

Devaluing to prosperity: misaligned currencies and their growth consequences *

Luciano Ferreira Gabriel *

*Faced with the choice between changing one's mind
and proving that there is no need to do so, almost
everyone gets busy on the proof.*

John Kenneth Galbraith. *Economic, peace and
laughter* (1971)¹.

Surjit S. Bhalla é Ph.D. em Economia pela Universidade de Princeton. Atualmente, é presidente da Oxus Investments, um *hedge fund* sediado em Nova Déli. Tem passagens como pesquisador na Rand Corporation, Brookings Institution, o Banco Mundial, Goldman Sachs e Deutsche Bank. Trabalhou em diferentes comitês do governo indiano, como os relacionados à convertibilidade da conta de capitais em 1997 e 2006 e como consultor sobre os mercados secundários para o Securities and Exchange Board da Índia. Foi membro da Comissão Estatística daquele país entre 2007 e 2010. Possui várias obras relacionadas à globalização e seus efeitos sobre diferentes economias.

O livro de Bhalla (2012) é organizado em 14 capítulos, além da introdução (Capítulo 1). A ideia central de seu livro é exposta em várias etapas, as quais serão apresentadas brevemente nesta resenha, tendo em vista a evolução da discussão teórica a respeito dos determinantes do crescimento econômico na literatura tradicional (Capítulo 2), a base de dados utilizada de 180 países com foco nos últimos 150 anos, as formas de mensuração da taxa de câmbio real e seus impactos sobre as variáveis de interesse em diferentes análises e testes econométricos.

A tese central desta obra é que uma taxa de câmbio relativamente desvalorizada, em termos reais, favorece o crescimento econômico por meio de seu efeito sobre o nível de investimento da economia². Isso porque, segundo o autor, um dos determinantes do investimento é a lucratividade, tanto em termos absolutos (a taxa de retorno deve ser superior ao custo do capital), quanto em termos relativos (a taxa de retorno deve ser superior a segunda melhor alternativa de investimento). Nesse contexto, taxas de câmbio reais competitivas ajudam na redução dos custos de

* Artigo recebido em 16 de março de 2015 e aprovado em 12 de agosto de 2017. Resenha de: Surjit S. Bhalla. *Devaluing to prosperity: misaligned currencies and their growth consequences*. Washington, DC: Peterson Institute for International Economics, Aug. 2012.

** Professor do Departamento de Economia da Universidade Federal de Viçosa (UFV), Viçosa, MG, Brasil. E-mail: lucianofg@gmail.com.

(1) Epígrafe do Capítulo 14 de Bhalla (2012).

(2) Vale dizer que, ao longo do texto, estamos utilizando a medida direta da taxa de câmbio real. Dessa forma, uma desvalorização da taxa de câmbio é sinônimo de desvalorização da moeda doméstica.

produção (medidos em US\$), aumentando a “eficiência do investimento” e também passando a atrair mais investimento estrangeiro.

Uma vez que novos investimentos são mais intensivos em tecnologia (principalmente na indústria manufatureira), a taxa de câmbio depreciada em termos reais também auxilia no crescimento da produtividade. Dessa forma, o maior crescimento econômico não é o resultado isolado de mais fatores de produção.

Esse entendimento é fundamental para o autor explicar o sucesso da *High-Performance Asian Economies* (HPAE), considerados como “milagres de crescimento”. Bhalla explica que uma maneira útil de se entender esses “milagres” se dá por meio do cálculo da razão da taxa de crescimento da produtividade em relação à taxa de crescimento dos custos do trabalho. Se o câmbio está depreciado, essa razão aumenta porque diminui o denominador, o que faz com que os investimentos tenham maior retorno, influenciando positivamente o crescimento econômico.

A investigação de Bhalla sobre os determinantes do crescimento econômico parte de antes do trabalho pioneiro de Sir Arthur Lewis (1955). No Capítulo 2 explora-se o fato de que os fatores realmente importantes para o crescimento econômico diferem-se no tempo entre os países. Se no século XVI a geografia possuía um papel crítico, no século XIX era a habilidade dos países em capitalizar ganhos por meio da Revolução Industrial. Essas teorias variaram ao longo do tempo com ênfases que partem desde a dotação de fatores até às mudanças politicamente orientadas pelo Estado.

No Capítulo 3 são explorados os papéis da poupança agregada e das transações correntes a partir de diferentes pontos de vistas teóricos e empíricos, demonstrando que a relação entre a primeira e a valorização da taxa de câmbio não é tão direta como alguns autores parecem sugerir. Bhalla explica que os persistentes superávits em conta corrente podem ocorrer por causa de uma taxa de câmbio depreciada. O crescimento liderado pelas exportações requer taxas de câmbio depreciadas, o que acaba por melhorar os resultados em transações correntes.

Neste caso, uma taxa de câmbio real depreciada faz com que os investimentos sejam mais rentáveis, o que, por sua vez, estimula os mesmos a aumentarem, o qual influencia positivamente a taxa de crescimento, influenciado, por fim, a poupança agregada. Neste caso é o aumento do investimento que leva a maior taxa de crescimento, sendo que uma fração da renda adicional advinda deste processo é poupada.

Uma visão alternativa é a que certos países possuem alta propensão a poupar, de forma que a poupança agregada é positivamente afetada por sobrevalorizações cambiais (ou taxas de câmbio menos “competitivas”), como na visão de Williamson (2003), por exemplo.

O autor explora as relações das transações correntes e crescimento para países como Alemanha, Japão, China, Índia, Coreia do Sul e Estados Unidos para diferentes períodos verificando certa não linearidade entre estas variáveis, de forma que os

superávits constatados em alguns países não necessariamente levaram ao maior crescimento. Uma das explicações para este fato estaria relacionado ao nível da taxa de câmbio real.

Isto posto, Bhalla verifica que o *link* causal está na relação de taxas de câmbio subvalorizadas e maior crescimento econômico. Além disso, quando pesquisa o efeito da taxa de câmbio depreciada em relação aos superávits em transações correntes informa que para o período de 1965 a 2011 em uma amostra de até 94 países, para cada 10% de depreciação o saldo em conta corrente aumenta em 0,2% (para os primeiros anos da amostra) até 0,48% (para os últimos períodos da amostra de países).

No Capítulo 4 considera-se explicitamente a existência de diferentes medidas para taxas de câmbio de equilíbrio (e desalinhamento cambial), os quais podem gerar diferentes resultados empíricos, como a completa rejeição da hipótese sobre o papel da política cambial sobre o crescimento econômico ou uma subestimação dos efeitos da taxa de câmbio real. O autor dedica também especial atenção para estes resultados alternativos e para a hipótese da endogeneidade da taxa de câmbio (foco do Capítulo 6), refutando-a a partir de diferentes testes econométricos e análises históricas.

Em relação à taxa de câmbio real, uma estratégia de depreciá-la em um nível considerado competitivo como forma de promover o crescimento econômico já foi ardorosamente defendida por Béla Balassa (1964) por meio de políticas orientadas às exportações. Entretanto, Bhalla não defende ou repete simplesmente os argumentos de Balassa (1964), sem antes passá-los por um escrutínio teórico e empírico.

A partir da reestimação de modelos de diferentes instituições e pesquisadores o autor demonstra que muitas das conclusões divergentes entre os mesmos têm como origem o fato de que existem métodos de mensurar a taxa de câmbio real de equilíbrio (EERs) que produzem erros ou vieses, os quais comprometem o poder explicativo do câmbio depreciado (ou de seu nível de equilíbrio) em relação ao crescimento econômico. Em outras palavras, o resultado “convencional” de que o nível da taxa de câmbio não importa, ou que importa apenas de maneira “fraca” se devem às formas viesadas de estimativa³. O fato de o autor apontar para estes problemas econométricos sublinha a necessidade de aplicação de testes mais rigorosos⁴.

No Capítulo 5 são destacados dois elementos comuns a um grupo de países asiáticos com destaque para a China no que concerne aos períodos de maior

(3) O próprio autor desenvolve uma forma funcional não linear para a relação taxa de crescimento da renda *per capita* e taxas real de câmbio (RER) que sugere uma relação em forma de “S” entre estas duas variáveis e possui um coeficiente de ajustamento de mais 86% para o período de 1996 a 2011. Esse formato em “S” advém do fato de que durante o processo de desenvolvimento os níveis de renda e crescimento exibem uma relação com este formato: de início a taxa de crescimento é lenta e então se acelera e depois se desacelera quando a economia se torna desenvolvida, já com um nível de renda *per capita* mais elevado. Walter Whitman Rostow em uma publicação de 1960 (*The stages of economic growth: a non-communist manifesto*) foi o autor pioneiro em caracterizar estes estágios de desenvolvimento. Bhalla (2012) faz análises desta relação por meio de grupos de países de renda *per capita* similares e para 2011 (último ano dos dados disponíveis à época da primeira publicação do seu livro).

(4) Há um *survey* completo no Capítulo 4 dos métodos e resultados alcançados para a estimativa da taxa real de câmbio e como a apreciação/depreciação cambial afetou o crescimento.

crescimento econômico considerados como fundamentais: taxas de juros competitivas em relação aos custos de capital das economias desenvolvidas e maiores taxas de investimento. No último caso, taxas de câmbio depreciadas implicaram em menores custos relativos de produção. Estes menores custos, por seu turno, aumentam o retorno sobre o investimento, o qual incentiva seu crescimento e, por conseguinte, ampliam as taxas de crescimento econômico.

Bhalla testa esta relação para várias amostras de países em diferentes períodos levando em conta os efeitos Balassa-Samuelson e vários períodos defasados da valorização cambial, incluindo outras variáveis de controle tais como impostos, corrupção e taxas de juros reais. Se o investimento (medido como parcela do PIB) está relacionado ao nível de valorização do câmbio ou a alguma medida de desalinhamento cambial, então há suporte empírico para a conclusão de que a taxa de câmbio real seja um importante determinante do crescimento econômico. O autor encontrou robusta evidência econométrica de que essa relação seja satisfeita.

No Capítulo 7 são exploradas as relações das transações correntes e o crescimento global para os Estados Unidos, tendo como perspectiva os movimentos das taxas de câmbio para diferentes países e considerando-se diferentes medidas de apreciação/depreciação cambial.

No Capítulo 8 apresenta-se de forma mais cabal a relevância empírica da taxa de câmbio real (e o desalinhamento cambial) como importante determinante do crescimento econômico para vários países, utilizando variáveis de controle como a qualidade das instituições e dados demográficos⁵. Um dos pontos de partida do autor é o modelo *benchmark* de convergência de Robert Barro e Xavier Sala-i-Martin (1992) para o período de 1950 a 2011, em que se realizam diversos experimentos empíricos a partir de diferentes especificações, estimações e modelos, controlando-se para possíveis vieses e endogeneidades.

O argumento central de Bhalla é que o câmbio real funcionaria por meio de mecanismos de incentivos: quando mais desvalorizado, maior o incentivo para produzir tendo em vista os menores custos relativos, daí maior o nível de investimento e maior taxa de crescimento⁶. Esse argumento permanece válido a despeito da inclusão

(5) A qualidade das instituições possui como principais expoentes na literatura internacional Daron Acemoglu, Robert Hall, Charles Jones, Simon Johnson e James Robinson. Vários trabalhos do Banco Mundial e do Fundo Monetário Internacional enfatizam mais a relevância das instituições para o crescimento de longo prazo, do que as políticas econômicas, que possam resultar em “guerras cambiais”. A crítica de Bhalla a esse respeito é que se a sobrevalorização cambial pode gerar efeitos negativos sobre o crescimento econômico, o oposto não seria verdadeiro? Nesse sentido, as depreciações reais não poderiam também promover o crescimento? Acemoglu, Johnson, Robinson e Thaicharoen em um trabalho de 2003 intitulado “*Institutional causes, macroeconomic systems: volatility, crises and growth*” testam a influência das instituições e da taxa de câmbio real sobre o crescimento e concluem que a qualidade das instituições importam mais do que o nível da taxa de câmbio. Entretanto, Bhalla (2012) chama a atenção para o fato de que os autores utilizaram a metodologia de Dollar (do trabalho “*Outward-oriented development economies really do grow more rapidly*”, de 1992, publicado na *Economic Development and Cultural Change*), a qual não é, segundo o autor, uma medida adequada para o desalinhamento cambial.

(6) Esse argumento permanece válido para explicar em larga medida grande proporção das (des)acelerações de crescimento econômico em uma ampla amostra de países.

de outras variáveis independentes, individuais ou combinadas ou mesmo controlando-se para a existência de *outliers*.

No Capítulo 9 considera-se a influência no crescimento econômico tanto a partir do nível inicial da taxa de câmbio real e sua taxa de variação ao longo do tempo. As duas variáveis afetam os níveis de investimentos da economia ao longo do tempo, bem como a taxa de aceleração do crescimento a partir de depreciações reais.

No Capítulo 10 é desenvolvido um índice internacional de economias mercantilistas. No seu trabalho Bhalla (2012) define o mercantilismo a partir da coexistência de alto nível de apreciação cambial e superávites em transações correntes. Nesse *ranking* os países mais mercantilistas na última década foram Malásia, Singapura, Taiwan, Tailândia, Hong Kong e China.

No capítulo 11 testam-se várias medidas de qualidade das instituições *versus* as políticas cambiais de depreciações reais. O autor chega à conclusão que nesse *trade-off* a segunda política tem claras vantagens para afetar a taxa de crescimento econômico.

Uma nova questão colocada pelo autor no Capítulo 12 é testada: se a taxa de câmbio real subvalorizada foi importante no período foco de análise que se estendeu de 1950 a 2011, será que esta funcionou também anteriormente? De acordo com Bhalla (2012) uma taxa de câmbio depreciada durante o século XIX auxiliou sobremaneira o rápido crescimento econômico dos Estados Unidos e Europa durante a Revolução Industrial.

Especial atenção é dedicada ao caso da China no Capítulo 13. Nada menos que 31 estudos e declarações de *policy makers* sobre a taxa de câmbio chinesa são analisadas. De acordo com análise de Bhalla (2012) o renminbi chinês é uma moeda severamente subvalorizada. Apesar dessa situação ser mais confortável para a China Paul Krugman (dentre outros) afirma (m) que: “*China’s policy of keeping its currency, the renminbi, undervalued has become a significant drag on global economic recovery. Something must be done*” (*New York Times*, 14 mar. 2010 apud Bhalla, 2012).

A taxa de câmbio chinesa é subvalorizada não porque ocorreram, necessariamente, políticas ativas nesse sentido. No Capítulo 14 o autor chama a atenção do componente de “*standing still*” em relação ao câmbio chinês. Sem qualquer mudança da taxa de câmbio oficial no início do século, o renminbi se tornou ultracompetitivo por meio de taxas de inflação baixas em relação aos seus principais concorrentes internacionais e devido à taxa de crescimento de sua produtividade.

Grande parte das exportações de bens manufaturados da China estava indo para os EUA. Desde 1994 o Tesouro estadunidense tem declarado que a China é um “manipulador da taxa de câmbio”. Entretanto, nem todo o país pode se dar ao luxo de ser um “manipulador cambial”, tendo em vista as chamadas “guerras cambiais” e as reais possibilidades econômicas de se manter um câmbio subvalorizado por muito tempo. Em larga medida essas possibilidades dependem da economia política

internacional, dado que as taxas de câmbio reais depreciadas podem prejudicar a competitividade de outras economias. Atualmente, a pressão internacional reivindica que a China revalorize sua taxa de câmbio em uma velocidade superior a 5% ao ano, dados os atuais desequilíbrios globais.

No Capítulo 15 são delineadas as principais conclusões do trabalho. A principal conclusão do autor é que os países podem “*devalue its way to prosperity*”. Entretanto, às vezes diminuindo a taxa de crescimento de outros países e sob forte pressão internacional por menos “manipulação cambial”.

Apesar de investigar diferentes fatores relevantes sobre o crescimento econômico, o livro de Bhalla, de forma mais específica, trata como a taxa de câmbio real (ou o desalinhamento cambial) afeta as exportações, o comércio internacional e o crescimento econômico dando às economias a possibilidade de melhorar a competitividade por meio da redução dos custos do trabalho tornando-as relativamente mais baratas no mercado internacional. Apesar desse ser o tema central do trabalho do autor, ele não advoga que os *policy makers* devam realizar políticas de depreciação real independente de outras políticas econômicas. Fica claro ao longo da obra que essa variável não funciona independentemente de outros fatores, como o grau de abertura econômica ou o aumento de produtividade, apesar do título sugestivo.

Em linhas gerais, a obra é oportuna, uma vez que coloca em discussão o papel da taxa de câmbio real sobre o crescimento econômico e sobre as fontes potenciais e reais de desequilíbrios globais. Entretanto, um dos pontos relevantes não tratados explicitamente ao longo do livro diz respeito aos canais de transmissão dos efeitos do maior nível da taxa real de câmbio sobre o nível de investimentos das firmas (em contraste ao nível agregado) e sobre a possibilidade de *catching up* tecnológico, algo que o autor apenas deixou implícito.

Referências bibliográficas

LEWIS, A. W. *The theory of economic growth*. London: George Allen & Unwin. 1955.

WILLIAMSON, J. *Exchange rate policy and development*. Washington: Peterson Institute for International Economics. 2003.

BALASSA, Béla. The purchasing power parity doctrine: a reappraisal. *Journal of Political Economy*, v. 72, n. 6, 1964.

BARRO, R.; SALA-I-MARTIN, X. Convergence. *Journal of Political Economy*, v. 100, n. 2, p. 223-251, 1992