

## 6 Conclusão

Neste trabalho investigamos a relação entre câmbio real, mais precisamente entre desvios do câmbio real com relação a um nível de equilíbrio e crescimento econômico de longo prazo. A diferença fundamental entre este e os estudos existentes na literatura sobre o tema é a inclusão da poupança doméstica na análise. Controlando por tal variável na estimação da relação entre câmbio de equilíbrio e seus fundamentos, parece-nos que os desvios cambiais, calculados como a diferença entre o câmbio real observado e o câmbio de equilíbrio, não têm efeito sobre o crescimento econômico de longo prazo.

Este resultado sugere, que a relação causal obtida em AC, e em outros estudos comumente citados na literatura, entre desvalorizações cambiais abaixo do nível de equilíbrio e maior crescimento de longo prazo, deve estar na verdade refletindo a relação entre as duas variáveis de interesse e a poupança doméstica dos países.

No capítulo 2 fizemos uma breve discussão sobre as teorias geralmente utilizadas para justificar a relação positiva ou negativa entre câmbio real (ou desvios deste com relação ao nível de equilíbrio) e crescimento econômico. Vimos que em sua maioria, a literatura considera o câmbio real mais desvalorizado como importante fonte de promoção do crescimento, seja via aumento na produtividade do setor de bens comercializáveis, seja via aumento da poupança e, por conseguinte, no investimento, ou via correção de distorções existentes em algumas economias.

A evidência teórica apresentada no capítulo 3 mostra, entretanto, que tais estudos falham em estabelecer uma relação que consideramos importante para o estudo do tema: a relação entre poupança e câmbio real e poupança e crescimento. Ao mesmo tempo em que, tudo o mais constante, países com maiores estímulos a poupança doméstica apresentam câmbio real mais desvalorizado, mostramos também evidência de que os mesmos, por disporem de mais fundos disponíveis para o financiamento de investimentos produtivos (com investidores estrangeiros

mais familiares com a fronteira tecnológica), apresentam maiores taxas de crescimento da produtividade. Dessa forma, fica clara a importante dinâmica que existe entre essas três variáveis: câmbio e poupança, e desta para o crescimento.

A abordagem empírica utilizada para testar a hipótese acima, exposta no capítulo 4, também difere daquela normalmente utilizada na literatura em vários aspectos. Além de a nossa amostra constituir-se de 80 países, sendo maior do que a média das amostras utilizadas nos estudos, utilizamos o método de GMM em diferenças para estimar a relação dinâmica entre câmbio real e seus fundamentos. Esse método nos permite tratar a dinâmica e a endogeneidade existente entre o câmbio real e alguns de seus fundamentos, o que muitas vezes é deixado de lado nos estudos sobre o tema. Dessa forma, acreditamos estar tratando da maneira mais correta possível a dinâmica do câmbio real de equilíbrio.

Os resultados encontrados na primeira parte do capítulo 5 mostram que um aumento na poupança doméstica de um país relativamente a de outros países da amostra, gera uma substancial desvalorização real após o período total de ajustamento do câmbio real, que devido a sua estrutura autorregressiva, calculamos ser de 4.88 anos. Esse resultado confirma a evidência teórica exposta na secção 3.1. Já na segunda parte do estudo, concluímos que além dos determinantes usuais e bastante discutidos na literatura de crescimento econômico de longo prazo, políticas de estímulo à poupança doméstica também podem ter papel fundamental no processo de crescimento de um país, enquanto que os desvios cambiais que não caracterizados por mudanças nos fundamentos do câmbio de equilíbrio, não parecem ter nenhuma correlação com o crescimento de longo prazo.

Esses resultados são corroborados pela análise de robustez apresentada no mesmo capítulo, onde de fato concluímos que a inclusão da poupança na análise da relação entre câmbio real e crescimento é essencial, e torna o efeito de desvalorizações cambiais (com relação ao nível de equilíbrio do câmbio real) sobre o crescimento econômico, irrelevante.

Os estímulos à poupança a que nos referimos, podem se dar tanto devido a uma mudança no comportamento do consumidor, provocada, por exemplo, por uma reforma na previdência, que por sua vez levaria a um aumento na poupança privada, quanto por uma mudança no comportamento do governo, por meio de uma política fiscal contracionista de redução dos gastos públicos, que levaria a um

aumento na poupança pública, por exemplo. Ambas as políticas contribuiriam para um aumento na poupança doméstica.

Mostramos que uma elevação na poupança doméstica dos países em desenvolvimentos (18%) para níveis de países desenvolvidos (24%), pode gerar um aumento no crescimento de até 1.68% ao ano. Enquanto que, tentativas de manter o câmbio mais ou menos desvalorizado do que o nível de equilíbrio, não nos pareceu influenciar o desempenho econômico de países no longo prazo.

A maior contribuição deste estudo é mostrar que sendo o câmbio real um preço relativo, não deve ser controlado e, portanto não deve ser usado como política de fomento ao crescimento econômico. Entretanto, este responde a políticas econômicas que influenciam tanto a oferta quanto a demanda agregada na economia. E, algumas dessas políticas ao mesmo tempo em que impactam o nível do câmbio de equilíbrio, também têm efeito relevante sobre o crescimento econômico de longo prazo.

O resultado desta dissertação sugere que intervenções no mercado de câmbio, que não são acompanhadas por alguma mudança de política pública, e que visam manter o nível do câmbio real mais desvalorizado do aquele vigente devido às forças de mercado geram um desequilíbrio cambial que deve ser temporário e não deve ter impacto sobre o crescimento de longo prazo de um país.