

Debate sobre Taxa de câmbio e Doença Holandesa

Debate com André Nassif, José Luis Oreiro, Luiz Fernando de Paula, Nelson Marconi

De André Nassif, 18.02.2011

Oi, Oreiro e Luiz Fernando e outros,

Nosso modelo decompõe o câmbio em variáveis estruturais (utilizamos como variáveis renda per capita como proxy do efeito Harrod-Balassa-Samuelson; termos de troca e saldo em conta corrente) e variáveis de curto prazo (diferencial de juros; diferencial de juros defasado em 1 período; risco-país; estoque de reservas e fluxo de capitais de curto prazo).

Tratamos endogeneidade (o calhorda do Alexandre Schwartzman não tem mais do que reclamar). Rodamos em OLS e VEC e os resultados foram bem semelhantes. Os sinais foram conforme o esperado e todos significantes. Mas entre as estruturais, a principal foi termos de troca. E entre os de curto prazo, o diferencial de juros.

No cálculo do índice de sobrevalorização, nossa hipótese é que, ao contrário do que faz a maioria dos trabalhos (ou calcula o "misalignment" pelo resíduo - ex. Rodrik, 2008; o Schwartzman diz que fizemos isso na versão anterior da Anpec, mas ele não leu o texto, porque mesmo ali não havíamos feito isso- ou pela diferença entre o câmbio observado e a parte estrutural), nossa metodologia pressupõe que AMBOS podem determinar o desvio (isso pela competência da Eliane, que, seguindo metodologia de um livro de Montiel, estima a sobrevalorização pela tendência de longo de todas as variáveis, a partir dos coeficientes estimados).

O texto estará sendo revisto em inglês esta semana, e breve enviarei a todos.

Abrço

André

Em tempo: o termo calhorda é porque ele se referiu a André Nassif e acrescentou entre parênteses (que família). Deve haver algum outro Nassif do qual ele não gosta e isso não justifica atacar minha sagrada família (eu não conheço outros parentes que tenha fora do Estado do Rio).

De José Luis Oreiro, 18.2.2011

Caros,

Fiquei sem entender exatamente o que vocês estão discutindo pois não tive acesso ao texto original. Anyway, a literatura econômica estabelece a existência do efeito Balassa-Samuelson segundo o qual o crescimento relativo da renda per-capita gera uma apreciação do câmbio real pois aumento o preço dos non-tradables relativamente aos tradables (por isso que, ceteris paribus, o câmbio na Suíça é mais apreciado que

no Brasil). De qualquer forma, trata-se de um efeito de longo-prazo, estrutural, que não tem nada a haver com as flutuações de curto-prazo do nível de atividade econômica.

No caso brasileiro, eu acredito que a razão mais importante para a apreciação do câmbio é o diferencial de juros (ajustado pelo risco país) e a crescente liberalização da conta de capitais adotada desde o início da década de 1990. Devo lembrar que, salvos momentos isolados na história brasileira dos últimos 20 anos, a conta de transações correntes tem sido amplamente deficitária, mas a conta de capital (salvo momentos de sudden stop) amplamente superavitária. Do meu ponto de vista (e já disse isso ao Bresser) isso elimina a ocorrência histórica de doença holandesa no Brasil, embora não se possa descartar a possibilidade de ocorrência da mesma no futuro devido ao pré-sal.

Abs,

José Luis

De Luiz Fernando de Paula, 18.2.2011

Caros,

Se entendi bem o segundo argumento do Oreiro, ele diz que:

- a) Temos historicamente um déficit em conta corrente (em função do déficit comercial, déficit em serviços e déficit em rendas, sendo esta última relacionada a conta capital, ou seja estoque de obrigações externas).
- b) O superávit da conta capital está acima das necessidades de financiamento do déficit em conta corrente, sendo explicado em grande magnitude pelo diferencial de taxa de juros e liberalização na conta capital.

Logo, se não há déficit em conta corrente não é correto falar em doença holandesa.

Meu ponto é o seguinte: a balança comercial continua superavitária e aí poderia haver sinais de existência de uma “doença holandesa” que, somado aos fluxos abundantes de capitais (pelos motivos expostos), gera uma tendência de apreciação da taxa de câmbio. Assim, em uma economia aberta e financeiramente integrada em um mundo de globalização financeira não é possível um caso clássico de “doença holandesa”, mas quem sabe uma versão ampliada, em que preço/demanda de commodities contribua (junto com outros fatores) para apreciação cambial. Talvez o caso clássico pode ser de alguma serventia para a Argentina que tem um sistema financeiro atrofiado e é enormemente dependente da exportação de 3-4 produtos.

Quanto ao efeito Balassa-Samuelson concordo com o Oreiro: trata-se de uma tendência de longo prazo.

Abs,

Luiz Fernando

De Luiz Carlos Bresser-Pereira, 19.2.2011

Caros José Luis, Luíz Fernando, André, Carmem, Eliane

O José Luis começou um novo debate. Ele diz que no Brasil não existe doença holandesa. Nas suas palavras: "últimos 20 anos, a conta de transações correntes tem sido amplamente deficitária, mas a conta de capital (salvo momentos de sudden stop) amplamente superavitária. Do meu ponto de vista (e já disse isso ao Bresser) isso elimina a ocorrência histórica de doença holandesa no Brasil".

Creio que você está enganado, José Luís. A doença holandesa, quando não neutralizada (como é o caso do Brasil desde 1990-91), é compatível com o equilíbrio intertemporal da conta-corrente. É por isso, porque não gera déficit e, portanto, não ameaça de crise, que a doença holandesa é uma falha de mercado tão forte.

Para compreendermos a taxa de câmbio apreciada do Brasil devemos separar os dois fatores que a determinam: a doença holandesa e as entradas de capitais. Um país que tem doença holandesa e a neutraliza (desloca a curva de oferta das commodities que lhe dão origem para a esquerda através de um imposto de exportação) tem necessariamente superávit em conta corrente. Era o que deveria ocorrer no Brasil. Nossa taxa de câmbio deveria ser a de equilíbrio industrial (que viabiliza indústrias utilizando tecnologia no estado da arte mundial) que eu creio que é de cerca de R\$2,30. Com essa taxa de câmbio teríamos um superávit em conta corrente, porque suponho que hoje a taxa de câmbio que equilibra a conta corrente é cerca de R\$1,90.

A doença holandesa existe no Brasil porque temos rendas ricardianas sempre, derivadas antes do café, hoje dele mesmo mas mais da soja e do ferro. É uma doença holandesa não neutralizada desde 1990-91, que aprecia o câmbio porque essas commodities podem ser exportadas de forma lucrativa por uma taxa de câmbio que hoje, dado seu preço internacional elevado, creio ser de R\$1,90 - a taxa de equilíbrio corrente.

Por que a taxa de câmbio é ainda mais apreciada do que isso? Aí sim, José Luís, devido às entradas de capitais ou a taxa de juros alta, ou à política de crescer com poupança externa e a atração que o Brasil exerce sobre investidores e especuladores estrangeiros.

Para entendermos a taxa de câmbio no Brasil precisamos, portanto, dividi-la em dois componentes: a doença holandesa, que a desloca do equilíbrio industrial para o equilíbrio corrente, e as entradas de capitais que levam ao déficit de conta corrente.

Conforme assinala o Luiz Fernando, a balança comercial superavitária pode ser sinal de doença holandesa. É verdade, embora possa haver superávit comercial por outros motivos. Se a doença holandesa fosse neutralizada e as entradas de capital, controladas, não teríamos apenas um superávit comercial; teríamos um superávit em conta corrente. Se não tivéssemos doença holandesa (se não produzíssemos as commodities que lhe dão origem) e tivéssemos uma taxa de câmbio de R\$1,67, como é hoje, não teríamos superávit comercial, e nosso déficit em conta corrente seria ainda maior do que é hoje.

Um abraço cordial,

Bresser

De José Luis, 19.2.2011

Bresser,

Vamos aos seus pontos:

I) A doença holandesa, quando não neutralizada (como é o caso do Brasil desde 1990-91), é compatível com o equilíbrio intertemporal da conta-corrente. É por isso, porque não gera déficit e, portanto, não ameaça de crise, que a doença holandesa é uma falha de mercado tão forte.

Resposta: tirando um breve período 2003-2007, o saldo em conta corrente tem sido deficitário no período 1994-2010, logo está em desequilíbrio inter-temporal, daí as crises cambiais de 1998, 2002 e quase outra vez no final de 2008. Se a não-neutralização da doença holandesa é compatível com o equilíbrio inter-temporal da conta corrente, então isso não se aplica ao caso brasileiro onde não temos esse equilíbrio (o que importa para a DH é o saldo em conta corrente, não o saldo comercial).

ii) "A doença holandesa existe no Brasil porque temos rendas ricardianas sempre, derivadas antes do café, hoje dele mesmo mas mais da soja e do ferro".

Resposta: A existência de rendas ricardianas não é condição suficiente para a ocorrência de doença holandesa, para tanto devemos ter a taxa de câmbio de equilíbrio em conta corrente mais baixa do que a de equilíbrio industrial, o que não podemos garantir a priori, apenas com base nas rendas ricardianas, pois as mesmas se derivam da existência de qualquer recurso cuja disponibilidade não possa ser alterada pelo trabalho humano (esse é o sentido original conferido pelo Ricardo, vide "Ensaio a cerca da influencia do preço do cereal sobre os lucros do capital"). A Terra é o recurso escasso por excelência e está presente em todos os países do mundo (mesmo em Luxemburgo), logo as rendas ricardianas estão presentes em toda e qualquer atividade ligada a terra (agricultura, pecuária, mineração), mas a doença holandesa é algo limitado historicamente. No duro, no duro, só conheço dois casos históricos: a Espanha do Século XVI (após a descoberta de ouro e prata no México e no Peru) e a Holanda dos anos 1970 após a descoberta de petróleo no mar do norte.

iii) Para entendermos a taxa de câmbio no Brasil precisamos, portanto, dividi-la em dois componentes: a doença holandesa, que a desloca do equilíbrio industrial para o corrente, e as entradas de capitais que levam ao déficit e conta corrente.

Resposta: De acordo com a divisão, mas não basta fazermos a divisão em termos conceituais, é preciso estimar as taxas e mostrar que a taxa de equilíbrio da conta corrente é mais baixa do que a taxa de equilíbrio industrial. Do contrário, a hipótese de existência de doença holandesa no Brasil será apenas ... uma hipótese não testada.

Abs,

JLO

De Nelson Marconi, 20.2.2011

Caríssimos,

Não consegui entrar no debate antes, mas aqui vão minhas contribuições:

a) a doença holandesa pode sim ocorrer associada a um superávit comercial e taxa de câmbio apreciada; neste caso, basta que a taxa de câmbio (real) observada seja inferior à de equilíbrio industrial; o que ocorrerá neste caso é que a DH inviabilizará a produção em diversos setores em que não ocorrem as rendas ricardianas; haverá uma mudança na composição setorial da produção, mas não necessariamente um déficit comercial e em conta corrente.

b) a DH pode, se for mais aguda, implicar em uma tal valorização da taxa de cambio que prejudica o agregado das exportações e torna o saldo em transações correntes deficitário; neste caso, a taxa de câmbio estaria abaixo do nível que equilibra tal saldo (que chamamos de taxa de câmbio de equilíbrio corrente). (obs à parte: no caso brasileiro atual, o que torna a taxa de câmbio observada inferior à de equilíbrio corrente é o movimento de capitais, mas não uma doença holandesa tão intensa).

c) se o mercado de câmbio for realmente flutuante, a tendência neste ponto (em que a doença holandesa é mais aguda e gera o déficit em transações correntes) seria a taxa de câmbio se desvalorizar em função de tal déficit e voltar ao nível de equilíbrio; por isso é que existe uma taxa de câmbio de equilíbrio de transações correntes compatível com a doença holandesa. Porém, se tivermos um grande fluxo de capitais, ela pode permanecer abaixo do patamar de equilíbrio corrente sem provocar uma desvalorização *por algum tempo adicional*. Por isso tendo a concordar com o argumento do André, que combina os dois efeitos (das relações de troca e do diferencial de juros).

d) André, concordo que o PIB per capita não é a melhor proxy para a produtividade, ainda que seja largamente utilizado; porque vocês não trabalham com dados trimestrais e, neste caso, vocês poderiam calcular o valor adicionado por trabalhador? Outra coisa, não seria interessante testar o impacto da demanda externa sobre a taxa de câmbio, que nosso amigo calhorda gosta tanto de citar?

e) concordo com a explicação do Jose Luís sobre o impacto do aumento da produtividade sobre a taxa de câmbio; não seria interessante testarmos então, em algum momento, se há diferença nas elasticidades-renda da demanda por tradables e não tradables para o Brasil? Possivelmente alguém já tenha feito isso, e se já, sugeriria citar no trabalho de vocês;

f) vamos calcular essa taxa real de cambio de equilíbrio industrial assim que vc chegar por aqui, dr. Oreiro.....precisamos fazer isso para fortalecer o argumento

abraços a todos

Nelson

De André Nassif, 21.2.2011

Caros,

O debate está tão interessante, e como foi eu quem começou, resolvi até agregar os nomes dos prof. Luciano Coutinho, pres. do BNDES, João Carlos Ferraz, diretor da Área de Planejamento e meu superintendente, Cláudio Leal, já que são temas de importância para o Brasil.

Bem, em primeiro lugar, nosso trabalho, que foi totalmente revisto após a apresentação na Anpec (realmente, a versão atual, está bem melhor que a anterior - finalizamos na sexta, e está sendo revisto o inglês, assim, logo, logo, vamos divulgá-lo) não é sobre doença holandesa, mas sobre os determinantes de longo (que chamamos de "estruturais") e curto prazo do câmbio real. A partir dos determinantes, calculamos um índice que chamamos de "índice de sobrevalorização".

Este índice é diferente dos de :

- i) Razin e Collins (1999), talvez o primeiro trabalho que calculou "misalignment" (segundo um survey do John Williamson), porque estes calculam o desvio do câmbio real observado em relação ao de "equilíbrio", como a diferença entre aquele e os componentes estimados da parte que eles chamam "fundamentals". Portanto, o desvio seria por definição a soma da parte que eles chamam de "choque" mais o erro. Foi uma adaptação disso que apresentamos na Anpec. Na nova versão, reestruturamos a parte teórica e o desvio do câmbio observado em relação ao "ótimo" de longo prazo (usamos este termo, na falta de termo melhor, e a palavra "ótimo" vem sempre entre aspas) - e dizemos que este conceito seria mais próximo ao de "equilíbrio industrial" do prof. Bresser -, ou seja, a taxa de câmbio real requerida para produzir uma alocação de recursos em direção a setores de alta produtividade e assegurar o processo de catch-up e desenvolvimento no longo prazo - foi calculado com base na tendência de TODAS as variáveis de curto e longo prazo (a Eliane Araújo tentou fazer à la Razin e Collins, mas o resultado não foi bom). De fato, esta metodologia de "filtro HP" é sugerida pelo trabalho de Baffes et al. ("Single Equation Estimation of the Equilibrium Real Exchange Rate"), que está na coletânea de HINKLE, L.E.; MONTIEL, P.J. Exchange rate misalignment: concepts and measurement for developing countries. *World Bank Research Publication*, Oxford University Press, 1999, e nos produziu um índice de sobrevalorização impressionantemente parecido (pelo comportamento da tendência) com o que vem ocorrendo no Brasil desde 1999 - tendência de sobrevalorização, com depreciações repentinas nos períodos de choque.
- ii) Rodrik (2008), este sim, faz um procedimento inadequado, pois calcula o "misalignment" pelo resíduo da série (Woodward de Columbia faz uma crítica devastadora deste trabalho). Estou inserindo também um colega muito legal aqui do Banco (chamado Vicente Cardoso, que me sugeriu o texto do Woodward - seu único "defeito" é ser liberal demais, mas ele é bem legal, respeita e discute de forma

respeitosa e inteligente).

Bem, nossos resultados mostraram que os termos de troca foram a variável de longo prazo com maior coeficiente para explicar o "desvio" em relação ao "ótimo". E o diferencial de juros, a variável de curto prazo com maior coeficiente para explicar a mesma coisa.

No trabalho, na parte final de "policy implications", dizemos que faz sentido a "suspeita" de "ameaça" de doença holandesa (mas relembro, nosso trabalho não é sobre este tema, apenas tangencia). E, para isso, são necessárias políticas que as neutralizem, como sugere o prof. Bresser.

No entanto, concordo com Oreiro de que, ainda assim, não me é certo de que HAJA doença holandesa no Brasil (ameaça é diferente de fato concreto, já em curso). Eu acho que os conceitos, nesses casos, devem ser respeitados conforme mostra a literatura teórica sobre o tema (aliás, a parte teórica veio depois do episódio real na Holanda, que diz que "doença holandesa é um processo em que a alocação de recursos é de tal forma generalizada para setores intensivos em recursos naturais que o câmbio, que sobrevaloriza cronicamente, desestrutura todo o setor industrial". Será que nosso setor industrial já foi totalmente devastado? Não acredito.

Mas concordo que há, sim, ameaça. Só que não acho que o Brasil tem poder de monopólio suficiente para usar o "argumento da tarifa ótima" (o imposto de exportação s/ commodities sugerido pelo prof. Bresser) neste caso. Isso foi possível na época do monopólio do café, entre 1906 e 1929 (e como mostrou Furtado, isso a longo prazo acabou sendo inócuo, porque acabou postergando o desenvolvimento do setor industrial e ainda atraiu novos produtores para o setor). As políticas de neutralização que sugerimos são da alçada da política industrial e tecnológica. Logo, os resultados, claro, não são imediatos.

Caro Marconi, pensamos em trabalhar com dados trimestrais, mas desistimos, porque nossa série é entre 1999 e 2010, e preferimos evitar resultados enviesados caso tivéssemos poucas observações (o que seria o caso com dados trimestrais).

Abraço a todos,

André

P.S: Oreiro, se você topar, concordo em processar o "calhorda" do Schwartzman, porque ao se referir a mim, em seu blog, usou a expressão "o André Nassif (que família)". Eu nem imaginei que, como vc lembrou ele, ele se referia ao jornalista Luis Nassif (o que eu tenho a ver com isso? Nem conheço nem sou parente do Luis Nassif, mas também nada tenho contra ele). [L L]
[SEP SEP]

De Luiz Carlos Bresser-Pereira, em 22.2.2011

Caros, minha resposta é ao José Luis

1. Você afirma que " Se a não-neutralização da doença holandesa é compatível com o

equilíbrio inter-temporal da conta corrente, então isso não se aplica ao caso brasileiro onde não temos esse equilíbrio (o que importa para a DH é o saldo em conta corrente, não o saldo comercial)."

Ora, no meu modelo o déficit em conta corrente **não** é causado pela doença holandesa, mas pelas entradas de capitais. A doença holandesa apenas puxa a taxa de câmbio do equilíbrio industrial para o corrente,

2. Você diz que "A existência de rendas ricardianas não é condição suficiente para a ocorrência de doença holandesa, para tanto devemos ter a taxa de câmbio de equilíbrio em conta corrente mais baixa do que a de equilíbrio industrial, o que não podemos garantir a priori."

Ora, a diferença entre o equilíbrio industrial e o equilíbrio corrente (que define a existência de doença holandesa) é **causada** pelas rendas ricardianas. Graças a elas o produtor de soja médio pode produzir e exportar a uma taxa de equilíbrio corrente de, suponhamos, R\$1,90, enquanto o equilíbrio industrial, suponhamos novamente, de R\$3,30. Essa diferença não se soma às rendas ricardianas, mas é causada por essas rendas.

As rendas ricardianas, no caso da doença holandesa, são diferentes das de Ricardo, porque para ele as rendas eram dos diferenciais de produtividade nos diversos tipos de terra e quem as auferia era o rentista, proprietário da terra. Já nas "minhas" rendas ricardianas, elas são diferenciais entre produtividade entre países, e quem as auferem é o país como um todo. Surgem então duas possibilidades extremas:

- ou há neutralização da doença, e as rendas são auferidas pelo Estado que depois as redistribui sob infinitas maneiras, ou, o que é melhor, as aplica em um fundo soberano;
- ou não há neutralização, e as rendas são distribuídas imediatamente para a população graças à taxa de câmbio sobreapreciada. Neste caso temos a clássica preferência pelo consumo imediato e a queda do investimento e do crescimento.

3. Estou de acordo. O problema é como, empiricamente, distinguir as duas causas da sobreapreciação. Para essa tarefa você, o André e a Eliane são mais competentes do que eu. Mas me disponho a ajudar a pensar.

Abraço,

Bresser