

Revisão da Literatura

Neste capítulo discutiremos as principais contribuições teóricas e empíricas da literatura que estuda o papel do câmbio real sobre o crescimento. Essa literatura, apesar de antiga, ganhou mais evidência com as experiências vividas pela China e outros países Asiáticos, de rápido e duradouro crescimento econômico e câmbio desvalorizado.

As maiores contribuições dos estudos nessa área buscam analisar os canais pelo qual o câmbio real pode afetar o crescimento. Podemos citar quatro diferentes canais que são mais discutidos no meio acadêmico. Faremos isso em cada uma das próximas quatro seções. Poucos são os estudos sobre o tema, que buscam mostrar teórica e empiricamente, os possíveis efeitos maléficos que desvios do câmbio real e/ou sua volatilidade podem ter sobre o crescimento econômico de países. Faremos uma breve análise destes na última seção deste capítulo.

No capítulo seguinte, analisaremos com mais detalhe a evidência teórica a respeito das relações mencionadas no capítulo anterior e que são de extrema importância para o estudo: relação entre poupança e câmbio real e entre poupança e crescimento.

2.1. Câmbio Real como Política Econômica Expansionista ou Contracionista?

A visão keynesiana tradicional argumenta que a desvalorização cambial ao estimular as exportações líquidas deve, através do efeito multiplicador, elevar a demanda agregada, e em última instância, elevar a produção doméstica e o emprego. Nesse caso, desvalorizações cambiais são vistas como políticas expansionistas que são capazes de gerar um crescimento que se autofinancia. Entretanto, esta visão foi bastante debatida tanto nos estudos teóricos quanto nos

fatos históricos: são dois os estudos mais citados que se propõe a mostrar que as desvalorizações cambiais podem na verdade apresentar efeitos contracionistas sobre o produto.

Diaz-Alejandro (1965) realiza um exercício de comparação do desempenho econômico da Argentina antes e depois da desvalorização de 1959. Depois de estudar o período de 1955 a 1961, concluiu que a desvalorização do peso teve efeitos contracionistas sobre a economia Argentina. Esse impacto adverso ocorre, segundo o autor, devido à redistribuição de renda para os setores mais poupadores, consequência da desvalorização cambial, que reduz os salários reais e, portanto reduz a renda dos trabalhadores (setor menos poupador) e aumenta os lucros das firmas. Com isso, o consumo e a absorção real da economia caem e o crescimento econômico se reduz.

Edwards (1989b) por sua vez analisa 39 episódios de desvalorizações para observar a reação do produto agregado durante o período de três anos antes da desvalorização e 3 anos depois. O autor notou que o crescimento do PIB começou a decair antes de a desvalorização começar, e assim pôde inferir que a instituição de controles cambiais e de comércio anterior aos episódios criou sérias distorções que acabaram por prejudicar o desempenho econômico dos países analisados. No mesmo estudo, além de uma análise factual, realiza uma análise por grupo de controle, comparando desempenho econômico de países que passaram por episódios de desvalorização com outros que não passaram. Além disso, faz uma análise econométrica. Em todos os três estudos, encontra que episódios de desvalorização cambial são acompanhados por períodos de queda no crescimento da economia, e, além disso, a contração na economia pode ocorrer até mesmo antes do episódio.

2.2. Câmbio Real e a Produtividade no Setor de Tradables

O canal mais usual e comumente citado na literatura é aquele que relaciona a taxa de câmbio real com o desempenho do setor de bens tradables, no sentido de exercer um papel crucial nos ganhos de produtividade deste. Tal argumento surgiu da observação da experiência de uma série de países asiáticos que adotaram uma estratégia de desenvolvimento conhecida como “*Export-Led Growth*”. Dollar

(1992) é um dos estudos mais famosos nessa literatura que argumenta que, câmbio real mais competitivo (mais desvalorizado) incentiva o setor de bens comercializáveis a investir na busca de inovações tecnológicas (P&D) atuando na direção de elevar a produtividade da economia, uma vez que os ganhos potenciais de produtividade no setor de bens comercializáveis são maiores em relação àqueles nos setores de bens não comercializáveis. Hausmann, Hwang e Rodrick (2005) e Alvarez e Lopez (2006) mostram que existe uma série de externalidades positivas para a economia associadas a estímulos para setores exportadores, que podem levar um país a acelerar sua taxa de crescimento.

Aguirre e Calderón (2005) apresentam resultados empíricos para uma amostra de 60 países no período de 1965-2003 que segue em parte essa linha de argumentação. Como já mencionado anteriormente, os autores encontram que sobrevalorizações reais são prejudiciais ao crescimento, ao passo que subvalorizações produzem um efeito não linear: Desvalorizações de até 12% com relação ao equilíbrio elevam o crescimento de longo prazo em até 0.5%. Mas para desvios além de 12%, o impacto passa a ser negativo para o crescimento. Por outro lado, mostram que sobrevalorizações sempre apresentam impacto negativo sobre o crescimento.

Também nessa mesma linha, utilizando uma amostra de 93 países entre 1975-1992, Razin e Collins (1997) encontram um efeito não linear entre desvios do câmbio real e crescimento. Pequenas subvalorizações podem ser benéficas, mas grandes desvios geram impactos negativos sobre o crescimento; enquanto que sobrevalorizações são sempre ruins para o crescimento.

2.3. Câmbio Real, Poupança e Investimento.

Outra vertente desta literatura argumenta que de fato o câmbio real mais desvalorizado pode afetar o crescimento, mas que o canal pelo qual isso ocorre não é o de aumento da demanda agregada, nem do aumento da produtividade advindo do estímulo ao setor exportador. Argumentam que o canal importante é aquele em cuja redistribuição da riqueza oriunda da desvalorização do câmbio real, gera um aumento na poupança doméstica e, portanto inicia um processo de acumulação de capital.

Levy-Yeyati e Sturzenegger (2006) são os principais defensores dessa tese. Em seu estudo, documentam que nos anos 2000 houve (e ainda há) uma tendência de países em desenvolvimento, principalmente, intervirem pesadamente para limitar apreciações cambiais. A intervenção para evitar grandes depreciações cambiais devido ao risco para os balanços patrimoniais do governo e das firmas altamente dolarizadas nos anos 90, ficou conhecido na literatura como “Medo da Flutuação”⁷.

Os autores fazem também uma análise empírica da eficácia das políticas de intervenção em manter o câmbio depreciado. Para isso, estimam uma regressão em painel do câmbio real em seus principais determinantes (termos de troca, produto dos principais parceiros comerciais e influxo de capitais) e incluem defasagens e valores correntes da variável de intervenção calculada pelos autores, da seguinte forma:

$$Int_{s,j} = \sum_{t=1}^{12} \frac{1}{12} (R_{s,j,t} - R_{s,j,t-1}) \quad (2.3.1)$$

Onde s indexa o país, j indexa o ano, e t indexa os meses. Define-se R como as reservas líquidas em dólares:

$$R_{s,j,t} = \frac{AtivosExternos_{s,j,t}}{M_{s,j,t}} \quad (2.3.2)$$

Na fórmula acima, M é a medida mais ampla de meios de pagamento.

Encontram que um aumento de 10% na razão reservas/meios de pagamento tem efeito de aumentar (depreciar) a taxa de câmbio real em 1.1%.

Em um terceiro exercício, observam que a variável de intervenção cambial tem impacto positivo sobre o crescimento do produto, e sobre o crescimento da produtividade do trabalho. Por último, investigam qual o canal responsável por essa relação positiva entre intervenção cambial e crescimento. Através da análise de regressões, concluem que o canal relevante não é aquele do crescimento voltado para o setor exportador, como afirma Dollar (1992), mas sim pelo

⁷O primeiro paper a lidar com esse tema (“Fear of Floating”) foi de Calvo e Reinhart (2002)

aumento na poupança, proporcionado pela redistribuição de riqueza dos trabalhadores (classe menos poupadora) para firmas (classe mais poupadora). Essa distribuição ocorre devido à queda nos salários reais decorrente da depreciação do câmbio real. Encontram que a poupança doméstica aumenta em 0.5 pontos percentuais após uma intervenção de 10%, e 1 ponto percentual se a intervenção dura três anos consecutivos.

Apesar de concluir que as intervenções cambiais podem ter efeito positivo sobre o crescimento, alertam para o efeito negativo dessas sobre a inflação.

2.4. Câmbio Real e a Alocação Ótima de Capital entre Setores

Um dos mais recentes argumentos utilizados para defender a tese de que câmbio real pode ter impacto sobre o crescimento, mais especificamente, que desvalorizações cambiais podem ter efeito positivo sobre o crescimento, surgiu com Rodrick (2007).

Em seu estudo o autor argumenta que as atividades do setor de bens comercializáveis nos países em desenvolvimento sofrem de forma desproporcional com falhas de mercado, falhas institucionais e incompletudes contratuais que fazem com que o país permaneça pobre. Depreciações sustentadas do câmbio real aumentam a lucratividade do investimento no setor de tradables, e assim, atuam como uma resposta de “*second best*” de forma a aliviar os custos destas distorções.

Em seu modelo, o autor mostra que quando as distorções no setor de tradables são muito grandes, este deixa de atrair investimentos e, portanto, seu tamanho se reduz. Então, a alocação de recursos (principalmente de capital) e a taxa de crescimento nesta economia deixam de ser ótimos. Dessa forma, uma política que leve a um aumento do preço relativo dos bens tradables, poderia mover a economia para mais próxima da alocação ótima de capital entre setores, e assim da taxa de crescimento máximo.

Apesar de reconhecer que a resposta de “*first best*” desta economia seria atacar as distorções que causam a sub-alocação de recursos, o autor admite que essa solução não é simples. Dessa forma, parece mais atrativo fazer políticas que

influenciem o preço relativo entre *tradables* (bens comercializáveis) e *não tradables* (bens não comercializáveis).

2.5.

Desalinhamentos e volatilidade do câmbio afetando negativamente o crescimento de países

Como mencionamos anteriormente, os estudos que procuram mostrar os potenciais efeitos negativos tanto de desalinhamentos cambiais quanto da volatilidade do câmbio real sobre o crescimento econômico de países não são tão abundantes na literatura quanto aqueles que se ocupam em mostrar os benefícios da manutenção do câmbio real desvalorizado. Dentre estes poucos, consideramos dois, como os mais representativos da classe: Edwards (1989) e Aghion, Bacchetta, Ranciere e Rogoff (2005).

O artigo de Edwards (1989d), procura mostrar que a manutenção da taxa de câmbio real em níveis considerados “errados” pode gerar distorções nos preços relativos entre bens comercializáveis e não comercializáveis da economia, que se mantidos por um período considerável de tempo, acabam fornecendo sinais incorretos para os agentes econômicos, e com isso, podem afetar a capacidade de distinção destes com relação aos reais ganhos de produtividade associados a cada um dos setores da economia. Isto acarretaria uma alocação sub-ótima de capital e de recursos produtivos dentre os diferentes setores da economia. A instabilidade gerada com essa “miopia” por parte dos agentes econômicos se mostra extremamente maléfica para o crescimento econômico dos países, segundo o autor.

Em seu estudo, Edwards analisa o impacto de desalinhamentos cambiais (com base na medida de câmbio de equilíbrio calculada pelo autor) para 23 países, durante dois períodos separadamente: primeiramente de 1965-1971 e no segundo período, de 1978-1985. Seus achados mostram que durante o primeiro período, a instabilidade do câmbio real não aparenta ter efeitos significativos sobre o crescimento econômico, enquanto que para o segundo, existe evidência clara que maior instabilidade cambial (seja no sentido de desvalorização ou sobrevalorização), aparece negativamente associada com pior performance de indicadores macroeconômicos, como por exemplo, crescimento do PIB e a razão de investimento sobre o PIB.

O segundo paper considerado como representativo da área acadêmica que procura mostrar a possível relação negativa entre câmbio real e crescimento é o estudo de Aghion, Bacchetta, Ranciere e Rogoff (2005).

No estudo, os autores fazem uma análise empírica para 83 países durante o período de 1960-2000 usando técnicas de painel dinâmico, onde procuram mostrar que o impacto da volatilidade do câmbio real sobre o crescimento da produtividade de países depende criticamente do nível de desenvolvimento financeiro dos mesmos. Em seu modelo, o lucro das firmas é diretamente afetado pela volatilidade do câmbio real, uma vez que os salários pagos são fixados anteriormente, enquanto que o valor do bem produzido está sujeito às variações de preço causadas por variações na taxa de câmbio real do país. Esta incerteza gerada pela volatilidade cambial acaba por exacerbar os efeitos negativos sobre o investimento produtivo que tais firmas planejam fazer, que as restrições no mercado de crédito geram em certos países.

Os resultados apresentados no estudo mostram que para países com baixo grau de aprofundamento financeiro, a volatilidade do câmbio real ao afetar o lucro das firmas aumenta as incertezas relativas aos projetos de investimentos produtivos de firmas empreendedoras, em um ambiente já incerto devido às restrições de crédito. Dessa forma, a volatilidade cambial acaba por reduzir o estoque de investimentos produtivos que conseguirão fundos no mercado, e, portanto tem efeito de reduzir o crescimento da produtividade destes países.