

CAPÍTULO 4

A TENDÊNCIA DA TAXA DE CÂMBIO À SOBREALORIZAÇÃO

A teoria econômica e o senso comum nos dizem que os países de renda média devem gradualmente fazer o *catching up*, ou seja, alcançar o nível de desenvolvimento dos países ricos. Nos últimos 30 anos, vários países, em particular os países asiáticos de crescimento rápido, confirmaram essa previsão, mas, para atingir esse resultado, adotaram estratégias nacionais de desenvolvimento que no capítulo anterior chamei de “novo-desenvolvimentismo”. Para mim, a questão que se levantou em seguida foi saber, dentre as políticas que formam o novo-desenvolvimentismo, quais são aquelas estratégias, as que acarretarão mais efetiva e prontamente um crescimento rápido. Embora sem minimizar a importância das principais variáveis de oferta que afetam a taxa de crescimento (educação, progresso tecnológico e investimento em infraestrutura), entendo que a decisão de crescer com poupança interna e as variáveis de política macroeconômica do lado da demanda – rígida política fiscal, taxa moderada de juros e taxa de câmbio competitiva – são as variáveis-chave. Para chegar a essa conclusão, observei o que estava acontecendo nos

países asiáticos dinâmicos – quais políticas foram estratégicas em seu processo de crescimento. A observação não deixou dúvida alguma. Por outro lado, as reformas institucionais não são tão urgentes como geralmente se supõe. Instituições de longo prazo estão correlacionadas ao *nível de*, mas não à *taxa de* desenvolvimento econômico; os países ricos são também aqueles que têm instituições mais elaboradas e respeitadas, mas é impossível vincular as reformas institucionais à taxa de crescimento. As reformas institucionais são sempre necessárias, mas raramente precedem o crescimento econômico: levam tempo para amadurecer, para se converter em lei e serem aplicadas. Na verdade, a instituição-chave para o crescimento é a estratégia nacional de desenvolvimento, ou seja, a soma de objetivos, normas e políticas formais e informais que uma nação adota para orientar o crescimento econômico e a competição internacional.

Ao identificar as políticas macroeconômicas como as políticas estratégicas no processo de crescimento, adotei uma abordagem da macroeconomia do desenvolvimento. Meu passo seguinte foi estabelecer claramente, dentre as políticas macroeconômicas, a taxa de câmbio como a mais estratégica. Três fatores explicam essa escolha: o papel da taxa de câmbio no crescimento econômico é estratégico, a literatura sobre o assunto é pobre e a ideia de que há nos países em desenvolvimento uma tendência da taxa de câmbio a se tornar sobrevalorizada é nova. Outras variáveis macroeconômicas, como inflação, e outras ferramentas de política, como taxa de juros e política fiscal, são obviamente relevantes, mas não as discutirei sistematicamente. Neste capítulo, argumento que há nos países em desenvolvimento uma tendência estrutural da taxa de câmbio à sobrevalorização. Assim, a taxa de câmbio não varia em torno de uma taxa de equilíbrio, como supõe a teoria econômica. Se as autoridades econômicas não conseguirem neutralizar essa tendência, a taxa de câmbio irá se valorizar, em primeiro lugar em razão da doença holandesa e, em segundo, em razão da atração que os países em desenvolvimento exercem sobre o capital estrangeiro. Políticas que busquem atrair capital estrangeiro apreciarão ainda mais a moeda nacional. Na ausência de políticas destinadas a neutralizar a tendência à sobrevalorização, a moeda nacional irá se valorizar até o ponto em que irrompa uma crise do balanço de pagamentos. Como o capitalismo é essencialmente dinâmico, o país não deixará de crescer, mas crescerá lentamente, e não experimentará o *catch up*.

Os três capítulos anteriores ofereceram uma abordagem da economia política ao desenvolvimento econômico; este e os três capítulos restantes fornecerão uma abordagem da macroeconomia do desenvolvimento. Neste capítulo, argumento que existe, em todos os países em desenvolvimento, uma tendência estrutural da taxa de câmbio a se sobrevalorizar. Inicialmente, discuto a relação entre taxa de câmbio e crescimento econômico. A doença holandesa e a política de crescimento com poupança externa provocam a sobrevalorização da taxa de câmbio, a primeira a longo prazo, a segunda a curto prazo; a primeira é um grande obstáculo à industrialização ou à diversificação da economia, enquanto a segunda provoca a apreciação da taxa de câmbio e, conseqüentemente, a substituição da poupança interna pela poupança externa, além de, muitas vezes, provocar crises do balanço de pagamentos.

TAXAS DE CÂMBIO E CRESCIMENTO

Para se desenvolver, um país deve manter seu orçamento público em equilíbrio, sua taxa de juros moderada e sua taxa de câmbio competitiva. Eu sabia disso há muito tempo, e também sabia que, dessas três variáveis políticas, *a mais estratégica era a taxa de câmbio*, pois é um poderoso determinante não apenas das exportações e importações, mas também dos salários, do consumo, dos investimentos e da poupança. Assim, uma taxa de câmbio competitiva – uma taxa de câmbio que não esteja nem sobrevalorizada nem depreciada – desempenha papel importante no desenvolvimento econômico. Mas esse fato não foi reconhecido pela teoria do crescimento; a taxa de câmbio não era vista como um objeto de estudo legítimo pelos economistas preocupados com o crescimento econômico. Somente alguns trabalhos empíricos contestaram essa visão, mas não eram suficientemente focados e claros para mudar a opinião dominante. As pesquisas sobre o assunto começaram com um importante estudo feito por Dollar (1992, p. 535), relacionando taxa de câmbio a crescimento, seguido pelos trabalhos de Sachs e Warner (1999) e Razin e Collins (1997). Dollar assumiu que os países latino-americanos e africanos tendem a ter taxas de câmbio mais elevadas do que os países asiáticos, e concluiu que, se tivessem adotado padrões asiáticos de taxa de câmbio, seu crescimento anual médio no período 1976-85 teria sido, respectivamente, 1,5 e 2,1 pontos percentuais maiores do que efetivamente ocorreu. De acordo com Dollar, “esses resul-

tados implicam fortemente que a liberalização do comércio, a desvalorização da taxa de câmbio real e a manutenção de uma taxa de câmbio real estável poderiam melhorar dramaticamente o desempenho do crescimento em muitos países pobres”. Outros estudos (Benaroya e Janci, 1999; Easterly, 2001; Bresser-Pereira e Nakano, 2002b; Fajnzylber et al., 2004; Gala, 2006; Johnson, Ostry e Subramanian, 2007; Levy-Yeayti e Sturzenegger, 2007; Rodrik, 2007) também mostraram que uma taxa de câmbio menor garantiria maiores taxas de crescimento aos países em desenvolvimento. Usando a base de dados de Dollar, Easterly estudou o período 1960-99; seu objetivo era explicar por que as reformas orientadas para o mercado realizadas nas décadas de 1980 e 1990 não provocaram os resultados esperados em termos de crescimento. Uma das explicações que ele encontrou foi que certas moedas, como o peso mexicano, valorizaram-se em termos reais; outras, como o real brasileiro e o peso argentino, permaneceram constantes; enquanto algumas moedas asiáticas se depreciaram até 1990 e, então, se valorizaram até a crise do balanço de pagamentos de 1997. Gala (2006) completou os dados de Dollar e Easterly e corrigiu-os, levando em conta as diferentes taxas de produtividade dos países em estudo e a consequência que elas deveriam ter sobre as taxas de câmbio reais relativas. As moedas dos países asiáticos que estão experimentando aumento de produtividade acima da média, como Coreia ou Taiwan, deveriam ter-se valorizado em relação às outras, como prevê a regra Harrod-Balassa-Samuelson. Mas isso não aconteceu. A conclusão do estudo econométrico de Gala foi clara: os países asiáticos mostraram claramente taxas de câmbio mais competitivas do que os latino-americanos e, por essa razão, cresceram mais rapidamente.

A relação entre uma taxa de câmbio competitiva e o desenvolvimento econômico torna-se clara, evidenciando também até que ponto a política cambial é estratégica. Mas não podemos simplesmente assumir que a taxa de câmbio tenda ao equilíbrio e, portanto, seja competitiva. Se é difícil manter o orçamento público em equilíbrio razoável e a taxa de juros em nível global moderado, é consideravelmente mais difícil manter a taxa de câmbio competitiva, porque não se espera que os formuladores de políticas se comportem apenas moderada e razoavelmente; eles precisam também neutralizar proativamente uma tendência estrutural: a tendência da taxa de câmbio à sobrevalorização.

Embora irrefutável no aspecto econométrico, a literatura recente sobre o tema apresenta dois problemas: confunde as taxas de câmbio competitivas

com as depreciadas e carece de uma teoria ou de um mecanismo de transmissão para explicar por que uma taxa de câmbio meramente competitiva provoca o crescimento econômico em países de renda média. A confusão entre a taxa de câmbio competitiva e a depreciada foi um erro pelo qual eu também sou culpado. Durante muitos anos, desde a década de 1970, eu estava convencido de que uma “moeda relativamente depreciada” era uma explicação central para o rápido crescimento econômico. Assim, eu reconhecia o papel central que a taxa de câmbio desempenha no desenvolvimento econômico, mas sugeria que seu nível médio era um resultado artificial da intervenção no mercado financeiro. Em outras palavras, eu estava dizendo que essa taxa de câmbio relativamente depreciada era produto de uma intervenção desenvolvimentista no mercado que poderia ser acusada de ser “neomercantilista” ou de *beggaring thy neighbor* [empobrecer seu vizinho]. Desde 2007, porém, depois de ter desenvolvido meu modelo sobre a doença holandesa (Bresser-Pereira 2008), percebi, em primeiro lugar, que essa doença e também as maiores taxas de lucro e de juros que tendem a prevalecer nos países em desenvolvimento eram duas causas estruturais da tendência da taxa de câmbio à sobrevalorização. Em segundo lugar, percebi que a neutralização dessa tendência era uma condição para o crescimento rápido nos países de renda média, e que a taxa de câmbio resultante não era relativamente depreciada, mas apenas competitiva. Em terceiro lugar, dado o modelo da doença holandesa que desenvolvi – distinguindo uma taxa de câmbio de equilíbrio “corrente”, que corresponde à taxa de mercado, de uma taxa de câmbio de equilíbrio “industrial”, que torna competitivas empresas comerciais que usam a melhor tecnologia disponível no mundo e que, portanto, corresponde ao que chamo de uma taxa de câmbio competitiva –, ficou claro que o mercado não tende para essa taxa, mas para uma taxa sobrevalorizada: a taxa de câmbio de equilíbrio corrente.

Uma taxa de câmbio competitiva é uma condição para o crescimento econômico. Mas desde a década de 1990, essa condição não esteve presente na maioria dos países em desenvolvimento, em particular nos países latino-americanos e africanos. Eles não têm a necessária taxa de câmbio “relativamente desvalorizada” ou, como prefiro chamá-la hoje em dia, uma taxa de câmbio “competitiva”. Antes dos anos 1990, os países latino-americanos conseguiram manter a taxa de câmbio competitiva, na medida em que as

políticas desenvolvimentistas que adotaram implicavam moedas rigidamente administradas. Para evitar a sobrevalorização, suas taxas nominais de câmbio eram modificadas por impostos sobre importação e subsídios à exportação. No caso do Brasil, por exemplo, nos anos 1970, como os impostos sobre a importação estavam em torno de 50% e os subsídios à exportação para quase todos os produtos, exceto o café, eram também de 50%, a taxa de câmbio efetiva era 33% menor do que a taxa nominal; os exportadores de café pagavam um imposto de 33%.

Em torno da taxa de câmbio, existem interesses óbvios. Não podemos escapar da economia política envolvida. Nenhum país aceita que seus competidores desvalorizem artificialmente suas moedas. Isso é visto como desleal – como uma forma “neomercantilista” de *beggar thy neighbor* [empobrecer seu vizinho]. De acordo com a teoria econômica convencional, os países asiáticos e, em especial, a China estão crescendo à custa de seus concorrentes por manterem artificialmente depreciadas suas taxas de câmbio. Mas enquanto esses países estão apenas neutralizando a tendência da taxa de câmbio à sobrevalorização, ou estão simplesmente neutralizando a doença holandesa e rejeitando a política de crescimento com poupança externa, que inunda seus países com moeda estrangeira de que eles não necessitam, o argumento neomercantilista deixa de fazer sentido.

Neste capítulo, apresentarei uma explicação geral para essa tendência e para a relação básica entre crescimento econômico e taxa de câmbio; nos três últimos capítulos, discutirei dois fatores principais que levam a essa sobrevalorização: a doença holandesa e a política de crescimento com poupança externa. Presumirei que os países têm uma taxa de câmbio flutuante, mas, mesmo que tenham uma taxa fixa, não faz muita diferença; na prática, os regimes cambiais, tanto nos países em desenvolvimento quanto nos países desenvolvidos, não são nem totalmente flutuantes nem totalmente fixos, mas são sempre administrados até certo ponto; eles são uma combinação dos dois tipos. Em outras palavras, rejeito as alternativas “fixo ou flutuante” e assumo que todos os países administram ou tentam administrar sua taxa de câmbio. Por outro lado, não estou interessado na volatilidade da taxa de câmbio, mas em seu nível geral e em sua tendência à sobrevalorização, seguida de crises do balanço de pagamentos. Sobre a questão da volatilidade, há uma vasta literatura que, embora relevante, desvia nossa atenção do proble-

ma muito mais importante representado por uma taxa de câmbio crônica e ciclicamente não competitiva.

Quando estudamos o desenvolvimento econômico, devemos sempre levar em consideração seus dois lados: o lado da oferta e o lado da demanda. O pensamento econômico convencional tende a analisar o crescimento econômico apenas em termos de oferta, com foco na educação, na melhoria mais ampla do capital humano, no desenvolvimento científico e, sobretudo, tecnológico, na inovação e nos investimentos em infraestrutura e em máquinas que aumentam a produtividade dos trabalhadores. Mas como Keynes e Kalecki classicamente demonstraram, a demanda não é automaticamente criada pela oferta e, portanto, a insuficiência de demanda pode tornar-se um obstáculo essencial ao crescimento econômico. Embora os países em desenvolvimento se caracterizem por baixos níveis de educação, domínio limitado do progresso tecnológico e investimentos deficientes na produção de energia e nos transportes, o enorme desemprego de recursos humanos nos países de renda média com baixo crescimento não deixa dúvidas de que o problema principal está quase sempre do lado da demanda, e não do lado da oferta. A demanda é composta de consumo, investimentos, gastos públicos e exportações menos importações, ou superávit comercial. Entre esses componentes da demanda agregada, as exportações são chave. Os economistas neoclássicos simplesmente ignoram o lado da demanda. Quanto aos economistas keynesianos que atribuem papel importante à demanda, o problema é que eles quase sempre se esquecem do papel das exportações na demanda agregada sustentada, por três razões: primeiro, porque se concentram no equilíbrio macroeconômico de curto prazo; segundo, porque, em geral, pressupõem sistemas fechados; terceiro, porque muitos economistas keynesianos nos países em desenvolvimento continuam a dar prioridade ao mercado interno e ao consumo de massa, e não acreditam no crescimento baseado em exportação.

Essas são visões equivocadas que ignoram o papel central da taxa de câmbio e das exportações no desenvolvimento econômico. As exportações são chave para os países em desenvolvimento em qualquer circunstância e não há conflito entre o desenvolvimento do mercado interno e a estratégia de crescimento baseada na exportação. Quando o país ainda é pobre, ou seja, quando não completou sua Revolução Industrial, e não tem capacidade de investimento ou uma classe de empresários e profissionais de classe média para conduzir

os investimentos, geralmente escapa da armadilha da pobreza combinando duas estratégias: exportando alguma commodity mineral ou agrícola em que o país seja particularmente rico, e por uma sistemática e planejada intervenção do Estado, orientada para a poupança forçada e para o aumento da taxa de investimento do país. A combinação dessas duas estratégias será diferente de país para país (de um lado, Brasil e Austrália; de outro, Japão, Rússia e China), mas as exportações são sempre importantes. Segue-se geralmente uma fase de substituição das importações que deveria ser curta – uma estratégia de industrialização que só é válida enquanto se puder imaginar que a indústria manufatureira está ainda “incipiente” (um dos problemas do crescimento latino-americano é que a estratégia de substituição das importações foi artificialmente estendida além dos limites). Nessa fase, atribui-se às exportações papel aparentemente secundário, mas isso é só parcialmente verdade. Imediatamente após ter-se exaurido a estratégia de substituição das importações, o país terá de recorrer às exportações para crescer, agora usando sua mão de obra de custo relativamente baixo para exportar manufaturados.

Como veremos na discussão da doença holandesa, enquanto o país está apenas exportando commodities, a neutralização dessa doença não é um grande problema, pois o país ainda não tem de se industrializar. Assim que adquire alguma capacidade empresarial e técnica, porém, o desafio será industrializar-se e exportar; não faz sentido para o país, agora de renda média, renunciar à diversificação em setores de elevada renda *per capita*; mas, para isso, a taxa de câmbio competitiva é uma condição necessária. Poderíamos certamente fazer duas perguntas: em primeiro lugar, é realmente necessário industrializar-se para crescer? Em segundo lugar, é necessário aumentar as exportações para sustentar a demanda agregada? O país não poderia sustentá-la simplesmente administrando as variáveis internas, ou seja, investimento e consumo?

Não vou examinar a primeira pergunta. Esse é um problema que foi resolvido nos anos 1940 e 1950 pela teoria econômica do desenvolvimento e pela Comissão Econômica para a América Latina e o Caribe (CEPAL), e revisitada por Nicholas Kaldor nos anos 1970.¹ O desenvolvimento econômico é um processo de aumento da produtividade que ocorre dentro das indústrias e, principalmente, pela transferência de mão de obra de setores de

¹ Ver Prebisch (1950), Kaldor (1978).

baixo valor agregado para setores de alto valor agregado – setores que usam tecnologia sofisticada e pagam salários e ordenados médios elevados. Sabemos que os setores de bens primários estão se tornando cada vez mais intensivos em tecnologia e, portanto, poderíamos imaginar um país desenvolvido com base inteiramente nesses setores primários. Mas, para isso, o país teria de ser pequeno, como a Nova Zelândia ou o Chile. E mesmo esses países não limitam sua produção de bens comercializáveis aos bens primários. O desenvolvimento econômico exige que o país que se torna tecnologicamente capaz consiga transferir sua mão de obra para setores com o maior valor agregado *per capita*. Não faz sentido para um país limitar-se em relação a setores em que ele poderia especializar-se e obter conhecimento porque sua taxa de câmbio está estruturalmente sobrevalorizada.

Quanto à questão de por que um país não deveria sustentar a demanda agregada interna simplesmente administrando essa demanda, a resposta é que isso, teoricamente, é possível, mas é evidente que a possibilidade de contar também com a demanda externa torna as coisas muito mais fáceis para o país. Se a economia é fechada – ou se os formuladores de políticas agem como se fosse –, é difícil aumentar o investimento e a taxa de poupança sem reduzir o consumo interno no curto prazo. No mercado interno, o formulador de políticas e o empresário enfrentam o clássico dilema do ovo e da galinha: as oportunidades de investimento dependem da forte demanda interna, que, por sua vez, depende do investimento. Se o país começar aumentando a demanda, pode ocorrer inflação; se a ideia for começar aumentando os investimentos, qual seria o incentivo para investir? Esses problemas desaparecem, porém, se assumirmos que a economia é aberta e que o crescimento deve ser impulsionado pela exportação. Nesse caso, quando o país em desenvolvimento goza de capacidade tecnológica e de uma taxa de câmbio competitiva, será capaz de tirar vantagem de sua exportação com mão de obra relativamente barata. A demanda deixa de ser apenas interna e se expande, para se tornar demanda mundial. Foi isso que os Tigres Asiáticos, o Brasil e o México fizeram com sucesso nos anos 1970. Foi isso que esses dois países latino-americanos deixaram de fazer depois da crise da dívida da década de 1980, porque concordaram em abrir suas contas financeiras externas e deixaram de neutralizar a tendência da taxa de câmbio à sobrevalorização. Exportações baseadas em uma taxa de câmbio competitiva não apenas representam demanda quando há um saldo

positivo nas transações comerciais, mas também estimulam a principal variável da demanda – os investimentos –, que opera tanto do lado da oferta como do lado da demanda.² As exportações são, portanto, estratégicas para resolver o problema do desemprego ou da demanda insuficiente. Na era da globalização, o crescimento baseado na exportação é a única estratégia sensata para os países em desenvolvimento enquanto tiverem a vantagem competitiva da mão de obra barata. O argumento de que o modelo de crescimento baseado na exportação é incompatível com a distribuição da renda e o consumo interno de massa não faz sentido. As exportações aumentam o emprego, os salários e o consumo interno. Muitas vezes, o crescimento baseado na exportação aumenta temporariamente a desigualdade, mas ainda mais frequentemente o crescimento baseado na substituição das importações leva ao mesmo resultado.

A maioria dos economistas que reconhecem a relação positiva entre uma taxa de câmbio competitiva e o crescimento mais rápido explica essa relação por referência ou às crises financeiras ou à busca de rendas que, em geral, derivam de uma moeda sobrevalorizada. Isso é correto – e óbvio. Recentemente, Rodrik (2007: 20-26) tentou uma explicação mais elaborada. Como uma desvalorização real da moeda é, por definição, um aumento dos preços relativos dos bens comercializáveis em relação aos bens não comercializáveis, ele argumenta que uma moeda “subvalorizada” poderia “aumentar a lucratividade relativa dos setores de bens comercializados e provocar sua expansão (à custa do setor não comercializado)”. Mas reconhece que essa não é uma teoria, porque “essa teoria teria de explicar por que os bens comercializáveis são ‘especiais’ do ponto de vista do crescimento”. Ele recorre a duas explicações. A primeira não é realmente da esfera da economia: instituições fracas e a corrupção a elas associada imporiam “um imposto maior sobre os bens comercializáveis”; a outra explicação é que “as falhas de mercado predominam nos bens comercializáveis”. Essas explicações não são satisfatórias e insistem erradamente na ideia de uma taxa de câmbio “subvalorizada” em lugar de uma taxa “competitiva” (ver a próxima seção). Levy-Yeyati e Sturzenegger (2007: 22) cometem o mesmo erro, mas chegam mais perto da verdadeira explicação.

² Os gastos com investimentos evidentemente também dependem de outras variáveis, além do aumento das exportações, como a taxa de juros e, sobretudo, as expectativas de lucro, mas estas últimas seriam substancialmente maiores se os empresários pudessem contar com uma taxa de câmbio que os encorajasse a exportar.

Eles descobrem que o mecanismo que faz com que uma taxa de câmbio “subvalorizada” provoque crescimento mais rápido “está associado ao aumento da poupança e do investimento agregados, e ao declínio do desemprego e da mão de obra com relação à remuneração do capital”. Mas não explicam por que uma taxa de câmbio competitiva está associada a maior poupança e taxa de investimento.

Há algum tempo, venho argumentando que o mecanismo de transmissão entre uma taxa de câmbio competitiva e o crescimento econômico é simples. Do lado da demanda, dada a existência de capacidade tecnológica e de recursos ociosos ou não utilizados, o crescimento depende da taxa de poupança, que depende da taxa de investimento, que depende da existência de oportunidades de lucro, as quais, por sua vez, dependem de oportunidades de exportação, que, finalmente, só existirão se a taxa de câmbio não for sobrevalorizada, mas competitiva. A taxa de câmbio é, na verdade, a principal variável a ser estudada pela macroeconomia do desenvolvimento, uma vez que desempenha papel estratégico no crescimento econômico. De acordo com o modelo clássico ou de economia política, o crescimento depende essencialmente da taxa de acumulação de capital, que depende dos lucros esperados ou, mais precisamente, da diferença entre os lucros esperados e a taxa de juros, mas que também depende da poupança. De acordo com a visão keynesiana, porém, a poupança depende dos investimentos – o que torna as expectativas de lucro a variável-chave do crescimento econômico. Embora as expectativas de lucro dependam da demanda interna, dependem também e mais fortemente das exportações e, portanto, de uma taxa de câmbio competitiva. Em outras palavras, se existirem condições do lado da oferta – e não devemos descartá-las –, uma taxa de câmbio competitiva é necessária para que os investimentos voltados para a exportação se materializem. O mecanismo central que liga a taxa de câmbio ao crescimento está do lado da demanda, mas também pode ser pensado como estando do lado da oferta – como um fator que aumenta a poupança interna. A taxa de câmbio tem um grande efeito sobre os salários e ordenados reais. Quando a taxa de câmbio está sobrevalorizada, os salários e ordenados serão artificialmente altos e, dada a elevada propensão marginal a consumir, principalmente entre os trabalhadores, o consumo interno também será artificialmente alto. Assim, quando a política econômica traz a taxa de câmbio para o nível competitivo ou de equilíbrio, os salários reais cairão

e o consumo interno diminuirá, criando espaço para aumento da poupança interna (na medida em que essa mudança do lado da oferta seja completada pelo aumento da taxa de investimento do lado da demanda).

Essa teoria assume que os formuladores de políticas são capazes de administrar a taxa de câmbio de longo prazo. Assim, ela rejeita o pressuposto neoclássico de que a taxa de câmbio é endógena. E, naturalmente, também rejeita a inversão neoclássica que torna a taxa de câmbio dependente da taxa de poupança. Isso é, por exemplo, o que Pastore, Pinotti e Almeida (2008: 296) argumentam. Eles concordam que uma taxa de câmbio competitiva está associada ao crescimento econômico, mas rejeitam expressamente meu modelo, no qual uma doença holandesa não neutralizada e a política de crescimento com poupança externa, somadas a uma política de altas taxas de juros (e populismo cambial), determinam a sobrevalorização da taxa de câmbio real, o que, por sua vez, reduz as taxas de poupança e de investimento. Em lugar disso, os autores assumem que a taxa de câmbio é “uma variável endógena” e concluem que “os países que têm poupança elevada em relação aos investimentos apresentam superávits em conta corrente, uma taxa de câmbio real mais depreciada e crescem rapidamente. Mas esse é o resultado de sua poupança elevada, não de sua política deliberada de determinar uma taxa de câmbio real mais depreciada”. Ao fazer isso, eles tornam a taxa de câmbio real, uma variável macroeconômica de curto prazo, dependente da taxa de poupança, uma variável estrutural de longo prazo – o que não faz muito sentido.

Se admitirmos que a taxa de câmbio pode ser sistematicamente administrada por um país no contexto de uma estratégia nacional de desenvolvimento – algo de que há farta evidência histórica não apenas na Ásia, mas também na América Latina entre 1930 e 1980 –, faz mais sentido dizer que uma política macroeconômica que tenha por objetivo uma taxa de câmbio competitiva é capaz de, gradualmente, acarretar aumento na taxa de poupança, que, por sua vez, à medida que vai aumentando, reforça a política de taxa de câmbio competitiva. Atualmente, a política de administrar a taxa de câmbio para impedir sua valorização é mais efetiva nos países asiáticos dinâmicos do que nos países do Oriente Médio, África e América Latina. Os latino-americanos usaram exaustivamente a administração da taxa de câmbio até a década de 1980 e cresceram rapidamente, mas perderam essa capacidade após a crise da dívida e sua submissão ao Norte. A capacidade dos países asiáticos de crescimento

rápido de administrarem sua taxa de câmbio é a explicação fundamental para seu sucesso. Ela tem origem em sua maior autonomia nacional em relação ao Norte e em sua firme rejeição do populismo econômico. Essas são duas condições essenciais para uma estratégia nacional de desenvolvimento. Uma terceira explicação poderia ser a de que os países asiáticos têm recursos naturais relativamente escassos e, portanto, estão menos sujeitos à doença holandesa. Mas é significativo que os países que têm recursos naturais abundantes, como Tailândia e Malásia, não baseiem seu crescimento na exploração desses recursos.³

A TENDÊNCIA À SOBREVALORIZAÇÃO

Agora, estou pronto para apresentar a afirmação teórica central deste livro. A principal razão pela qual alguns países de renda média ou emergentes crescem rapidamente e *catch up*, enquanto outros ficam para trás, é que os primeiros neutralizam, enquanto os outros não conseguem neutralizar, a *tendência da taxa de câmbio à sobrevalorização*. Após vários anos estudando a relação entre taxa de câmbio e crescimento econômico, minha conclusão mais geral é que o obstáculo fundamental que os países de renda média enfrentam para alcançar os desenvolvidos é essa tendência da moeda nacional a uma crônica e cíclica sobrevalorização. Enquanto uma taxa de câmbio competitiva está associada a um crescimento mais rápido, sua tendência à sobrevalorização ainda é um tópico de investigação científica, e pode ser vista como uma hipótese a ser demonstrada. Mas o estado quase permanente de fragilidade financeira e as recorrentes crises do balanço de pagamentos que observamos nos países em desenvolvimento representam forte evidência em apoio à hipótese. A tendência da taxa de câmbio à sobrevalorização tem duas causas estruturais principais: a doença holandesa e a atração que as altas taxas de lucro e de juros existentes nos países em desenvolvimento exercem sobre o abundante capital internacional, como resultado da escassez relativa de capital existente. São causas *estruturais*, porque são independentes de políticas econômicas ou da intervenção humana. A segunda causa, porém, é *infla-*

³ Eles estão sujeitos apenas à doença holandesa “ampliada”, derivada da existência de mão de obra barata, cujo conceito discuto no final deste capítulo.

da por três políticas, duas delas recomendadas pela ortodoxia convencional (a política de crescimento com poupança externa e o “aprofundamento de capital”), e a terceira com origem nos países em desenvolvimento: o populismo cambial.

O papel desempenhado pela doença holandesa é diferente dos desempenhados pelas outras causas, porque exerce uma vigorosa pressão ascendente sobre a taxa de câmbio, mas não leva o país a sofrer déficits em conta corrente e elevado endividamento externo. Como veremos no Capítulo 5, a doença holandesa é produto de rendas ricardianas oriundas de abundantes recursos naturais que produzem uma taxa de câmbio compatível com o equilíbrio de longo prazo da conta corrente, mas incompatível com a competitividade internacional dos setores de bens comercializáveis que usam a melhor tecnologia disponível no mundo, e que não são as commodities que geram a doença. Assim, como veremos no Capítulo 5, um país que se beneficia da existência de valiosos recursos naturais é amaldiçoado, porque não tem apenas um, mas dois equilíbrios da taxa de câmbio: o equilíbrio “corrente”, que equilibra intertemporalmente a taxa de câmbio, e o equilíbrio “industrial”, que torna economicamente viáveis os setores de bens comercializáveis que utilizam tecnologia de ponta. Quanto maior a diferença entre esses dois equilíbrios, mais grave será a doença. Assim, a doença holandesa aprecia a moeda nacional, levando-a do equilíbrio cambial “industrial” para o equilíbrio “corrente”. Uma taxa de câmbio competitiva é aquela que corresponde não ao equilíbrio corrente, mas ao equilíbrio industrial. O primeiro equilíbrio é aquele que os mercados oferecem a todos os países, mesmo que de maneira imperfeita (tendo em vista a conhecida volatilidade da taxa de câmbio); o segundo equilíbrio é aquele que os economistas imaginam ser igual ao primeiro quando esperam que os mercados definam os preços corretos e, portanto, coordenem bem a economia, porém que é mais valorizado do que o equilíbrio corrente quando o país enfrenta a doença holandesa.

No entanto, como a doença holandesa deixa de pressionar para baixo a taxa de câmbio quando atinge equilíbrio corrente, precisamos de outra explicação para o fato de a taxa de câmbio se distanciar do equilíbrio corrente e o país cair no déficit em conta corrente. A outra causa principal da tendência da taxa de câmbio à sobrevalorização está relacionada com os ingressos de capital. Eles são o resultado da atração estrutural que as altas taxas de lucro e

de juros exercem sobre o capital internacional. Mas são também o produto de uma persistente política de crescimento com poupança externa recomendada pela ortodoxia convencional. Como os investimentos das empresas exigem financiamento, os economistas convencionais concluem que o país como um todo também necessitará de financiamento externo. Mas essa é uma situação clássica, em que a lógica microeconômica (a necessidade de financiamento por parte dos empresários) não pode ser transferida para a lógica macroeconômica. Em alguns casos, o financiamento externo pode ser positivo, mas, como mostro no Capítulo 6, na maioria dos casos a tentativa de crescer com poupança externa falha: em vez de aumentar os investimentos, a poupança externa aumenta o consumo – e uma alta taxa de substituição da poupança interna pela poupança externa acaba se materializando. Os países que se envolvem na política de crescimento com poupança externa passam por três estágios perversos: no primeiro, experimentam a substituição da poupança interna pela poupança externa, no segundo, fragilidade financeira externa e, no último, crise do balanço de pagamentos. No Capítulo 6, limitarei minha análise ao primeiro estágio, no qual o país ainda não suspendeu os pagamentos internacionais, nem se endividou suficientemente para se tornar dependente dos credores e, portanto, obrigado a adotar a prática alienante de construir confiança, mas está sendo vítima do processo perverso de substituir a poupança interna pela poupança externa porque, através da apreciação da taxa de câmbio, uma parcela significativa do capital estrangeiro que deveria hipoteticamente aumentar os investimentos acaba aumentando o consumo.⁴ Como Barbosa Lima Sobrinho (1973), seguindo Ragnar Nurkse (1953), propõe no título de um de seus livros, “o capital é feito em casa”. Só em momentos particulares, quando um país está crescendo em ritmo extraordinário e as taxas esperadas de lucro são altas, é que a poupança externa ou os déficits em conta corrente poderão ser positivos em provocar o crescimento, porque nesses momentos o aumento dos salários reais causado pela apreciação da taxa de

⁴ Para uma discussão das crises do balanço de pagamentos ou crises cambiais, ver Alves, Ferrari Filho e de Paula (2004). Os autores traçam uma distinção entre modelos de primeira, segunda e terceira gerações; esses modelos, invariavelmente, atribuem ao déficit público um papel central na explicação dessas crises. Um de meus estudantes de doutorado, Lauro Gonzales (2007), está escrevendo uma tese para mostrar que os papéis da política de crescimento com poupança externa e, portanto, dos déficits em conta corrente, são realmente os fatores decisivos.

câmbio fluirá principalmente não para o consumo, mas para o investimento. No Capítulo 7, rejeito a visão convencional de que as crises do balanço de pagamentos derivam de uma política fiscal expansiva, e mostro como elas são consequência de déficits em conta corrente que, ao contrário da hipótese dos déficits gêmeos, não são necessariamente vinculados a déficits fiscais: há outros fatores que causam o desalinhamento da taxa de câmbio – em particular, a sobrevalorização da taxa de câmbio.

Enquanto a doença holandesa deixa de empurrar para cima a taxa de câmbio quando esta atinge o equilíbrio corrente, os ingressos de capital resultantes da política de crescimento com poupança externa têm o efeito continuado de apreciar a moeda acima desse equilíbrio. A taxa de câmbio se valoriza gradualmente à medida que os ingressos de capital financiam o déficit em conta corrente e aumentam a dívida externa. Se esses ingressos não forem sustados, mais cedo ou mais tarde levarão a uma crise do balanço de pagamentos. A crise chegará tanto mais cedo quanto mais forte for o processo de valorização e quanto menos o governo local neutralizá-lo.

É fácil entender essa sobrevalorização se a taxa de câmbio for fixa. É um erro, porém, acreditar que o problema estará resolvido se a taxa de câmbio flutuar. Não estará resolvido, porque os mercados de câmbio são muito ineficientes, principalmente em relação aos países em desenvolvimento. Eles não reagem depreciando a moeda tão logo apareça um déficit na conta corrente. Nos mercados financeiros atuais, a taxa de câmbio depende cada vez menos dos fluxos comerciais e cada vez mais dos fluxos de capitais. Enquanto os investidores continuarem a acreditar que o país é sólido – e ficarão tentados a acreditar nisso enquanto estiverem sendo bem remunerados –, continuarão a despejar capital no país e a taxa de câmbio continuará sobrevalorizada.

A pressão da doença holandesa sobre a sobrevalorização das moedas nacionais varia de acordo com sua gravidade. Essa importante falha de mercado existe em diferentes níveis nos países em que recursos abundantes e baratos geram rendas ricardianas. Essas rendas tornam viável a exploração econômica de recursos a uma taxa de câmbio mais apreciada do que a que seria compatível com a competitividade internacional dos setores que usam tecnologia de ponta. A consequência é que os únicos bens comercializáveis que o país consegue produzir são aqueles que geram a doença holandesa. Uma estratégia nacional de desenvolvimento somente se materializará se o país for capaz de

neutralizar os efeitos da doença holandesa por meio da cobrança de um imposto de exportação sobre as commodities que a engendram.

A política de crescimento com poupança externa tem o “aprofundamento de capital” como sua política complementar. Aprofundamento de capital é apenas um termo elegante para justificar as altas taxas de juros que atrairão os fluxos de capital; foi introduzido nos anos 1970 por McKinnon (1973) e Shaw (1973) – quando muitos países em desenvolvimento controlavam as taxas de juros e, muitas vezes, mantinham a taxa básica de juros negativa (como os países ricos fazem ainda hoje). Além disso, o aprofundamento de capital deve também expressar seriedade em termos de política econômica, enquanto as taxas de juros administradas e o populismo econômico sugerem o contrário. Outro complemento à política de crescimento com poupança externa é o uso da taxa de câmbio e, em particular, de uma “âncora” cambial para controlar a inflação. Essa política tornou-se popular na década de 1990, depois que a Argentina, em 1991, controlou a hiperinflação vinculando a taxa de câmbio ao dólar dos Estados Unidos. As consequências desastrosas dessa política são bem conhecidas mesmo pela ortodoxia convencional, que, depois do final dos anos 1990, abandonou-a em favor de uma taxa de câmbio flutuante. Mas a prática de usar a apreciação da taxa de câmbio para controlar a inflação continua sendo fundamental para a ortodoxia convencional. O êxito do Brasil em reduzir a inflação desde 2002, por exemplo, deve-se à forte valorização subsequente do real. Por outro lado, quando a taxa de câmbio se torna sobrevalorizada, a aceleração da inflação que seria causada pela necessária desvalorização significa um grande obstáculo a essa desvalorização. Em uma economia aberta, competitiva e não indexada, essa aceleração da inflação é temporária; a bolha inflacionária logo se enfraquecerá. Mas o estigma da inflação alta pode ser significativo, como é no Brasil, de tal forma que, ao se defrontar com qualquer aceleração das taxas de inflação, mesmo que temporária, a população teme o retorno da inflação alta, o que legitima a política do Banco Central de aumentar a taxa de juros mesmo na ausência de inflação excessiva, simplesmente para valorizar a taxa de câmbio e reduzir a taxa de inflação.

Mas a justificativa do crescimento com poupança externa tem sua origem também nos pioneiros da teoria econômica do desenvolvimento. O estudo fundamental de Rosenstein-Rodan em 1943 sobre a teoria do *big push* [grande empurrão] assumia que o início do desenvolvimento seria financiado pela

poupança externa. O conhecido modelo dos dois hiatos [*two gap model*] é geralmente associado a um dos pioneiros da teoria econômica do desenvolvimento, Hollis B. Chenery, que foi vice-presidente do Banco Mundial para políticas de desenvolvimento de 1972 a 1982 – logo antes de o banco passar para o Consenso de Washington (Bresser-Pereira 1996). De acordo com o modelo, haveria um hiato estrutural entre a própria provisão de recursos de um país e sua capacidade de absorção: o hiato da poupança e o hiato de divisas. Seja qual for o hiato determinante (ou o maior), restringirá o volume de investimentos e de formação de capital que pode ser realizado. Em geral, o segundo hiato era considerado o restritivo – e a solução seria maior acesso dos países em desenvolvimento ao Banco Mundial e aos mercados financeiros internacionais.

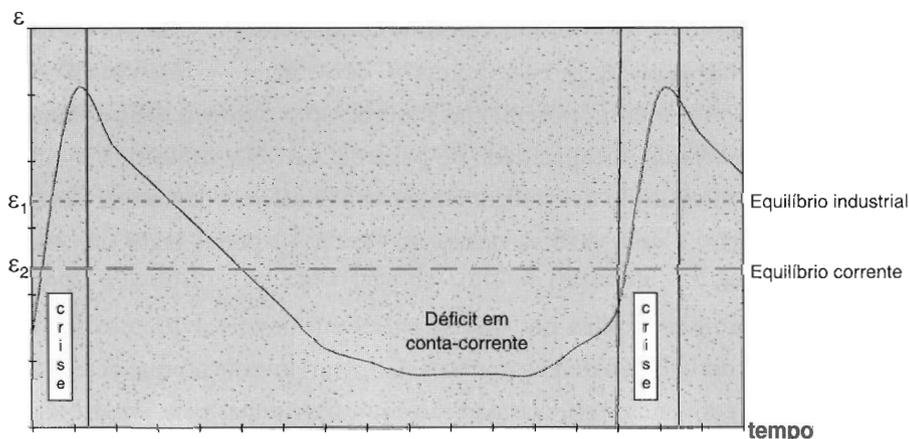
Finalmente, o “populismo cambial” – uma das duas formas de populismo econômico – é também uma causa da tendência da taxa de câmbio à sobrevalorização. Enquanto o populismo político é uma prática política pela qual os líderes políticos tornam-se diretamente conectados com o povo, sem a intermediação de partidos políticos e ideologias, o populismo econômico é simplesmente gastar de maneira irresponsável mais do que se ganha. Enquanto no populismo fiscal a organização ou o aparelho do Estado gasta mais do que arrecada em receitas, incorrendo em déficits públicos crônicos e irresponsáveis, no populismo cambial é o Estado-nação ou país que gasta mais do que arrecada, incorrendo em déficits crônicos em conta corrente.⁵ Uma taxa de câmbio apreciada é atraente no curto prazo, pois implica maiores salários reais e maiores lucros do que os proporcionados por uma taxa competitiva. Os ricos, que medem sua riqueza em dólares, veem-na crescer sempre que a moeda local se valoriza. Os salários da classe média, com seu componente relativamente alto de consumo importado, aumentam quando a moeda local ganha valor. Mesmo os mais pobres se beneficiam de aumentos do salário real com taxas de câmbio não competitivas, à medida que uma parcela dos produtos de sua cesta de consumo vai se tornando mais barata. Os ministros no governo têm interesse em uma taxa de câmbio valorizada porque isso agrada aos elei-

⁵ Sobre o populismo econômico, ver Bresser-Pereira (1991) e Dornbusch e Edwards (1991). Os estudos clássicos sobre populismo econômico, inclusive populismo fiscal e cambial, foram escritos por Adolfo Canitrot (1975), Carlos Diaz-Alejandro (1981) e Jeffrey Sachs (1989) e estão todos reproduzidos no livro que editei.

tores e, conseqüentemente, não hesitam em praticar o que venho chamando de populismo cambial. E os economistas do governo, que aceitam o mandato único que a ortodoxia convencional atribui ao Banco Central – controlar a inflação –, também têm interesse em uma taxa de câmbio valorizada, porque podem dizer – como se tornou comum no Brasil ultimamente – que a valorização do real foi “uma boa coisa”, porque aumentou os salários. A ortodoxia convencional critica o populismo fiscal, mas é simpática ao populismo cambial porque a valorização da taxa de câmbio é compatível com sua proposta central para os países em desenvolvimento: crescer com poupança externa.

A tendência da taxa de câmbio à sobrevalorização pode ser ilustrada por um simples gráfico. Na Figura 1, a taxa de câmbio é definida como o preço em moeda nacional da moeda estrangeira ou cesta de moedas,⁶ de tal forma que, quanto mais baixa for a curva da taxa de câmbio, mais valorizada será a moeda nacional ou a taxa de câmbio. A taxa de câmbio está no eixo vertical e, em ε_1 e ε_2 , estão, respectivamente, a taxa de câmbio de equilíbrio industrial (a taxa de câmbio necessária para tornar competitivos internacionalmente os setores que utilizam tecnologia de ponta) e a taxa de câmbio de equilíbrio corrente – a taxa para a qual tende a taxa de mercado, porque é a taxa que

Figura 1: Tendência da taxa de câmbio à sobrevalorização



⁶ Assim, na figura, não temos o preço da própria moeda em termos de outras moedas, como, em geral, fazem os cidadãos norte-americanos ou britânicos, mas o inverso.

equilibra intertemporalmente a conta corrente. Se tomarmos como ponto de partida uma crise financeira e a correspondente desvalorização rápida e acentuada da moeda local (um crescimento quase vertical da taxa de câmbio na figura), virá a seguir um processo gradual de apreciação da taxa de câmbio, motivado pelos vários fatores ou causas que acabamos de discutir. No processo de sobrevalorização, a taxa de câmbio, sob pressão da doença holandesa, primeiro cruza a linha horizontal que representa a taxa de câmbio de equilíbrio industrial (ε_1), continua a se valorizar (ou seja, a cair no gráfico) e cruza a linha horizontal que representa a taxa de câmbio de equilíbrio corrente (ε_2). A partir desse ponto, a doença holandesa deixa de pressionar para baixo a taxa de câmbio, mas sua valorização continua e o país entra na área do déficit em conta corrente sob pressão da política de crescimento com poupança externa e do populismo cambial. Finalmente, à medida que o déficit aumenta e mina a confiança dos credores internacionais, a crise do balanço de pagamentos se materializa e, mais uma vez, a taxa de câmbio se deprecia verticalmente. Quanto tempo é necessário para que esse ciclo se complete? Se o país não tiver uma política de neutralização da tendência de sua taxa de câmbio à sobrevalorização, o intervalo entre as crises pode ser curto (digamos, oito anos). O pressuposto de que um regime de flutuação cambial corrigirá automaticamente a taxa de câmbio não é realista, porque os fluxos de capitais, não os fluxos comerciais, são hoje os principais determinantes da taxa de câmbio de mercado. Enquanto os investidores externos continuarem confiantes e forem atraídos pelas altas taxas de juros e de lucros, continuarão a financiar o país. Em determinado momento, porém, eles perceberão o risco e o efeito manada levará o país ao *default* [incapacidade de pagamento]. No entanto, à medida que o país for conseguindo neutralizar em parte a tendência da taxa de câmbio à sobrevalorização, a crise poderá nunca acontecer – apenas taxas de crescimento reduzidas.

Essa teoria simples explica por que os países em desenvolvimento são tão sujeitos a crises do balanço de pagamentos. Contrariamente ao que acreditam os economistas convencionais, elas não são causadas apenas pela “volatilidade da taxa de câmbio”, nem indicam a existência de um “desalinhamento da taxa de câmbio”, mas são consequência de uma tendência estrutural amplificada por políticas equivocadas. As taxas de câmbio são efetivamente voláteis e, muitas vezes, estão desalinhadas, mas não são produto de choques aleatórios nem

da instabilidade psicológica dos agentes econômicos, embora alguns choques sejam difíceis de prever e o comportamento econômico muitas vezes careça de racionalidade. Esses fatores podem desempenhar um papel relevante, mas o fator essencial é a tendência à sobrevalorização que está por trás das rendas ricardianas que dão origem à doença holandesa, e a atração que as altas taxas de lucro e de juros, características dos países em desenvolvimento, exercem sobre os capitais estrangeiros. Em razão desses fatores estruturais e das políticas equivocadas que os aprofundam – a estratégia de crescimento com poupança externa, a prática de usar âncoras nominais para controlar a inflação, a política de aprofundamento de capital e o populismo cambial –, as moedas locais nos países em desenvolvimento tendem a se tornar ciclicamente sobrevalorizadas até o ponto em que se desencadeia uma crise do balanço de pagamentos.

A teoria é simples, mas suas consequências são grandes: se o país não for capaz de neutralizar a tendência da taxa de câmbio à sobrevalorização, ele não crescerá, ou crescerá lentamente. Como não estou apresentando demonstrações empíricas de que ela é verdade, devemos considerá-la uma hipótese – mas uma hipótese forte, porque explica as recorrentes crises do balanço de pagamentos a que os países em desenvolvimento estão sujeitos. Essas crises não são principalmente produto do populismo econômico, como se costuma dizer, mas de uma tendência que tem como uma de suas causas um tipo especial de populismo econômico – o populismo cambial. Os países não são sempre financeiramente frágeis porque o ingresso de capitais estrangeiros sob a forma de empréstimos ou de investimento direto é uma condição para seu desenvolvimento, mas porque não conseguem neutralizar essa tendência. Encontrar evidências econométricas dessa tendência e descobrir como neutralizá-la – que é o papel da decisão de crescer com poupança interna, de impor encargos sobre as exportações de bens que causam a doença holandesa e, mais amplamente, de administrar uma taxa de câmbio flutuante – é tarefa para outro estudo.