

A relação de causalidade entre câmbio e poupança doméstica

José Luis Oreiro

6.5.2017

Recentemente, a relação entre a taxa real de câmbio e poupança doméstica voltou ao centro do debate macroeconômico no Brasil. O artigo seminal de Rodrik (2008) apresentou evidências empíricas robustas para a tese de que a taxa de crescimento dos países de renda média é negativamente afetada pelo índice de sobrevalorização da taxa real de câmbio, medido pela diferença entre a taxa real de câmbio no período t e o seu valor de equilíbrio no período t , dado pela *paridade do poder de compra* devidamente ajustada pelo efeito Balassa-Samuelson. Essa relação é estatisticamente significativa, controlando-se para uma série de variáveis como, por exemplo, a qualidade das instituições, consumo do governo, termos de troca, inflação, capital humano e **taxa de poupança**. Diferentes especificações do modelo econométrico mostram que o coeficiente estimado da variável sobrevalorização cambial é relativamente pouco afetado pela introdução dessas variáveis de controle, em particular a taxa de poupança. Isso significa que a sobrevalorização cambial tem um efeito negativo próprio sobre o crescimento do produto per capita, além do efeito negativo que possa ser produzido por uma baixa taxa de poupança doméstica. Resultados similares foram obtidos por Missio et al (2015) por intermédio de regressões quantílicas.

Economistas neoclássicos tem dificuldade em entender esse ponto. Na visão neoclássica existe uma relação inversa entre a taxa real de câmbio e a taxa de poupança doméstica; mais especificamente, uma redução da poupança doméstica – por exemplo, devido ao aumento do déficit público – deve levar a uma apreciação da taxa real de câmbio. Como o crescimento do produto per-capita – ao menos ao longo da trajetória de ajustamento para o steady-state de um modelo de crescimento a la Solow – é uma função direta da taxa de poupança; segue-se que uma redução da taxa de poupança estará associada a uma apreciação da taxa de câmbio real e a uma redução da taxa de crescimento do produto per-capita. Câmbio e crescimento serão positivamente correlacionados, porque ambos respondem negativamente – a uma redução da taxa de poupança. Nesse contexto, um crescimento baixo do produto per-capita e uma taxa de câmbio apreciada serão ambos resultado de uma baixa taxa de poupança.

Para os novo-desenvolvimentistas esse raciocínio é equivocado. Em primeiro lugar, a evidência empírica mostra que o que importa para o crescimento não é o nível da taxa real de câmbio, mas se o mesmo se encontra sobrevalorizado com respeito ao seu valor de equilíbrio. Dessa forma, mesmo que fosse verdade que o câmbio de equilíbrio é uma função positiva da taxa de poupança, ainda assim a ocorrência de sobrevalorização cambial teria impacto negativo sobre o crescimento de longo prazo. Desvios da taxa real de câmbio com respeito ao seu valor de equilíbrio podem ocorrer devido a diversos fatores que não estão diretamente relacionados com a “escassez de poupança doméstica”. A doença holandesa é claramente uma situação desse tipo. Nessa situação a abundância de recursos naturais faz com que a taxa de câmbio para a qual ocorre equilíbrio em conta corrente no balanço de pagamentos seja mais baixa (apreciada) do que aquela que permite que as empresas que operam com tecnologia no estado da arte mundial sejam competitivas nos mercados doméstico e internacional. A magnitude da doença holandesa será tão maior quanto maior for o preço das commodities baseadas em recursos naturais nos mercados internacionais, o que terminará por ser expressar

numa valorização dos termos de troca dos países que possuem recursos naturais abundantes. Nesse caso, a sobrevalorização cambial terá sua origem nos termos de troca, não na “escassez de poupança doméstica”. Outra causa importante de sobrevalorização cambial é a entrada de fluxos de capitais de curto-prazo em função da existência de diferenciais persistentes entre a taxa de juros doméstica e a taxa de juros internacional devidamente ajustada pelo prêmio de risco país. O Brasil tem um problema crônico de juros reais extremamente elevados a nível internacional, mesmo quando se leva em conta o risco país. Tal diferencial atua como um imenso atrator para os fluxos de capitais especulativos, principalmente em momentos como os que se seguiram a crise financeira internacional de 2008 nos quais a liquidez internacional se tornou abundante devido a política monetária expansionista adotada pelos bancos centrais dos países desenvolvidos. Tais fatores podem ser considerados como *falhas de mercado* que demandam a intervenção governamental no mercado cambial para corrigir a tendência “natural” a sobrevalorização cambial.

Em segundo lugar, a relação entre câmbio real e poupança doméstica é o justamente o inverso do preconizado pela teoria neoclássica; ou seja, é a apreciação do câmbio real que produz a redução da taxa de poupança, não o contrário. Com efeito, a sobrevalorização da taxa de câmbio resulta num aumento do nível de salário real, razão pela qual economistas que se auto intitulam “progressistas” tendem a ser lenientes com esse fenômeno, caindo assim no chamado “populismo cambial”. Como se trata de um aumento do salário real que não tem como contrapartida um aumento da produtividade do trabalho, ocorre um aumento da participação dos salários na renda nacional, em detrimento da participação dos lucros. Como a propensão a poupar a partir dos lucros é maior do que a propensão a poupar a partir dos salários segue-se que essa mudança na distribuição funcional da renda termina por reduzir a taxa de poupança doméstica. Dessa forma, uma baixa taxa de poupança doméstica torna-se o efeito, ao invés da causa, do câmbio sobrevalorizado.

Para que seja possível eliminar a sobrevalorização da taxa de câmbio é necessário eliminar as fontes de apreciação cambial, em particular a doença holandesa e o diferencial entre a taxa de juros doméstica e internacional. A desvalorização cambial resultante da eliminação desses problemas produzirá uma redução once-and-for-all dos salários reais, fazendo com que a participação dos salários na renda se reduza (*a distribuição pessoal da renda* pode, contudo, melhorar se ao mesmo tempo em que o câmbio está sendo ajustado ocorrer uma redução significativa da taxa real de juros, reduzindo assim os rendimentos financeiros). Ao longo do tempo, contudo, a eliminação da sobrevalorização cambial irá mudar a estrutura produtiva da economia, aumentando a participação da manufatura no valor adicionado e no emprego total da economia. Essa mudança estrutural produzirá um aumento da taxa de crescimento da produtividade, fazendo com que os salários reais passem a crescer mais rapidamente do que ocorria no período de câmbio sobrevalorizado. Após um certo intervalo de tempo, que pode variar de 6 a 10 anos, os salários reais estarão num nível mais alto do que teria acontecido caso a situação de sobrevalorização cambial não tivesse sido eliminada.

Qual o papel que a política fiscal tem nesse modelo? Vimos que o mecanismo pelo qual a poupança doméstica reage a desvalorização cambial é por intermédio de uma diminuição da participação dos salários na renda, ou seja, por uma mudança na distribuição funcional da renda. Esse efeito colateral da desvalorização cambial pode ser largamente neutralizado por intermédio de uma política fiscal compensatória que aumente a poupança pública, como demonstrado recentemente por Oreiro e Silva Santos (2017). Se o aumento da poupança pública for financiado por intermédio de

aumento de impostos sobre os mais ricos, como, por exemplo, sobre lucros e dividendos distribuídos (o que não afeta a acumulação interna de lucros das firmas e, portanto, a poupança corporativa); então pode ser possível até mesmo uma melhoria na *distribuição pessoal de renda*.

Referências

Rodrik, D. (2008). “The Real Exchange Rate and Economic Growth”. Brookings Papers on Economic Activity, Fall.

Missio, F; Gonzaga, F; Brito, G; Oreiro, J.L (2015). “Real Exchange Rate and Economic Growth: new empirical evidence”. Metroeconomica.

Oreiro, J.L; Silva Santos, A. (2017). “Acumulação de Capital, Metas de inflação e Política Fiscal em um modelo Kaldoriano”. Análise Econômica, An0 35, N.67.