

# Desvalorização, Crescimento e a Relação entre Poupança Doméstica e Câmbio

Pedro Cavalcanti Ferreira\*

Renato Fragelli Cardoso\*\*

## Introdução

O argumento de Bresser-Pereira sobre desenvolvimento econômico e política cambial, exposto no artigo “A Tendência à Sobrevalorização da Taxa de Câmbio,” reflete uma linha de pensamento que vem defendendo há tempos o controle de câmbio como política de crescimento. Neste caso específico, segue a seguinte lógica: 1) A política cambial é a mais estratégica entre as políticas macroeconômicas destinadas a estimular o desenvolvimento; a taxa de câmbio “competitiva” e as exportações têm papel central no desenvolvimento. O câmbio desvalorizado seria importante para “tornar competitivas as empresas comerciais que usam a melhor tecnologia disponível no mundo.” Cita Dollar (92), entre outros, para defender a relação empírica “evidente” de uma relação entre câmbio competitivo e desenvolvimento econômico. Esta parte do raciocínio, segundo o autor, estaria estabelecida e incontroversa. 2) Haveria uma tendência à sobrevalorização da taxa de câmbio nos países em desenvolvimento devido à Doença Holandesa (entrada de divisas devido às exportações de commodities) e às altas taxas de lucro e juros que tendem a prevalecer no país, o que atrairia capitais externos, valorizando o câmbio; 3) Logo, para se desenvolverem, os países necessitam neutralizar a tendência à

---

\* Professor da Escola de Pós-Graduação em Economia da Fundação Getúlio Vargas – Rio de Janeiro. Fundação Getúlio Vargas - RJ, Praia de Botafogo, 190/1100 - Botafogo. CEP: 22253-900 - Rio de Janeiro, RJ. Tel.: (21) 37995840 Fax: (21) 25538821. E-mail: Pedro.Ferreira@fgv.br

\*\* Fundação Getúlio Vargas – RJ, Instituto Brasileiro de Economia, Escola de Pós-Graduação em Economia. Praia de Botafogo, 190 sala 1100. Botafogo. CEP: 22250-900 - Rio de Janeiro, RJ. Tel.: (21) 25595839 Fax: (21) 25538821. E-mail: Fragelli@fgv.br

sobrevalorização da taxa de câmbio. Segundo o autor, países emergentes que assim o fizeram cresceram bem mais.

Esta nota irá discutir o artigo de Bresser-Pereira focando nos pontos acima. Pretendemos mostrar que a evidência sobre o que o autor considera estabelecido é fraca e que, ao ignorar a relação entre poupança doméstica e regime de câmbio, superestima a capacidade de os países controlarem a taxa real de câmbio.

## Câmbio e Desenvolvimento

É importante notar que o que o autor coloca como evidente e estabelecido – o vínculo entre desenvolvimento e desvalorização cambial – está longe de constituir uma verdade empírica. Ao contrário, na extensa literatura recente do campo de crescimento, evidências nesta direção são exceções e não se sustentam ante os mais básicos testes de robustez. Isto é, tendo sido obtida via *growth regressions* clássicas de forma reduzida, sofrem dos problemas usuais deste tipo de metodologia e, via de regra, perdem significância ante perturbações mais sofisticadas nos modelos utilizados.

Não por acaso, a profissão vem dando escassa atenção ao tópico fora do Brasil. Por exemplo, em todos os 28 capítulos e cerca de 1800 páginas dos dois volumes do *HandBook of Economic Growth*, não há nenhum capítulo dedicado à política cambial, uma indicação de que o consenso é de sua pouca importância para o crescimento. Pior, nas poucas páginas dedicadas ao tópico (Easterly, 2005) demonstra-se de maneira convincente não haver relação robusta entre valorização/desvalorização cambial e crescimento econômico dos países. Esse artigo é uma resenha sobre políticas públicas e crescimento econômico, que utiliza uma base de dados em painel de 1960-2000 e diferentes metodologias econométricas. Na grande maioria das regressões, tanto utilizando efeito fixos quanto métodos dinâmicos (Arellano e Bond), o impacto do câmbio sobre o crescimento nunca é significativo – embora o seja em uma regressão que utiliza *between regressions*. O autor mostra também que a associação entre

as duas variáveis em regressões em *cross-section* dependente em grande medida de valores extremos (*outliers*).

Obviamente, esse artigo não é o único nem o primeiro a chegar a esta conclusão. Easterly e Levine (2002) empreendem uma investigação da importância relativa de instituições, política econômica e geografia para o desenvolvimento de longo prazo dos países. Utilizam a mesma variável que Dollar (1992) – a principal referência do tema – utilizou para estabelecer a ligação entre câmbio e crescimento. O principal resultado é que, uma vez controlado por instituições, não há qualquer evidência de que política cambial afete o desenvolvimento econômico. Em todas as regressões estimadas – veja a Tabela 5 do artigo – o coeficiente da variável *real exchange rate overvaluation* não é estatisticamente diferente de zero, o que mostra que o resultado de Dollar (1992), entre outros, não se sustenta em um modelo mais geral que inclua variáveis representativas de instituições. Outros estudos que investigam robustez de regressões de crescimento, como Levine e Renelt (1992) e Sala-i-Martin (1997) também não indicam relevância do câmbio.<sup>1</sup>

Em artigo mais recente, Aguirre e Calderon (2005) estimam uma relação positiva entre câmbio real desvalorizado e crescimento econômico. Entretanto, Wajnberg (2008) mostra que esse resultado é consequência da omissão da variável de poupança doméstica na estimação do câmbio de equilíbrio por esses autores. Estimativas econométricas neste trabalho mostram que os desvios cambiais, ao levarem em consideração o efeito da poupança sobre o câmbio de equilíbrio, não parecem ser correlacionados com o crescimento econômico. Da mesma forma, Rodrik (2007) também encontra evidências, em um modelo teórico, de relação entre desvalorização e crescimento. Entretanto, uma análise mais cuidadosa desse modelo – veja Carta do IBRE na revista *Conjuntura Econômica*, de maio de 2008 – mostra que a variável exógena é poupança doméstica, e não o câmbio, que é endógeno e responde à poupança.<sup>2</sup>

Em suma, é nula ou muito fraca, e certamente pouco robusta, a evidência de que haja qualquer relação entre crescimento ou desenvolvimento de um lado e taxa de câmbio do outro.

E quanto ao impacto do câmbio sobre a produção industrial, isto é, o segundo ponto do argumento? Aqui há de se levar em conta que o

próprio autor diz que este efeito ainda há de ser provado empiricamente. Entretanto, um olhar casual para o crescimento industrial brasileiro (antes da atual crise econômica) revela que, em um período no qual o câmbio se valorizou intensamente (2002-2008), não há qualquer evidência de desindustrialização ou de especialização em setores de baixa tecnologia.

Utilizando uma série de câmbio real que leva em conta uma cesta de moedas disponível do IPEADATA, constata-se que, entre 2002 (taxa média) e agosto de 2008, o Real desvalorizou-se em cerca de um terço de seu valor. No mesmo período, segundo os dados do PIB trimestral calculado pelo IBGE, o setor industrial cresceu 33%. Já, segundo a PIM/IBGE, a produção industrial (indústria de transformação) cresceu 34%. Ainda conforme esta última pesquisa, a produção do setor de Bens de Capitais quase que dobrou (+95%), o de Máquinas e Equipamentos elevou-se em 66% e a do setor de Material Eletrônico e de Comunicação, em 30%. Estes setores são todos de alta tecnologia. Isto é, a desvalorização do câmbio no período não foi acompanhada por queda da produção industrial – que, muito pelo contrário, cresceu aceleradamente – e muito menos por retração da produção nos setores com alto conteúdo tecnológico. Estes, como vimos, se expandiram aceleradamente.

Obviamente esta correlação positiva entre valorização do câmbio e crescimento industrial não implica em causalidade. Somente indica que, pelo menos no passado recente, a primeira não foi capaz de impedir a expansão da produção manufatureira brasileira e muito menos a de setores tecnologicamente avançados. Isto é, ao contrário do que afirma o autor, não é necessário câmbio desvalorizado para “tornar competitivas as empresas comerciais que usam a melhor tecnologia disponível no mundo,” já que estas últimas tiveram um desempenho espetacular quando o câmbio estava claramente valorizado. Em nosso entender isso indicaria não haver qualquer evidência de Doença Holandesa – entendido como impacto negativo sobre produção industrial do câmbio valorizado devido exportação de commodities – ou de que, por qualquer outra causa – seja “populismo cambial”, juros altos, etc. –, a competitividade industrial tenha sido afetada pelos movimentos da taxa de câmbio.

## Câmbio e Poupança

Bresser-Pereira não é o único economista brasileiro a advogar, como estratégia para preservar a competitividade de vários setores nacionais, políticas econômicas destinadas a manter uma taxa real de câmbio desvalorizada. Como exemplo de sucesso a ser seguido, apresentam os países asiáticos, onde o acelerado crescimento econômico vem acompanhado de uma taxa real de câmbio competitiva, sem que haja pressão inflacionária.

Teria o Brasil condições de emular a estratégia asiática, sem provocar a elevação da inflação? A resposta é categoricamente negativa, pois a estratégia asiática está calcada em uma alta taxa de poupança doméstica inexistente no Brasil. É importante compreender por que, diante de uma poupança doméstica elevada, o banco central consegue facilmente manter a taxa real de câmbio desvalorizada sem provocar inflação.

Um banco central que decida manter a taxa real de câmbio desvalorizada precisará atuar no mercado de divisas comprando dólares dos exportadores. Se as compras de divisas forem pagas com emissão monetária, cedo ou tarde, surgirão pressões inflacionárias. A fim de evitar a pressão inflacionária, a emissão monetária decorrente da acumulação de divisas terá que vir acompanhada de venda de títulos do próprio banco central – ou de títulos do governo que estejam em seu ativo. Quando a poupança doméstica é alta, esses títulos são facilmente colocados no mercado, mesmo a taxas de juros baixas, pois há poupadores dispostos a comprá-los. Quando a poupança doméstica é baixa, o banco central não consegue esterilizar a pressão monetária desencadeada pela acumulação de divisas. Conclui-se que, na ausência de poupança doméstica suficientemente elevada para absorver os títulos que esterilizariam a pressão monetária decorrente da acumulação de divisas, haverá emissão monetária e, conseqüentemente, inflação.

Não cabe neste breve artigo uma discussão aprofundada sobre as causas da baixa poupança brasileira, mas vale a pena uma rápida reflexão sobre o assunto. Como exemplo de comparação, tome-se a China, país comumente citado pelos defensores da política de câmbio real desvalorizado. A soma da poupança pública com a poupança privada alcança 50% do PIB chinês. A poupança pública é elevada por dois motivos. O

primeiro é que o governo não precisa arcar com elevadas despesas previdenciárias, pois não existe um regime previdenciário público deficitário. No Brasil, os gastos com programas de aposentadoria e pensões – INSS e servidores públicos – transferem a gigantesca fração de 12% do PIB às famílias. Esses gastos representam um terço da enorme carga tributária de 36% do PIB brasileiro.

O segundo motivo é o fato de que, nos principais setores da economia chinesa, há uma empresa hegemônica estatal que, por operar como monopolista – ou quase isso – tem alta margem de lucro, o que constitui poupança pública. Vale lembrar que, num país com mercado de capitais em estágio embrionário, é natural que as empresas estatais chinesas tenham que depender de lucros retidos para financiar seus investimentos. Ademais, num regime politicamente fechado como o chinês, o governo desconsidera pressões populares por redução de margens de suas estatais. O mesmo fenômeno se observava na década de 1970 no Brasil. No Brasil democrático atual, as estatais são frequentemente chamadas a dar sua contribuição para a redução das pressões inflacionárias.

Quanto à poupança privada chinesa, ela é alta porque a inexistência de um sistema previdenciário público cria enormes incentivos econômicos à poupança pessoal. Com efeito, diante da perspectiva de insuficiência de renda na velhice, o chinês humilde que migrou do interior para trabalhar nas grandes cidades opta voluntariamente por poupar metade de sua renda do trabalho. O fenômeno é particularmente importante num país onde a política do filho único, adotada na década de 1970, não permitirá ao futuro idoso depender da ajuda de um só descendente. O consumo pessoal chinês é de apenas 35% do PIB, cerca de metade da fração observada no Brasil.

Os chineses poupam muito e os brasileiros, muito pouco. Isso não ocorre porque os brasileiros sejam intrinsecamente diferentes dos chineses, mas porque respondem a incentivos econômicos muito diferentes. Um trabalhador brasileiro de baixa renda, caso atue no setor formal, não tem estímulo a poupar, pois receberá aposentadoria integral do INSS; se estiver no setor informal, terá direito à Renda Mensal Vitalícia, um benefício mensal de um salário mínimo – o que equivale a mais de um terço da renda per capita nacional –, mesmo sem contribuir para o INSS.

No caso do trabalhador de classe média, se for servidor público, não terá incentivo a poupar, pois receberá aposentadoria integral. Somente os trabalhadores da classe média alta do setor privado têm incentivos a poupar, pois receberão do INSS uma renda mensal inferior ao salário pré-aposentadoria.

Diante da gigantesca poupança chinesa, os dólares comprados pelo banco central chinês são aplicados no exterior, sobretudo em títulos da dívida pública norte-americana. Consolidando-se o balanço patrimonial do governo com o do banco central chinês, verifica-se que os títulos da dívida pública norte-americana constituem uma conta no ativo cuja contrapartida no passivo do banco central são os títulos públicos detidos por poupadores. Do ponto de vista macroeconômico, o banco central chinês atua como um intermediário financeiro entre o poupador chinês e o governo norte-americano. Isso significa que, no futuro, quem pagará a aposentadoria do trabalhador chinês que hoje poupa metade de sua renda será o contribuinte norte-americano das próximas décadas.

O espetacular crescimento dos tigres asiáticos baseou-se na conjugação de elevada taxa de poupança doméstica, gigantesco investimento em educação, e economia aberta ao comércio internacional. Nesses países, a manutenção de uma taxa real de câmbio desvalorizada, sem que houvesse pressão inflacionária, foi consequência da elevada poupança doméstica. Ao benefício do crescimento acelerado correspondeu o sacrifício do adiamento do consumo, do esforço educacional e da resistência aos *lobbies* protecionistas.

## Comentários Finais

O ponto que nos parece mais fraco na argumentação de Bresser-Pereira é sua recomendação de política. Como discutimos acima, não há qualquer fundamento para a afirmação de que “para se desenvolverem países necessitam neutralizar esta tendência a sobrevalorização da taxa de câmbio.” Somos céticos que isto possa ser feito, dado o padrão de poupança doméstica no país. Ainda assim este é um corolário lógico do raciocínio que o autor vinha desenvolvendo. Entretanto, a proposta de

Bresser de taxar as exportações (de commodities) é por demais simplista e ignora experiências recentes catastróficas de alguns vizinhos nossos. Por exemplo, há algum tempo a Argentina vem fazendo exatamente isto em relação às exportações de carne e trigo. Como resultado, a lucratividade destes setores foi achatada, o que levou a uma queda acelerada da oferta doméstica dos mesmos. Isto está fazendo com que este país, um dos maiores e mais tradicionais produtores de carne, pela primeira vez na história, vá importar o produto. Não me parece que este quadro tenha sido levado em conta, a menos que se avalie positivo seguir a Argentina em impor políticas totalmente contrárias às vantagens comparativas do país.

A adoção de medidas destinadas a aumentar significativamente a poupança doméstica brasileira viabilizaria uma política de tipo asiática com câmbio real desvalorizado sem pressões inflacionárias. Mas isso exigiria um novo pacto intergeracional completamente distinto daquele representado pela Constituição de 1988. As gigantescas pressões pelos aumentos de gastos sociais observados na última década e meia, a resistência à reforma do sistema previdenciário, o tabu em relação à cobrança de mensalidade no ensino superior, para citar apenas alguns exemplos, refletem uma opção da sociedade brasileira por um modelo de desenvolvimento distinto do asiático.

Os entusiastas do modelo de crescimento econômico asiático têm razão em defendê-lo, mas não podem vender ilusões à sociedade brasileira. Em vez de apresentar o câmbio real desvalorizado como o ovo de Colombo do crescimento – a fórmula mágica e indolor que geraria crescimento sem sacrifícios – deveriam defender as reformas estruturais destinadas a aumentar a poupança pública e privada no Brasil.

## Notas

- <sup>1</sup> Neste estudo estima-se como robusto e significativo o impacto da variável “exchange-rate distortions” sobre crescimento dos países, mas esta variável em essência mede a distância entre taxa do mercado negro e a oficial.
- <sup>2</sup> Desenvolvermos posteriormente, em mais detalhes, a relação entre poupança e câmbio.

## Referências Bibliográficas

AGUIRRE, A. e C. CALDERÓN. “Real Exchange Rate Misalignments and Economic Performance”. *Working Papers*, nº 315, Banco Central de Chile, 2005.

DOLLAR, David. “Outward-oriented developing economies really do grow more rapidly: evidence from 95 LDCs, 1976–1985.” *Economic Development and Cultural Change* 40: 523-44, 1992.

EASTERLY, W. “National Policies and Economic Growth: A Reappraisal,” Handbook of Economic Growth, in: Philippe Aghion & Steven Durlauf (ed.), *Handbook of Economic Growth*, edition 1, v. 1, chapter 15, pp. 1015-1059 Elsevier, 2005.

EASTERLY, W. and R. Levine. “Tropics, Germs and Crops: How Endowment Influenced Economic Development”, *Journal of Monetary Economics*, v 50.1, pp. 3-39, 2003.

LEVINE, R. and D. Renelt. “A Sensitivity Analysis of Long Run Growth,” *American Economic Review*, 82, pp. 942-63, 1992.

RODRIK, Dani. “The real exchange rate and economic growth: theory and evidence”, John F. Kennedy School of Government, Harvard University, Cambridge, MA, July 2007, 2007.

SALA-I-MARTIN, X. “I Just Ran Four Million Regressions”, *NBER Working Paper* nº 6252, 1997.

WAJNBERG, T. “Desalinhamentos Cambiais e Crescimento Econômico: Um estudo sobre a relação entre câmbio, poupança e crescimento”. Dissertação (Mestrado em Economia) – Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, 2008.