

Determinação da taxa de Câmbio – com André Nassif

De André Nassif escreveu em 9.2.2011

Caríssimo prof. Bresser,

Não é que seu "puxão de orelhas" deve ter valido a pena. Olha, em princípio, li e reli seu tratamento "estruturalista" de taxa de câmbio e, no princípio, não via como incorporar e dar tratamento empírico. Mas de repente me caiu a ficha e consegui mudar completamente o enfoque teórico do texto. Não sei se consegue ser completamente aderente ao seu conceito de taxa de câmbio (acho que completamente não, porque há, em seu modelo, 2 taxas de equilíbrio possíveis). Mas acho que fica relativamente perto. Bem, no tratamento econométrico, conseguimos uma co-autora muito, mas muito competente, que é a Eliane Araújo. Veja, a Eliane já me adiantou os resultados (e agora tratamos endogeneidade, rodamos em 2 estágios e até o poderoso VEC). E calculamos um índice *estimado* econometricamente (ou melhor, calculado a partir dos resultados econométricos) de sobrevalorização, cujo gráfico reproduz de forma muito fiel o que vem se passando com o câmbio real no Brasil. Só lhe adianto o Abstract, cujos resultados vão muito próximos à sua tese (termos de troca interferem no câmbio que chamamos "estrutural de longo prazo") e diferencial de juros, que aprecia no curto prazo. Na semana que vem, enviaremos o texto completo, pois a parte econométrica está sendo reescrita. Grande abraço André Nassif

De Luiz Carlos Bresser-Pereira escreveu em 9.2.2011

Caro Nassif.

Maravilha, vê-lo integrar-se à macroeconomia estruturalista do desenvolvimento. Você, a Carmen Feijó e a Eliane Araújo verificaram que desde 1999 a taxa de câmbio esteve permanente apreciada e, em especial, neste último ano.

Verificaram que o primeiro fenômeno está relacionado com as relações de troca e o PIB per capita. Meus modelos dizem que a razão principal da sobreapreciação relativamente **permanente** é a doença holandesa não neutralizada (algo que aconteceu com a abertura comercial e financeira, entre 1990 e 92). Quando os preços das commodities aumentam e as relações de troca melhoram, a doença holandesa não neutralizada se agrava.

Quanto à sobreapreciação maior no último ano, verificaram que está relacionada com a taxa de juros e as entradas de capital, o que também é consistente com meu modelo (com a discussão da poupança externa como causadora de sobreapreciação).

Fico feliz que estejam avançando.

Um abraço cordial,

Bresser

De André Nassif, 9.2.2011

Prezado prof. Bresser,

Bem, nós não analisamos com essa pureza de detalhes temporais, mas, pelos resultados preliminares que a Eliane apresentou ontem, a tendência é justamente essa.

Quanto ao PIB per capita, faz sentido:

1) que os termos de troca tenham revelado não somente maior nível de significância como também maior elasticidade que o PIB per capita.

2) a razão: no caso do PIB per capita, o que vamos ponderar é que, embora os sinais tenham sido conforme o esperado (maior PIB per capita, maior apreciação) e a variável tenha se revelado significativa, o resultado deve ser analisado com cautela, pois longe de revelar níveis elevados de produtividade do trabalho (ou mesmo TFP) ao longo do período analisado, pode refletir alguma melhora na distribuição de renda por conta dos programas sociais (tipo Bolsa Escola, Bolsa Família, etc). De fato, muitos economistas dizem que a produtividade do trabalho no Brasil tem sido expressiva na última década. Isso é um equívoco monumental, porque o problema é que, em geral, medem pela relação produção física por trabalhador, o que é um erro. Se medir pelo indicador apropriado, valor adicionado por trabalhador (em termos reais), os resultados serão medíocres (em média entre 1999 e 2010). Só mais recentemente o indicador vem apresentando resultados mais robustos. Tanto é assim que os indicadores de TFP nos últimos 10 anos têm sido próximos de zero. O ideal teria sido refletir o efeito Harrod-Balassa-Samuelson pela produtividade. Mas não temos dados mensais (a não ser usar o indicador produção física por trabalhador, o que seria, para mim, equivocado), então usamos renda per capita como proxy (que, aliás, é o que faz a maioria).

E é óbvio que as "policy implications" de curto prazo (mix de instrumentos de política) serão mantidas, mas com um adendo: se agora os termos de troca revelam ser altamente significantes para explicar a tendência de sobrevalorização **no longo prazo**, isso precisa ser neutralizado (para usar o verbo que o senhor gosta) com políticas industriais e tecnológicas consistentes.

Bem, estou ávido para lhe enviar o paper revisto na semana que vem.

Cordial abraço

André Nassif

De Luiz Carlos Bresser-Pereira 10.2.2011

Caro Nassif,

Você me diz que "quanto maior o PIB, maior a apreciação". No curto prazo, pode ser: o PIB cresceu mais por outras razões que a depreciação da taxa de câmbio, aumentaram os salários e os investimentos, aumentam em consequência as importações e o câmbio se aprecia. É assim que pensa o Affonso Pastore.

A proposta fundamental do pensamento keynesiano-estruturalista que estamos tentando desenvolver (eu os coloco nesse grande projeto) é que a relação fundamental é inversa: Em momentos especiais (como foi 1990-92), (1) quando o governo deixa de neutralizar a doença holandesa, (2) ou quando os preços das commodities aumenta e a doença holandesa se agrava, (3) ou sempre que o governo decide crescer com poupança externa ou com déficit em conta corrente financiado por entrada de capitais, a taxa de câmbio se aprecia, isto reduz as oportunidades de investimento voltados para a exportação, a taxa de acumulação de capital cai, e a taxa de crescimento do PIB cai, ocorrendo a substituição da poupança interna pela externa.

Estas são ideias fundamentais que tornam a taxa de câmbio uma variável "independente" em relação ao PIB e dependente da decisão de deixar de neutralizar a doença holandesa, da melhoria das relações de troca, e da aceitação da política imperial de que crescamos com a poupança externa. Ou elas estão certa e definem o surgimento de uma escola de pensamento, ou estão erradas, e continuamos acreditar que uma "moeda forte" é uma boa coisa.

Um abraço cordial, Bresser

De André Nassif, 10.2.2011

Oi, prof. Bresser,

Foi o que lhe disse: tentei fazer uma versão "estruturalista" da determinação do câmbio real, mas não sei se consegui capturar todos os insights de sua visão muito interessante (a que está no livro e tb o artigo com o Gala). Vou lhe enviar a versão (final?) na semana que vem e o senhor poderá criticar e sugerir novamente (se bem que esse paper "já deu", como dizem os adolescentes).

Aliás, o sr. me dissera que o paper com o Gala sairia na Cepal, mas ainda não saiu. Poderia me informar em qual número sairá? Não só porque precisaria atualizar as referências, mas porque a Annina Kaltenbrenner, uma austríaca que faz doutorado na Inglaterra, cujo tema central é câmbio no Brasil (muito interessante a teoria pós-Keynesiana que ela vem tentando desenvolver s/ o tema, com base na qual vem mostrando com evidências estatísticas e econométricas a "financeirização" do Real em operações de carry-trade), ficou muito interessada em conhecer seu trabalho s/ câmbio (em troca de e-mails eu lhe fiz um resumo s/ as 2 txs de equilíbrio). Mas acho que ela só lê em inglês. E na Cepal, sai a versão em inglês.

Grande abraço

André

Em tempo, eu não disse que quanto maior o PIB, maior a apreciação, mas o que a teoria prediz que qto maior a produtividade relativa dos tradables num país (comparada, digamos, à média mundial), maior a tendência de apreciação no longo prazo. Este seria o efeito Harrod-Balassa-Samuelson (certamente baseado na PPP). O que eu disse foi que, na impossibilidade de ter dados mensais s/ produtividade,

usamos como proxy o PIB per capita (aliás, a maioria dos economistas o faz). E que os resultados deram relação negativa entre PIB per capita (não PIB) e câmbio real (o que era esperado). Mas que o resultado deve ser avaliado com cautela, porque longe de expressar ganhos significativos de produtividade, pode ter refletido melhora da distribuição de renda por conta dos programas sociais ou outros fatores, e não ganhos significativos de produtividade.

Os indicadores de produtividade do trabalho que têm sido utilizados no Brasil são equivocados (produção física bruta por trabalhador), por isso mostram aumento significativo. Se usar o indicador correto (valor adicionado por trabalhador em termos reais), os resultados serão pífios.

Abraço cordial

André

De Luiz Carlos Bresser-Pereira, 11.02.2011

Caro Nassif

O paper não vai mais sair na Revista de la Cepal porque saiu antes na Revista de Economia Política. É uma coisa ridícula. Eles pediram o paper, aprovaram o paper, sua revista é "latino-americana" (publicada em espanhol e em inglês), mas não o publicam porque saiu um pouco antes em português. Envio-lhe o arquivo como saiu na REP (assim você tem a referência) e também uma versão em espanhol não publicada. Encaminhe para ela os dois arquivos. E diga para ela consultar meu livro *Globalization and Competition* que saiu pela Cambridge University Press.

Um abraço

Bresser

De André Nassif, 9.2.2011

Prezado prof. Bresser,

Bem, nós não analisamos com essa pureza de detalhes temporais, mas, pelos resultados preliminares que a Eliane apresentou ontem, a tendência é justamente essa.

Quanto ao PIB per capita, faz sentido:

- 1) que os termos de troca tenham revelado não somente maior nível de significância como também maior elasticidade que o PIB per capita.
- 2) a razão: no caso do PIB per capita, o que vamos ponderar é que, embora os sinais tenham sido cfe o esperado (maior PIB per capita, maior apreciação) e a variável tenha se revelado signicante, o resultado deve ser analisado com cautela, pois longe de revelar níveis elevados de produtividade do trabalho (ou mesmo TFP) ao longo do período analisado, pode refletir alguma melhora na distribuição de renda por conta dos programas sociais (tipo Bolsa Escola, Bolsa Família, etc). De fato, muitos

economistas dizem que a produtividade do trabalho no Brasil tem sido expressiva na última década. Isso é um equívoco monumental, porque o problema é que, em geral, medem pela relação produção física por trabalhador, o que é um erro. Se medir pelo indicador apropriado, valor adicionado por trabalhador (em termos reais), os resultados serão medíocres (em média entre 1999 e 2010). Só mais recentemente o indicador vem apresentando resultados mais robustos. Tanto é assim que os indicadores de TFP nos últimos 10 anos têm sido próximos de zero. O ideal teria sido refletir o efeito Harrod-Balassa-Samuelson pela produtividade. Mas não temos dados mensais (a não ser usar o indicador produção física por trabalhador, o que seria, para mim, equivocado), então usamos renda per capita como proxy (que, aliás, é o que faz a maioria).

E é óbvio que as "policy implications" de curto prazo (mix de instrumentos de política) serão mantidas, mas com um adendo: se agora os termos de troca revelam ser altamente significantes para explicar a tendência de sobrevalorização **no longo prazo**, isso precisa ser neutralizado (para usar o verbo que o senhor gosta) com políticas industriais e tecnológicas consistentes.

Bem, estou ávido para lhe enviar o paper revisto na semana que vem.

Cordial abraço
André Nassif

De Luiz Carlos Bresser-Pereira, 9.02.2011

Caro Nassif,

Você me diz que "quanto maior o PIB, maior a apreciação". No curto prazo, pode ser: o PIB cresceu mais por outras razões que a depreciação da taxa de câmbio; aumentaram os salários e os investimentos, aumentam em consequência as importações e o câmbio se aprecia. É assim que pensa o Affonso Pastore.

A proposta fundamental do pensamento keynesiano-estruturalista que estamos tentando desenvolver (eu os coloco nesse grande projeto) é que a relação fundamental é inversa: em momentos especiais (como foi o período 1990-1992), (1) quando o governo deixa de neutralizar a doença holandesa, (2) ou quando os preços das commodities aumenta e a doença holandesa se agrava, (3) ou sempre que o governo decide crescer com poupança externa ou com déficit em conta corrente financiado por entrada de capitais, a taxa de câmbio se aprecia, isto reduz as oportunidades de investimento voltados para a exportação, a taxa de acumulação de capital cai, e a taxa de crescimento do PIB cai, ocorrendo a substituição da poupança interna pela externa.

Estas são ideias fundamentais que tornam a taxa de câmbio uma variável "independente" em relação ao PIB e dependente da decisão de deixar de neutralizar a doença holandesa, da melhoria das relações de troca, e da aceitação da política imperial de que crescamos com a poupança externa. Ou elas estão certa e definem o surgimento de uma escola de pensamento, ou estão erradas, e continuamos acreditar que uma "moeda forte" é uma boa coisa.

Um abraço cordial,

Bresser