas etapas. Na primeira etapa, para um painel de economias entre 1965 e 2003, estimam o câmbio de equilíbrio em função de variáveis macroeconômicas tais como o passivo externo líquido, a produtividade relativa do setor de bens comercializáveis, gastos públicos e termos de troca. No segundo passo, procedem a um exercício de regressão de crescimento, na linha de Barro (1991) incluindo além dos regressores usuais, o desajuste cambial, isto é a diferença entre o câmbio real observado e o de equilíbrio calculado no primeiro estágio. O resultado importante do paper é o de que quando ocorre desajuste cambial de até 10% na direção de desvalorização (com relação ao nível de equilíbrio), o crescimento do PIB per capita ao ano pode ser até 0,5% maior.

Nesta dissertação procuraremos formalizar o argumento de que a relação positiva observada pelos autores, entre desvalorizações cambiais (abaixo do nível de equilíbrio) e maiores taxas de crescimento econômico, é consequência da omissão da variável de poupança doméstica na estimação do câmbio de equilíbrio. Para tal, mostraremos a evidência teórica de que câmbio real desvalorizado está associado a incentivos que estimulam a poupança agregada, isto é, que tudo o mais constante, a economia que apresentar maiores estímulos à poupança doméstica, apresentará câmbio mais desvalorizado. E, essas mesmas economias que poupam mais, também aparecem como aquelas que crescem mais rapidamente no modelo teórico que será apresentado, mesmo em um contexto de economias abertas e integradas ao mercado de capitais internacional. A **Figura 1** mostra evidência de que dentre os países analisados neste estudo, existe uma correlação positiva entre taxa de poupança e crescimento econômico.

Prasad *et all* (2006) documentam que a poupança doméstica está associada

⁶Em alguns momentos podemos nos referir a referência a Aguirre e Calderón (2005) por AC.

ao crescimento e que esta relação é independente do investimento. Isto é, parece que após choques de produtividade que elevam a taxa de crescimento ocorre elevação mais do que proporcional na poupança doméstica, de sorte que, em seguida ao choque de produtividade aparece uma elevação no saldo em conta corrente concomitante a uma aceleração do crescimento. Aghion *et all* (2006) desenvolvem um modelo no qual maiores níveis de poupança causam maiores taxas de crescimento, pois criam um colateral doméstico a projetos de FDI liderados por empresas estrangeiras que dominam as técnicas mais próximas da fronteira tecnológica. Dessa forma, estimulam investimentos estrangeiros diretos no país, aumentando a taxa de crescimento da produtividade da economia.

A **Tabela 2** relaciona os dados de crescimento e preço de consumo com dados de poupança doméstica. Observa-se que países asiáticos, ao mesmo tempo em que mostram câmbio real mais depreciado e maiores taxas de crescimento, também são aqueles que apresentaram maiores taxas de poupança durante o período analisado.

Este trabalho apresenta também uma análise empírica semelhante àquela realizada por AC, onde se estuda a relevância dos desequilíbrios cambiais para o crescimento, após calcular o câmbio de equilíbrio considerando-se o papel da poupança como seu fundamento. Mostramos que um aumento na poupança doméstica de um país relativamente à de outros países gera uma desvalorização da taxa de câmbio real após o período total de ajustamento do câmbio real que, devido a sua estrutura autorregressiva, estimamos em 4.88 anos. Além disso, depois de calculados os desajustes cambiais, vemos que estes não apresentam correlação alguma com o crescimento, enquanto que políticas que geram uma poupança doméstica maior parecem ter efeitos comprovados sobre o crescimento de longo prazo: um aumento da poupança dos países em desenvolvimento (em média 18%) para níveis de países desenvolvidos (em média 24%), pode acarretar um aumento no crescimento de até 1.68% ao ano.

A relevância do resultado defendido nesta tese pode ser vista por dois aspectos. Primeiramente, a evidência empírica e teórica existente na literatura sobre o tema, de que a manutenção de taxas de câmbio real mais desvalorizadas do que o nível de equilíbrio pode gerar um efeito positivo direto sobre o crescimento econômico não parece se manter uma vez levada em conta a dinâmica conjunta entre poupança, câmbio e crescimento. Pelo contrário, o efeito

desaparece uma vez que essa variável é levada em consideração na determinação do câmbio de equilíbrio.

Em segundo lugar, o estudo sugere que sendo a taxa de câmbio real um preço relativo, a não ser em economias planificadas onde os preços são controlados pelos agentes de política econômica de forma direta, é resultado de outras políticas públicas e processos que influenciam a oferta e demanda de forma direta e indireta. Mostramos aqui que a TCR é determinada por uma série de fundamentos, não servindo como instrumento permanente de política econômica. Variáveis como passivos externos líquidos, termos de troca, gastos do governo, poupança doméstica e produtividade relativa entre setores exercem um papel crucial na determinação do nível do câmbio real, de forma que, intervenções governamentais que não alterem estes fundamentos só podem ser sustentadas por curtos períodos de tempo, e, portanto, devem ter efeito apenas transitório sobre o crescimento, além dos altos custos que podem acarretar para a economia, como já mencionado anteriormente.

O resultado apresentado revela que políticas de incentivo a poupança doméstica, tanto por meio da alteração no comportamento do consumidor, como por exemplo, por meio de uma reforma na previdência, provocando uma elevação na poupança privada, quanto por meio da mudança do comportamento do governo, com redução nos gastos públicos e, portanto aumento na poupança pública, além de terem efeito no câmbio real de equilíbrio, tornando-o mais desvalorizado, apresentam efeitos relevantes e permanentes sobre o crescimento, no sentido de promoção do crescimento de longo prazo da produtividade.

Para defender os argumentos utilizados acima, organizamos a dissertação da seguinte forma: o capítulo 2 faz uma revisão da literatura sobre a relação entre câmbio real e crescimento. O capítulo 3 expõe a evidência teórica existente acerca das relações entre câmbio real e poupança e entre poupança e crescimento. No capítulo 4 descrevemos a metodologia utilizada para testar a hipótese levantada no estudo assim como também a base de dados usada para tal. O capítulo 5 mostra e interpreta os resultados empíricos das regressões apresentadas no capítulo anterior. O capítulo 6 conclui o trabalho.