

## **Como se define a taxa de câmbio de equilíbrio ou competitiva? E por que a taxa de câmbio é determinante do desenvolvimento?**

Luiz Carlos Bresser-Pereira

Nota escrita para meus alunos, disponível em meu site. EAESP/FGV, novembro de 2019.

Quando em 2001 eu comecei a desenvolver o sistema teórico que ficou chamado de Novo Desenvolvimentismo, minha hipótese básica foi que uma taxa de câmbio competitiva é determinante do investimento e, portanto, do desenvolvimento econômico. Há muito eu dizia que uma taxa de câmbio “relativamente desvalorizada” era essencial para o desenvolvimento e meu primeiro paper sobre o tema, “Crescimento econômico com poupança externa?” (2003), que escrevi com Yoshiaki Nakano partia desse pressuposto. Quando persuadei Paulo Gala a fazer uma tese de doutorado sobre câmbio e desenvolvimento, eu estava certo que minha hipótese se confirmaria, como de fato se confirmou.<sup>1</sup> Depois foram se somando estudos que caminhavam na mesma direção, mostrando que uma taxa de câmbio correta era essencial para o desenvolvimento.<sup>2</sup>

Em 2008, quando publiquei meu trabalho básico sobre a doença holandesa, “The Dutch disease and its neutralization: a Ricardian approach”, defini também o que entendo por taxa de câmbio competitiva ou de equilíbrio. É a taxa de câmbio que torna competitivas as empresas que utilizam a melhor tecnologia existente no mundo. Essa taxa é, em princípio, a taxa de câmbio de equilíbrio corrente já que no mercado não faz sentido que as empresas que têm essa qualidade não sejam competitivas. Elas serão, exportarão ou enfrentarão no a concorrência de empresas exportadoras de outros países, e a taxa de câmbio de competitiva será aquela que equilibra intertemporalmente a conta corrente do país. Entretanto, se o país tiver o problema da doença holandesa, denominei a taxa de câmbio competitiva de equilíbrio industrial que corresponderá a um superavit em conta-corrente já que a taxa de câmbio de equilíbrio industrial é, por definição, mais depreciada que a taxa de câmbio de equilíbrio corrente. Em síntese, a taxa de câmbio competitiva quando não há doença holandesa é o equilíbrio corrente; quando há, é o equilíbrio industrial. O equilíbrio industrial é um equilíbrio teórico definido pelas

---

<sup>1</sup> Paulo Gala (2006).

<sup>2</sup> Ofair Razin e Suzan M. Collins (1997), Heiner Flassback (2001), Ricardo Hausmann, Lant Pritchett e Dani Rodrik (2004), Paulo Gala (2008), Dani Rodrik (2007), Barry Eichengreen (2008),.

empresas que utilizam tecnologia no estado-da-arte. No caso do equilíbrio corrente essa condição não é necessária: é a taxa de câmbio que equilibra a conta-corrente.

Observe-se que esse é um conceito novo na teoria econômica. Não se confunde com o conceito de taxa de câmbio de equilíbrio fundamental proposto por John Williamson (1994)<sup>3</sup>, no qual o equilíbrio supõe um déficit em conta-corrente “sustentável” - que mantenha constante a relação dívida externa / PIB. Esse equilíbrio considera o equilíbrio tanto interno quanto externo, o primeiro relativo ao produto potencial e a inflação, o segundo relativo às diferenças de aumento da produtividade entre os bens comercializáveis e não-comercializáveis. O Novo Desenvolvimentismo tem também um nome para esse tipo de equilíbrio: denomina-o “equilíbrio de dívida externa” - um equilíbrio que definitivamente não é o equilíbrio competitivo porque, também por definição, é mais apreciado que o equilíbrio corrente e ainda mais apreciado que o equilíbrio industrial. Esse equilíbrio fundamental interessa aos países centrais - aos credores dos países periféricos. Definitivamente não interessa a estes porque envolve endividamento externo - algo que o Novo Desenvolvimentismo é contra, apenas o admitindo em momentos de crescimento muito rápido no qual a propensão marginal a consumir cai e a investir aumenta e, então, a alta taxa de substituição da poupança interna pela externa é baixa.

Definida qual é a taxa de câmbio competitiva nestes termos surge a pergunta: por que ela é determinante dos investimentos? Por que apenas a teoria novo-desenvolvimentista inclui a taxa de câmbio na função investimento. Eu só cheguei a uma resposta a essa questão no paper de 2012 publicado em *Estudos Avançados*, “A taxa de câmbio no centro da teoria do desenvolvimento”.<sup>4</sup> Nele eu afirmo o seguinte:

A macroeconomia estruturalista vai colocar a taxa de câmbio no centro da teoria do desenvolvimento. As escolas de pensamento anteriores, inclusive a keynesiana e a estruturalista, não haviam adotado essa posição porque supunham que a taxa de câmbio se desequilibrasse apenas no curto prazo; que, ao contrário do que afirmam os economistas neoclássicos, a taxa de câmbio apresenta grandes variações, é muito volátil. No momento, porém, em que afirmei e demonstrei teoricamente que a taxa de câmbio apresenta uma tendência cíclica à sobreapreciação, de forma que as empresas voltadas para a exportação não podem contar com o pressuposto de que ela permanecerá em relativo equilíbrio – precisam supor que ela estará geralmente sobreapreciada – a taxa de câmbio se transforma em uma variável fundamental do desenvolvimento. Uma taxa de câmbio competitiva é fundamental para o desenvolvimento econômico porque ela funciona como uma espécie de *interruptor* de luz que “liga” ou “desliga” as empresas tecnológica e administrativamente competentes à demanda mundial. Uma taxa de câmbio competitiva estimula os investimentos orientados para a exportação e aumenta correspondentemente a poupança interna. Uma taxa de câmbio competitiva é aquela que se situa no “equilíbrio industrial”, ou seja, que corresponde a taxa de câmbio necessária para que empresas que utilizem tecnologia no estado da arte mundial sejam internacionalmente competitivas. (Bresser-Pereira 2012: 10).

---

<sup>3</sup> Ver também John Williamson e William R. Cline (2010)..

<sup>4</sup> *Estudos Avançados* também publicou esse paper em inglês.

Se a taxa de câmbio fosse apenas volátil, sujeita a *misalignment*, como supõe a teoria econômica, ela não teria impacto no investimento - ou melhor, como diversas pesquisas demonstraram, teria um impacto relativamente pequeno no investimento e no crescimento na medida em que aumentaria a incerteza das empresas. Quando, porém, a taxa de câmbio tende a apresentar déficits em conta-corrente e permanecer apreciada por vários anos entre duas crises financeiras, como afirma o Novo Desenvolvimentismo, o quadro muda completamente. Agora as empresas, quando consideram um novo investimento, vão fazer seus cálculos de investimento levando em conta a taxa de câmbio apreciada, verificarão que sua empresa se tornou não-competitiva do ponto de vista econômico ainda que seja competitiva do ponto de vista tecnológico e administrativo, e não investirão, ou investirão o mínimo necessário para manter suas plantas.

Nestes termos, a taxa de câmbio é determinante dos investimentos privados na medida em que o país adotar a política de crescimento com endividamento externo e incorrer em déficits em conta-corrente crônicos - é o que geralmente acontece nos países em desenvolvimento que aceitam os conselhos do Norte de adotar a política de crescimento com poupança externa. Se for esse o caso, temos duas possibilidades: o país ter ou não ter doença holandesa. Se não tiver, sua taxa de câmbio se manterá apreciada enquanto essa política for mantida e o país tiver que financiar o déficit com entradas adicionais de capital que apreciarão a moeda nacional. Se tiver e não a neutralizar, a taxa de câmbio se tornará ainda menos competitiva porque além de o país ter de financiar o déficit em conta-corrente e, assim, a moeda nacional já estar mais valorizada do que o equilíbrio em conta-corrente, ela ficará ainda mais valorizada em relação aos bens manufaturados porque o equilíbrio industrial supõe uma taxa de câmbio mais desvalorizada.

## Referências

- Bresser-Pereira, Luiz Carlos (2008) "The Dutch disease and its neutralization: a Ricardian approach" (2008) *Brazilian Journal of Political Economy* 28 (1): 47-71.
- Bresser-Pereira, Luiz Carlos (2012) "A taxa de câmbio no centro da teoria do desenvolvimento" *Estudos Avançados*, 26(75): 7-28. Versão em inglês disponível na mesma revista.
- Bresser-Pereira, Luiz Carlos e Yoshiaki Nakano (2003) "Crescimento econômico com poupança externa?" *Revista de Economia Política* 23 (2) abril 2003: 3-27. Versão em inglês disponível na mesma revista.
- Eichengreen, Barry (2008) "The real exchange rate and economic growth", UC Berkeley, mimeo.
- Gala, Paulo (2006) *Política Cambial e Macroeconomia do Desenvolvimento*, São Paulo: Escola de Economia de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, Tese de doutorado, maio 2006.
- Gala, Paulo (2008) "Real exchange rate levels and economic development: theoretical analysis and econometric evidence", *Cambridge Journal of Economics* 32: 273-288.
- Rodrik, Dani (2007) "The real exchange rate and economic growth: theory and evidence", John F. Kennedy School of Government, Harvard University, Cambridge, MA, julho 2007.
- Flassback, Heiner (2001) "The exchange rate: economic policy tool or market price?" *UNCTAD Discussion Paper* n.º.157, novembro.
- Hausmann, Ricardo, Lant Pritchett e Dani Rodrik (2004) "Growth accelerations", Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, Working Paper 10566.

Razin, Ofair and Suzan M. Collins (1997) “Real exchange rate misalignments and growth”, National Bureau of Economic Research, Working Paper 6174, September.

Williamson, John e William R. Cline (2010) “Exchange rates to support global rebalancing”, in Stijn Claessens, Simon Evenett and Bernard Hoekman, orgs., *Rebalancing the Global Economy: A Primer for Policymaking*, London: Centre for Economic Policy Research and Vox EU, 2010: 77-80.

Williamson, John (1994) “Estimates of FEER”, in John Williamson, org. (1994) *Estimating Equilibrium Exchange Rates*, Washington: Institute for International Economics.