

A tendência à sobreapreciação da taxa de câmbio

Luiz Carlos Bresser-Pereira*

Resumo: Nos países em desenvolvimento há uma tendência à sobreapreciação da taxa de câmbio. Existem duas causas estruturais: a doença holandesa e a atração que altos lucros e taxas de juros nos países em desenvolvimento exercem sobre capitais externos, e quatro causas políticas: a política do crescimento com poupança externa, o controle da inflação através de uma “âncora”, cambial, a política de “aprofundamento de capital”, e o populismo cambial. O país deverá neutralizar esta tendência para poder ter um crescimento rápido, ou sofrerá crises cíclicas de balanço de pagamento.

Palavras-chave: Sobreapreciação da taxa de câmbio; doença holandesa; poupança externa; populismo cambial.

Código JEL: F 31 – F 43 – O11

A teoria econômica e o bom senso nos dizem que os países de renda média deverão crescer a taxas superiores aos dos países ricos e assim realizar o *catching up*. Nos últimos 30 anos diversos países – principalmente asiáticos – confirmaram essa previsão, mas, para isto, adotaram uma estratégia nacional de desenvolvimento que chamei de “novo desenvolvimentismo” (Bresser-Pereira, 2006). A questão seguinte que se colocou para mim foi saber quais são as políticas no seio desta estratégia que permitirão que o país cresça mais rapidamente. Sem desconsiderar a importância dos fatores do lado da oferta (educação, conhecimento técnico-científico e investimentos na infraestrutura), entendo que as políticas econômicas do lado da demanda – uma severa política fiscal, taxas de juros moderadas e uma taxa de câmbio competitiva são as variáveis chaves. Para chegar a essa conclusão, eu observei o que estava acontecendo nos países dinâ-

* Professor Emérito da FGV – SP. Endereço: Centro de Economia Política. Rua Araripina, 132, Cidade Jardim 05603-030. São Paulo, SP. Telefone: (11) 38166053; Fax: (11) 38165978. E-mail: bresserpereira@gmail.com

micos da Ásia – quais foram as políticas que foram estratégicas para seu crescimento. A observação não deixou dúvidas. Por outro lado, as reformas institucionais não são tão urgentes como muitas vezes se pressupõe. Instituições de longo prazo estão, sem dúvida, correlacionadas com o *nível*, mas não estão com a taxa de desenvolvimento econômico; os países ricos são aqueles que dispõem de instituições melhor consideradas, mas é impossível correlacionar as reformas institucionais com as taxas de crescimento. Estas reformas são sempre necessárias, mas raramente precede o crescimento econômico: toma tempo amadurecê-las, transformá-las em lei, e executá-las. Na verdade, a instituição-chave para o crescimento é a estratégia nacional de desenvolvimento – ou seja, o conjunto de objetivos, normas e práticas formais e informais que orientam uma nação para competir internacionalmente e se desenvolver.

Ao identificar as políticas macroeconômicas como estratégicas para o desenvolvimento econômico adotei a abordagem da macroeconomia do desenvolvimento. Em seguida, entre as políticas macroeconômicas, eu isolei a política cambial como a mais estratégica. Neste trabalho, eu argumentarei que existe nos países em desenvolvimento uma tendência estrutural à sobreapreciação da taxa de câmbio. A taxa câmbio não varia ao longo de uma taxa de equilíbrio como a teoria econômica pressupõe. Se as autoridades econômicas não neutralizarem essa tendência, a taxa de câmbio permanecerá por longo tempo sobreapreciada devido à doença holandesa, ou devido à entrada de capitais atraídos por taxas de lucro e de juros altas. Políticas buscando atrair capitais externos ou combater a inflação com o uso da taxa de câmbio agravarão essa tendência estrutural. Na ausência de uma política de neutralização da tendência à sobreapreciação até o ponto em que sobrevém a crise de balanço de pagamentos. Isto não impedirá que o país continue a crescer já que o capitalismo é essencialmente dinâmico, mas crescerá lentamente, e não experimentará o *catching up*.

Para desenvolver meu argumento sobre a tendência à sobreapreciação da taxa de câmbio foram importantes os trabalhos que escrevi anteriormente sobre essa taxa, a doença holandesa e a política de crescimento com poupança externa (Bresser-Pereira e Gala 2007, Bresser-Pereira 2008). Para desenvolver plenamente meu argumento neste trabalho eu

suporei conhecidos os modelos anteriores. Neste trabalho eu, primeiro, discutirei a relação entre a taxa de câmbio e o desenvolvimento econômico e, em seguida, apresentarei os fatores estruturais e de política econômica que tendem a valorizar a taxa de câmbio distinguindo aquelas que são estruturais das decorrentes de políticas econômicas estimulando o endividamento externo e a entrada de capitais para financiá-lo. Nesse processo, mostrarei como a doença holandesa valoriza a taxa de câmbio até que ela alcance o nível de equilíbrio corrente, e como a atração que os países em desenvolvimento exercem sobre os países ricos – somadas a políticas de crescimento com poupança externa levam a economia do país que não neutraliza a tendência à substituição da poupança interna pela externa, à fragilidade financeira e, finalmente, à crise de balanço de pagamentos.

Taxas de câmbio e crescimento

Até relativamente pouco tempo, a taxa de câmbio não era vista como um objeto de estudo legítimo pelos economistas preocupados com o desenvolvimento econômico. Somente alguns trabalhos empíricos contestaram essa visão, mas não eram suficientemente focados e claros para mudar a opinião dominante. As pesquisas sobre o assunto começaram com um importante estudo de Dollar (1992: 535), relacionando a taxa de câmbio ao crescimento, seguido pelos trabalhos de Sachs e Warner (1999) e Razin e Collins (1997). Dollar presumiu que os países latino-americanos e africanos tendem a ter taxas de câmbio mais elevadas do que os países asiáticos e concluiu que, se tivessem adotado os padrões asiáticos de taxa de câmbio, o crescimento anual médio no período 1976–85 teria sido respectivamente 1,5 e 2,1 pontos percentuais acima do que foram na realidade. De acordo com Dollar, “esses resultados implicam fortemente que a liberalização do comércio, a desvalorização da taxa de câmbio real e a manutenção de uma taxa de câmbio real estável poderiam melhorar dramaticamente o desempenho do crescimento em muitos países pobres”. Teoricamente, essa conclusão seria verdade somente se a taxa de câmbio efetiva nos países latino-americanos e africanos tivesse sido a taxa

nominal. Antes da década de 1990, porém, isso não acontecia em muitos países, cujas moedas eram rigidamente administradas e cujas taxas de câmbio reais efetivas eram alteradas por impostos sobre a importação e subsídios à exportação. No caso do Brasil, por exemplo, nos anos 1970, como os impostos sobre a importação estavam em torno de 50% e os subsídios à exportação para produtos manufaturados eram também de 50%, a taxa de câmbio efetiva era 33% menor do que a taxa nominal; os exportadores de café pagavam um imposto de 33%.

Outros estudos (Benaroya e Janci 1999; Easterly 2001; Bresser-Pereira e Nakano 2002b; Fajnzylber et al. 2004; Gala 2006; Johnson, Ostry e Subramanian 2007; Levy-Yeayti e Sturzenegger 2007; Rodrik 2007) também mostraram que uma taxa de câmbio menor garantiria maiores taxas de crescimento aos países em desenvolvimento. Usando a base de dados de Dollar, Easterly estudou o período 1960-99; seu objetivo era explicar por que as reformas orientadas para o mercado realizadas nas décadas de 1980 e 1990 não provocaram os resultados esperados em termos de crescimento. Uma das explicações que ele encontrou foi que certas moedas, como o peso mexicano, valorizaram-se em termos reais; outras, como o real brasileiro e o peso argentino, permaneceram constantes; enquanto algumas moedas asiáticas se depreciaram até 1990, e então se valorizaram até a crise do balanço de pagamentos de 1997. Gala (2006) completou os dados de Dollar e Easterly e corrigiu-os, levando em conta as diferentes taxas de produtividade dos países em estudo e a consequência que elas deveriam ter sobre as taxas de câmbio reais relativas. As moedas dos países asiáticos que estão experimentando aumentos de produtividade acima da média, como Coreia ou Taiwan, deveriam ter se valorizado em relação às outras, como prevê a regra Harrod-Balassa-Samuelson. Mas isso não aconteceu. A conclusão do estudo econométrico de Gala foi clara: os países asiáticos mostraram claramente taxas de câmbio mais competitivas do que os latino-americanos e por essa razão cresceram mais rapidamente. Assim, a relação entre uma taxa de câmbio competitiva e o desenvolvimento econômico está agora evidente. E fica também evidente até que ponto a política cambial é estratégica. Não podemos simplesmente presumir que a taxa de câmbio esteja em equilíbrio de mercado. Precisamos garantir que isso aconteça, que a taxa de câmbio

seja competitiva. Se é difícil manter o orçamento público em equilíbrio razoável e a taxa de juros em um nível global moderado, é consideravelmente mais difícil manter a taxa de câmbio competitiva, porque não se espera que os formuladores de políticas se comportem apenas moderada e razoavelmente, eles precisam também neutralizar proativamente uma tendência estrutural.

Embora irrefutável no aspecto econométrico, a literatura recente sobre o tema apresenta dois problemas: confunde as taxas de câmbio competitivas com as depreciadas e carece de uma teoria ou de um mecanismo de transmissão para explicar por que uma taxa de câmbio meramente competitiva provoca o crescimento econômico em países de renda média. A confusão entre a taxa de câmbio competitiva e a depreciada foi um erro pelo qual eu também sou culpado. Durante muitos anos, desde a década de 1970, eu estava convencido de que uma “moeda relativamente depreciada” era uma explicação central para o rápido crescimento econômico. Assim, eu reconhecia o papel central da taxa de câmbio no desenvolvimento econômico, mas sugeria que seu nível médio era um resultado artificial da intervenção no mercado financeiro. Em outras palavras, eu estava dizendo que essa taxa de câmbio relativamente depreciada era produto de uma intervenção desenvolvimentista no mercado que poderia ser acusada de ser “neomercantilista” ou de “begging thy neighbor” [empobrecer seu vizinho]. A partir de 2007, entretanto, após desenvolver meu modelo sobre a doença holandesa (Bresser-Pereira 2007; 2008), percebi, em primeiro lugar, que essa doença e também as taxas mais elevadas de lucros e de juros que tendem a prevalecer nos países em desenvolvimento eram duas causas estruturais da tendência à apreciação da taxa de câmbio. Em segundo lugar, que neutralizar essa tendência era uma condição para o crescimento rápido nos países de renda média. Terceiro, que a taxa de câmbio resultante não era relativamente depreciada mas simplesmente competitiva; dado que o modelo da doença holandesa distingue a “taxa de câmbio de equilíbrio corrente” – que corresponde ao nível para o qual a taxa de mercado tende intertemporalmente porque garante o saldo em conta corrente – de um equilíbrio “industrial” – que torna competitivas as empresas comerciais que usam a melhor tecnologia disponível no mundo – chamo de compe-

titiva a taxa de câmbio que corresponde a este último – a taxa de câmbio de equilíbrio industrial. Como a doença holandesa é uma importante falha de mercado, a taxa de câmbio não tende para esta taxa, mas para aquela que equilibra a conta corrente.

A relação entre uma taxa de câmbio competitiva e o desenvolvimento econômico é clara. Considerando que o crescimento depende da taxa de investimento e da produtividade do capital, e que a taxa de investimento depende da existência de oportunidades de lucro, somente uma taxa de câmbio competitiva estimulará os investimentos orientados para a exportação, que são necessários para que o país de renda média tire proveito de sua vantagem econômica chave – os baixos salários – e cresça.

Em torno da taxa de câmbio existem interesses óbvios. Não podemos escapar da economia política envolvida. Nenhum país aceita que seus competidores desvalorizem artificialmente suas moedas. Isso é visto como desleal – como uma forma nacionalista de “begging thy neighbor” [empobrecer o seu vizinho]. De acordo com a teoria econômica convencional, os países asiáticos e particularmente a China estão crescendo à custa de seus concorrentes por manterem artificialmente depreciadas suas taxas de câmbio. Mas, enquanto esses países estão apenas neutralizando a tendência da taxa de câmbio à sobreapreciação, ou estão simplesmente neutralizando a doença holandesa e rejeitando a política de crescimento com poupança externa que inunda seus países com moeda estrangeira de que eles não necessitam, o argumento neomercantilista deixa de fazer sentido.

Quando estudamos o desenvolvimento econômico, devemos sempre levar em consideração seus dois lados: o lado da oferta e o lado da demanda. O pensamento econômico convencional tende a analisar o crescimento econômico apenas em termos de oferta, com foco na educação, na melhoria mais ampla do capital humano, no desenvolvimento científico e sobretudo tecnológico, na inovação e nos investimentos em infraestrutura e em máquinas que aumentam a produtividade dos trabalhadores. Mas, como Keynes e Kalecki classicamente demonstraram, a demanda não é automaticamente criada pela oferta, e, portanto, a insuficiência de demanda pode se tornar um obstáculo essencial ao crescimento econômico. Embora os países em desenvolvimento se carac-

terizem por baixos níveis de educação, domínio limitado do progresso tecnológico e investimentos deficientes na produção de energia e nos transportes, o enorme desemprego de recursos humanos nos países de renda média com baixo crescimento não deixa dúvidas de que o problema principal está quase sempre do lado da demanda e não do lado da oferta. A demanda é composta de consumo, investimentos, gastos públicos e exportações menos importações, ou superávit comercial. Entre esses componentes da demanda agregada, as exportações são chave. Os economistas neoclássicos simplesmente ignoram o lado da demanda. Quanto aos economistas keynesianos que atribuem um papel importante à demanda, o problema é que eles quase sempre se esquecem do papel das exportações na demanda agregada sustentada, por três razões: primeiro, porque se concentram no equilíbrio macroeconômico de curto prazo; segundo, porque geralmente pressupõem sistemas fechados; terceiro, porque muitos economistas keynesianos nos países em desenvolvimento continuam a dar prioridade ao mercado interno e ao consumo de massa, e não acreditam no crescimento baseado na exportação.

Essas são visões equivocadas que ignoram o papel central da taxa de câmbio e das exportações no desenvolvimento econômico. As exportações são chave para os países em desenvolvimento em qualquer circunstância e não há conflito entre o desenvolvimento do mercado interno e a estratégia de crescimento baseada na exportação. Quando o país ainda é pobre, ou seja, quando não completou sua Revolução Industrial, e não tem capacidade de investimento ou uma classe de empresários e profissionais de classe média para conduzir os investimentos, ele geralmente escapa da armadilha da pobreza combinando duas estratégias: exportando alguma commodity mineral ou agrícola em que o país seja particularmente rico, e por uma sistemática e planejada intervenção do Estado, orientada para a poupança forçada e para o aumento da taxa de investimento do país. A combinação dessas duas estratégias será diferente de país para país (Brasil e Austrália de um lado, Japão, Rússia e China de outro), mas as exportações são sempre importantes. Segue-se geralmente uma fase de substituição das importações que deveria ser curta – uma estratégia de industrialização é válida enquanto se puder imaginar que a indústria manufatureira está ainda “incipiente” (um dos problemas

do crescimento latino-americano é que a estratégia de industrialização foi artificialmente estendida além dos limites). Nessa fase, atribuiu-se às exportações um papel aparentemente secundário, mas isso é só parcialmente verdade. Imediatamente após ter se exaurido a estratégia de substituição das importações, o país terá de recorrer às exportações para crescer, agora usando sua mão-de-obra de custo relativamente baixo para exportar manufaturados.

Enquanto o país está apenas exportando commodities, a neutralização dessa doença não é um grande problema, pois o país ainda não tem de se industrializar. Assim que adquire alguma capacidade empresarial e técnica, porém, o desafio será se industrializar e exportar; não faz sentido para o país, agora de renda média, renunciar à diversificação em setores de elevada renda per capita; mas, para isso, a taxa de câmbio competitiva é uma condição necessária. Certamente poderíamos nos fazer duas perguntas: em primeiro lugar, é realmente necessário se industrializar para crescer? Em segundo lugar, é necessário aumentar as exportações para sustentar a demanda agregada? O país não poderia sustentá-la simplesmente administrando as variáveis internas, ou seja, investimento e consumo?

Não vou examinar a primeira pergunta. Esse é um problema que foi resolvido nos anos 1940 e 1950 pela teoria econômica do desenvolvimento e pela Comissão Econômica para a América Latina e o Caribe (CEPAL), e revisitada por Nicholas Kaldor nos anos 1970.¹ O desenvolvimento econômico é um processo de aumento da produtividade que ocorre dentro das indústrias e, principalmente, pela transferência de mão-de-obra de setores de baixo valor agregado para setores de alto valor agregado – setores que usam tecnologia sofisticada e pagam salários e ordenados médios elevados. Sabemos que os setores de bens primários estão se tornando cada vez mais intensivos em tecnologia e, portanto, poderíamos imaginar um país desenvolvido baseado inteiramente nesses setores primários. Mas, para isso, o país teria de ser pequeno como a Nova Zelândia ou o Chile. E mesmo esses países não limitam sua produção de bens comercializáveis aos bens primários. O desenvolvimento econômico exige que o país que se torna tecnologicamente capaz consiga transferir sua mão-de-obra para setores com o maior valor agregado per capita.

Não faz sentido para um país ser limitado em relação a setores em que ele poderia adquirir conhecimento e se especializar por praticar uma taxa de câmbio estruturalmente sobreapreciada.

Quanto à questão de por que um país não deveria sustentar a demanda agregada interna simplesmente administrando essa demanda, a resposta é que isso é teoricamente possível, mas é evidente que a possibilidade de contar também com a demanda externa torna as coisas muito mais fáceis para o país. Se a economia é fechada – ou se os formuladores de políticas agem como se fosse – é difícil aumentar o investimento e a taxa de poupança sem reduzir o consumo interno no curto prazo. No mercado interno, o formulador de políticas e o empresário enfrentam o clássico dilema do ovo e da galinha: as oportunidades de investimento dependem da forte demanda interna que, por sua vez, depende do investimento. Se o país começar aumentando a demanda, pode ocorrer inflação; se a ideia for começar aumentando os investimentos, qual seria o incentivo para investir? Esses problemas desaparecem, porém, se assumirmos que a economia é aberta e que o crescimento deve ser impulsionado pela exportação. Nesse caso, quando o país em desenvolvimento goza de capacidade tecnológica e de uma taxa de câmbio competitiva, ele será capaz de tirar vantagem de sua exportação com mão-de-obra relativamente barata. A demanda deixa de ser apenas interna e se expande, para se tornar uma demanda mundial. Foi isso que os tigres asiáticos, o Brasil e o México fizeram com sucesso nos anos 1970. Foi isso que estes dois países latino-americanos deixaram de fazer após a crise da dívida de 1980, porque concordaram em abrir suas contas financeiras externas e deixaram de neutralizar a tendência à sobreapreciação da taxa de câmbio. Exportações baseadas em uma taxa de câmbio competitiva não apenas representam demanda quando há um saldo positivo nas transações comerciais, mas, além disso, estimulam a principal variável da demanda – os investimentos – que operam tanto do lado da oferta como do lado da demanda.² As exportações são, portanto, estratégicas para resolver o problema do desemprego ou da demanda insuficiente. Na era da globalização, o crescimento baseado na exportação é a única estratégia sensata para os países em desenvolvimento enquanto tiverem a vantagem competitiva da mão-de-obra barata. O argumento de que o modelo de crescimento

baseado na exportação é incompatível com a distribuição da renda e o consumo interno de massa não faz sentido. As exportações aumentam o emprego, os salários e o consumo interno. Muitas vezes o crescimento baseado na exportação aumenta temporariamente a desigualdade, mas ainda mais frequentemente o crescimento baseado na substituição das importações leva ao mesmo resultado.

A maioria dos economistas que reconhece a relação positiva entre uma taxa de câmbio competitiva e o crescimento mais rápido explicam essa relação por referência ou às crises financeiras ou à busca de rendas que geralmente deriva de uma moeda sobreapreciada. Isso é correto, mas óbvio. Recentemente, Rodrik (2007: 20–26) tentou uma explicação mais elaborada. Como uma desvalorização real da moeda é por definição um aumento dos preços relativos dos bens comercializáveis em relação aos bens não comercializáveis, ele argumenta que uma moeda “subvalorizada” poderia “aumentar a lucratividade relativa dos setores de bens comercializados e provocaria sua expansão (à custa do setor não comercializado)”. Mas ele reconhece que essa não é uma teoria, pois “essa teoria teria de explicar por que os bens comercializáveis são ‘especiais’ do ponto de vista do crescimento”. Ele recorre a duas explicações para isso. Uma explicação não é realmente da esfera da economia: instituições fracas e a corrupção a elas associada imporiam “um imposto maior sobre os bens comercializáveis”; a outra explicação é que “as falhas de mercado predominam nos bens comercializáveis”. Essas explicações não são satisfatórias e insistem erradamente na ideia de uma taxa de câmbio “subvalorizada” em lugar de uma taxa “competitiva” (ver a próxima seção). Levy-Yeyati e Sturzenegger (2007: 22) cometem o mesmo erro, mas chegam mais perto da verdadeira explicação. Eles descobrem que o mecanismo que faz com que uma taxa de câmbio “subvalorizada” provoque crescimento mais rápido “está associado a um aumento da poupança e do investimento agregados, e a um declínio do desemprego e da mão-de-obra com relação à remuneração do capital”. Mas eles não explicam por que uma taxa de câmbio competitiva está associada a maior poupança e taxa de investimento.

Venho argumentando há algum tempo que o mecanismo de transmissão entre uma taxa de câmbio competitiva e o crescimento econômico

é simples. Do lado da demanda, dada a existência de capacidade tecnológica e de recursos ociosos ou não utilizados, o crescimento depende da taxa de poupança, que depende da taxa de investimento, que depende da existência de oportunidades de lucro que, por sua vez, dependem de oportunidades de exportação que, finalmente, só existirão se a taxa de câmbio não for sobreapreciada, mas competitiva. A taxa de câmbio é, na verdade, a principal variável a ser estudada pela macroeconomia do desenvolvimento, uma vez que desempenha um papel estratégico no crescimento econômico. De acordo com o modelo clássico ou de economia política, o crescimento depende essencialmente da taxa de acumulação de capital, que depende dos lucros esperados ou, mais precisamente, da diferença entre os lucros esperados e a taxa de juros, mas que também depende da poupança. De acordo com a visão keynesiana, porém, a poupança depende dos investimentos – o que torna as expectativas de lucro a variável chave do crescimento econômico. Embora as expectativas de lucro dependam da demanda interna, dependem também e mais fortemente das exportações e, portanto, de uma taxa de câmbio competitiva. Em outras palavras, se existirem condições do lado da oferta – e não devemos descartá-las – uma taxa de câmbio competitiva é necessária para que os investimentos voltados para a exportação se materializem. O mecanismo central que liga a taxa de câmbio ao crescimento está do lado da demanda, mas também pode ser pensado como estando do lado da oferta como um fator que aumenta a poupança interna. A taxa de câmbio tem um grande efeito sobre os salários e ordenados reais. Quando a taxa de câmbio está sobreapreciada, os salários serão artificialmente altos, salários e ordenados serão igualmente altos e, dada a elevada propensão marginal a consumir, principalmente entre os trabalhadores, o consumo interno também será artificialmente alto. Assim, quando a política econômica traz a taxa de câmbio para o nível competitivo ou de equilíbrio, os salários reais cairão e o consumo interno diminuirá, criando espaço para um aumento da poupança interna (na medida em que essa mudança do lado da oferta seja completada pelo aumento da taxa de investimento do lado da demanda).

Essa teoria assume que os formuladores de políticas são capazes de administrar a taxa de câmbio de longo prazo. Assim, ela rejeita o

pressuposto neoclássico de que a taxa de câmbio é endógena. E naturalmente também rejeita a inversão neoclássica que torna a taxa de câmbio dependente da taxa de poupança. Isso é, por exemplo, o que Pastore, Pinotti e Almeida (2008: 296) argumentam. Eles concordam que uma taxa de câmbio competitiva está associada ao crescimento econômico, mas rejeitam expressamente meu modelo, no qual uma doença holandesa não neutralizada e a política de crescimento com poupança externa, somadas a uma política de altas taxas de juros (e populismo cambial), determinam a sobreapreciação da taxa de câmbio real, o que, por sua vez, reduz as taxas de poupança e de investimento. Em lugar disso, os autores assumem que a taxa de câmbio é “uma variável endógena” e concluem que “os países que têm poupança elevada em relação aos investimentos apresentam superávits em conta corrente, uma taxa de câmbio real mais depreciada e crescem rapidamente. Mas esse é o resultado de sua poupança elevada, não de sua política deliberada de determinar uma taxa de câmbio real mais depreciada”. Ao fazer isso, eles tornam a taxa de câmbio real, uma variável macroeconômica de curto prazo, dependente da taxa de poupança, uma variável estrutural de longo prazo – o que não faz muito sentido. Desde que admitamos que a taxa de câmbio possa ser sistematicamente administrada por um país no contexto de uma estratégia nacional de desenvolvimento – algo de que há ampla evidência histórica não apenas na Ásia, mas também na América Latina entre 1930 e 1980 – faz mais sentido dizer que uma política macroeconômica que tenha por objetivo uma taxa de câmbio competitiva é capaz de gradualmente acarretar um aumento na taxa de poupança, que, por sua vez, na medida em que aumenta, reforça a política de taxa de câmbio competitiva.

Atualmente, a política de administrar a taxa de câmbio para impedir sua valorização é mais efetiva nos países asiáticos dinâmicos do que nos países do Oriente Médio, África e América Latina. Os países latino-americanos usaram exaustivamente a administração da taxa de câmbio até a década de 1980 e cresceram rapidamente, mas perderam essa capacidade após a crise da dívida e sua submissão ao Norte. A capacidade dos países asiáticos de crescimento rápido de administrarem sua taxa de câmbio é a explicação fundamental para seu sucesso. Ela tem origem em sua maior autonomia nacional em relação ao Norte e em sua firme rejeição

do populismo econômico. Essas são duas condições essenciais para uma estratégia nacional de desenvolvimento. Uma terceira explicação poderia ser a de que os países asiáticos têm recursos naturais relativamente escassos, e, portanto, estão menos sujeitos à doença holandesa. Mas é significativo que os países que têm recursos naturais abundantes, como a Tailândia e a Malásia, não baseiem seu crescimento na exploração desses recursos.³

A tendência à sobreapreciação

A principal razão pela qual alguns países de renda média ou emergentes crescem rapidamente e *“catch up”*, enquanto outros ficam para trás, é que os primeiros neutralizam, enquanto os últimos deixam de neutralizar, a *tendência à sobreapreciação da taxa de câmbio*. Após vários anos estudando a relação entre a taxa de câmbio e o crescimento econômico, minha conclusão mais geral é que o obstáculo fundamental que os países de renda média enfrentam para alcançar os desenvolvidos é essa tendência da moeda nacional a uma crônica e cíclica sobreapreciação. Enquanto uma taxa de câmbio competitiva está associada a um crescimento mais rápido, sua tendência à sobreapreciação ainda é um tópico de investigação científica, e pode ser vista como uma hipótese a ser demonstrada. Mas o estado quase permanente de fragilidade financeira e as recorrentes crises do balanço de pagamentos que observamos nos países em desenvolvimento representam uma forte evidência em apoio à hipótese. A tendência à sobreapreciação da taxa de câmbio tem duas causas estruturais principais: a doença holandesa e a atração que as altas taxas de lucro e de juros existentes nos países em desenvolvimento exercem sobre o abundante capital internacional, como resultado da escassez relativa de capital existente. São causas *estruturais*, porque são independentes de políticas econômicas ou da intervenção humana. A segunda causa, porém, é *inflada* por três políticas, duas delas recomendadas pela ortodoxia convencional (a política de crescimento com poupança externa e o “aprofundamento de capital”), e a terceira com origem nos países em desenvolvimento: o populismo cambial.

O papel desempenhado pela doença holandesa é diferente dos desempenhados pelas outras causas, porque exerce uma vigorosa pressão de apreciação sobre a taxa de câmbio, mas não leva o país a sofrer déficits em conta corrente e elevado endividamento externo. A doença holandesa é produto de rendas ricardianas oriundas de abundantes recursos naturais que produzem uma taxa de câmbio compatível com o equilíbrio de longo prazo da conta corrente, mas incompatível com a competitividade internacional dos setores de bens comercializáveis que usam a melhor tecnologia disponível no mundo, e que não são as commodities que geram a doença. Assim, um país que se beneficia da existência de valiosos recursos naturais é amaldiçoado, porque não tem um, mas dois equilíbrios da taxa de câmbio: o equilíbrio “corrente”, que equilibra intertemporalmente a taxa de câmbio, e o equilíbrio “industrial”, que torna economicamente viáveis os setores de bens comercializáveis que utilizam tecnologia de ponta. Quanto maior a diferença entre esses dois equilíbrios, mais grave será a doença. A doença holandesa aprecia a moeda nacional, mas essa pressão se interrompe quando a taxa de câmbio atinge o nível correspondente ao equilíbrio corrente.

A outra causa principal da tendência à sobreapreciação da taxa de câmbio está relacionada com os ingressos de capital. Eles são o resultado da atração estrutural que as altas taxas de lucro e de juros exercem sobre o capital internacional. Mas são também o produto de uma persistente política de crescimento com poupança externa recomendada pela ortodoxia convencional. Como os investimentos das empresas exigem financiamento, os economistas convencionais concluem que o país como um todo também necessitará de financiamento externo. Mas essa é uma situação clássica, em que a lógica microeconômica (a necessidade de financiamento por parte dos empresários) não pode ser transferida para a lógica macroeconômica. Em alguns casos o financiamento externo pode ser positivo, mas, na maioria dos casos a tentativa de crescer com poupança externa falha: em lugar de aumentar os investimentos, a poupança externa aumenta o consumo – e uma alta taxa de substituição da poupança interna pela poupança externa acaba se materializando. Os países que se envolvem na política de crescimento com poupança externa passam por três estágios perversos. Não há necessidade de criticar essa estratégia

quando ela já chegou ao segundo ou terceiro estágios, pois o prejuízo causado ao país se torna óbvio. Como Barbosa Lima Sobrinho (1973), seguindo Ragnar Nurkse (1953), coloca no título de um de seus livros, 'o capital se faz em casa'. Só em momentos particulares, quando um país está crescendo em ritmo extraordinário e as taxas esperadas de lucro são altas, é que a poupança externa ou os déficits em conta corrente poderão ser positivos em provocar o crescimento, porque nesses momentos o aumento dos salários reais causado pela apreciação da taxa de câmbio fluirá principalmente não para o consumo, mas para o investimento.

Enquanto a doença holandesa deixa de empurrar para cima a taxa de câmbio quando esta atinge o equilíbrio corrente, os ingressos de capital resultantes da política de crescimento com poupança externa têm o efeito continuado de apreciar a moeda acima desse equilíbrio. A taxa de câmbio se valoriza gradualmente à medida que os ingressos de capital financiam o déficit em conta corrente e aumentam a dívida externa. Se esses ingressos não forem sustados, mais cedo ou mais tarde eles levarão a uma crise do balanço de pagamentos. A crise chegará mais cedo quanto mais forte for o processo de valorização e quanto menos o governo local neutralizá-lo.

É fácil entender essa sobreapreciação se a taxa de câmbio for fixa. É um erro, porém, acreditar que o problema estará resolvido se a taxa de câmbio flutuar. Não estará resolvido, porque os mercados de câmbio são altamente ineficientes, principalmente em relação aos países em desenvolvimento. Eles não reagem depreciando a moeda tão logo apareça um déficit na conta corrente. Nos mercados financeiros atuais, a taxa de câmbio depende cada vez menos dos fluxos comerciais e cada vez mais dos fluxos de capitais. Enquanto os investidores continuarem a acreditar que o país é sólido – e ficarão tentados a acreditar nisso enquanto estiverem sendo bem remunerados – eles continuarão a despejar capital no país e a taxa de câmbio continuará sobreapreciada.

A pressão da doença holandesa sobre a sobreapreciação das moedas nacionais varia de acordo com sua gravidade. Essa importante falha de mercado existe em diferentes níveis nos países em que recursos abundantes e baratos geram rendas ricardianas. Essas rendas tornam viável a exploração econômica de recursos a uma taxa de câmbio mais apreciada

do que a que seria compatível com a competitividade internacional dos setores que usam tecnologia de ponta. A consequência é que os únicos bens comercializáveis que o país consegue produzir são aqueles que geram a doença holandesa. Uma estratégia nacional de desenvolvimento somente se materializará se o país for capaz de neutralizar os efeitos da doença holandesa por meio da cobrança de um imposto de exportação sobre as commodities que a engendram.

A política de crescimento com poupança externa tem o “aprofundamento de capital” como sua política complementar. Aprofundamento de capital é apenas um termo elegante para justificar as altas taxas de juros que atrairão os fluxos de capital; foi introduzido por McKinnon (1973) e Shaw (1973) nos anos 1970, quando muitos países em desenvolvimento controlavam as taxas de juros e muitas vezes as mantinham negativas. Além disso, o aprofundamento de capital deve também expressar seriedade em termos de política econômica, enquanto as taxas de juros administradas e o populismo econômico sugerem o contrário. Outro complemento à política de crescimento com poupança externa é o uso da taxa de câmbio, e em particular de uma “âncora” cambial, para controlar a inflação. Essa política tornou-se popular depois que a Argentina, em 1991, controlou a hiperinflação vinculando a taxa de câmbio ao dólar dos Estados Unidos. As consequências desastrosas dessa política são bem conhecidas mesmo pela ortodoxia convencional, que depois do final dos anos 1990 abandonou-a em favor de uma taxa de câmbio flutuante. Mas a prática de usar a apreciação da taxa de câmbio para controlar a inflação continua sendo fundamental para a ortodoxia convencional. O êxito do Brasil em reduzir a inflação desde 2002, por exemplo, se deve à forte valorização subsequente do real. Por outro lado, quando a taxa de câmbio se torna sobreapreciada, a aceleração da inflação que seria causada pela necessária desvalorização significa um grande obstáculo a essa desvalorização. Em uma economia aberta, competitiva e não indexada, essa aceleração da inflação é temporária; a bolha inflacionária logo se enfraquecerá. Mas o estigma da inflação alta pode ser significativo, como é no Brasil, de tal forma que, ao se defrontar com qualquer aceleração das taxas de inflação, a população teme o retorno da inflação alta, o que legitima a política do Banco Central de aumentar a taxa de juros mesmo

na ausência de inflação excessiva, simplesmente para valorizar a taxa de câmbio e reduzir a taxa de inflação.

Mas, a justificativa para o crescimento com poupança externa tem sua origem também nos pioneiros da economia do desenvolvimento. O relevante artigo de Rosenstein-Rodan (1943) sobre o “big push” conclui que o início do desenvolvimento seria financiado pela poupança externa. O conhecido modelo dos dois hiatos é geralmente associado a um dos pioneiros da economia do desenvolvimento, Hollis B. Chenery, que foi Vice-Presidente para Políticas de Desenvolvimento do Banco Mundial de 1972 até 1982 – pouco antes de o Banco se voltar para o Consenso de Washington (Bresser-Pereira, 1996). De acordo com este modelo, haveria um hiato (*gap*) estrutural entre a provisão de recursos de um país e sua capacidade de absorção: o hiato de poupança e o de divisas externas. Qualquer um desses dois hiatos seria limitante e restringiria o valor do investimento em capital físico. O segundo hiato era geralmente considerado com mais restritivos; a solução seria aumentar o acesso dos países em desenvolvimento a recursos externos.

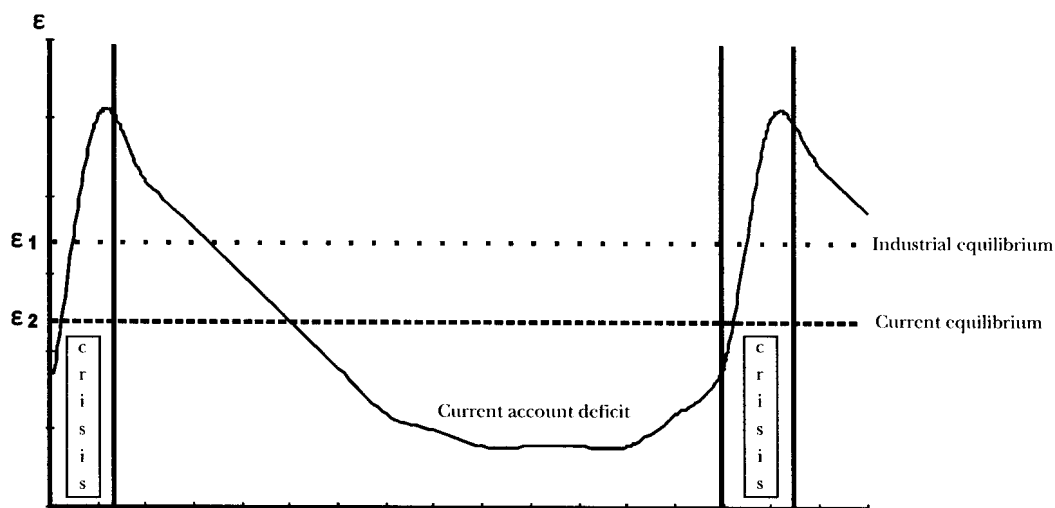
Finalmente, o ‘populismo cambial’ – uma das duas formas de populismo econômico – é também uma causa da tendência à sobreapreciação da taxa de câmbio. Enquanto o populismo político é uma prática política pela qual os líderes políticos tornam-se diretamente conectados com o povo, sem a intermediação de partidos e ideologias políticos, o populismo econômico gasta de maneira irresponsável mais do que se ganha. Enquanto no populismo fiscal a organização ou aparelho do Estado gasta mais do que arrecada em receitas, incorrendo déficits públicos crônicos e irresponsáveis, no populismo cambial é o estado-nação ou país que gasta mais do que arrecada, incorrendo déficits crônicos em conta corrente.⁴ Uma taxa de câmbio apreciada é mais atrativa do que no curto prazo do que uma taxa competitiva, pois implica maiores salários reais e maiores lucros. Os ricos, que medem sua riqueza em dólares, veem-na crescer sempre que a moeda local se valoriza. Os salários da classe média, com seu componente relativamente alto de consumo importado, aumentam quando a moeda local ganha valor. Mesmo os mais pobres se beneficiam de aumentos do salário real com taxas de câmbio não competitivas, na medida em que uma parcela dos produtos de sua cesta de consumo se

torna mais barata. Os ministros de Estado têm interesse em uma taxa de câmbio valorizada, porque isso agrada aos eleitores e, conseqüentemente, eles não hesitam em praticar o que venho chamando de populismo cambial. E os economistas do governo, que aceitam o mandato único que a ortodoxia convencional atribui ao Banco Central – controlar a inflação – também têm interesse em uma taxa de câmbio valorizada, porque podem dizer – como se tornou comum no Brasil ultimamente – que a valorização do real foi ‘uma boa coisa’ porque aumentou os salários. A ortodoxia convencional critica o populismo fiscal, mas é simpática ao populismo cambial porque a valorização da taxa de câmbio é compatível com sua proposta central para os países em desenvolvimento: crescer com poupança externa. Vamos, então, primeiro examinar essa política, e depois discutir a doença holandesa – os dois principais fatores por trás da tendência à sobreapreciação da taxa de câmbio.

Essa teoria simples explica por que os países em desenvolvimento são tão sujeitos a crises do balanço de pagamentos. Contrariamente ao que acreditam os economistas convencionais, elas não são causadas apenas pela “volatilidade da taxa de câmbio”, nem indicam a existência de um “desalinhamento da taxa de câmbio”, mas são consequência de uma tendência estrutural amplificada por políticas equivocadas. As taxas de câmbio são efetivamente voláteis, e muitas vezes estão desalinhadas, mas não são produto de choques aleatórios nem da instabilidade psicológica dos agentes econômicos, apesar do fato de que alguns choques são difíceis de prever e o comportamento econômico muitas vezes carece de racionalidade. Estes fatores podem desempenhar um papel, mas o fator essencial é uma tendência à sobreapreciação que tem por trás rendas ricardianas dando origem à doença holandesa, e a atração que as altas taxas de lucro e de juros que caracterizam os países em desenvolvimento exercem sobre os capitais estrangeiros. Em razão desses fatores estruturais e das políticas equivocadas que os aprofundaram – a estratégia de crescimento com poupança externa, a prática de usar âncoras nominais para controlar a inflação, a política de aprofundamento de capital e o populismo cambial – as moedas locais nos países em desenvolvimento tendem a se tornar ciclicamente sobreapreciadas, até o ponto em que surge uma crise do balanço de pagamentos.

A teoria é simples, mas suas consequências são grandes: se o país não for capaz de neutralizar a tendência à sobreapreciação da taxa de câmbio, ele não crescerá, ou crescerá lentamente. Como não estou oferecendo demonstrações empíricas, deveríamos considerá-la como uma hipótese – mas uma hipótese forte, porque ela explica as crises recorrentes do balanço de pagamentos a que os países em desenvolvimento estão sujeitos. Tais crises não são principalmente produto do populismo econômico, como se costuma dizer, mas de uma tendência que tem entre suas causas um tipo especial de populismo econômico – o populismo cambial. Os países não são sempre financeiramente frágeis porque o ingresso de capitais estrangeiros sob a forma de empréstimos de investimento direto é uma condição para seu desenvolvimento, mas porque eles não conseguem neutralizar essa tendência. Encontrar evidências econométricas dessa tendência e saber como neutralizá-la – qual é o papel da decisão de crescer com poupança interna, de criar impostos sobre as exportações de bens que causam a doença holandesa e, mais amplamente, de administrar uma taxa de câmbio flutuante – são questões para pesquisas adicionais.

Figura 1: Tendência à sobreapreciação da taxa de câmbio



A tendência à sobreapreciação da taxa de câmbio pode ser ilustrada por um simples gráfico. Na Figura 1, a taxa de câmbio é definida como o preço em moeda nacional da moeda estrangeira ou cesta de moedas,⁵ de tal forma que, quanto mais baixa for a curva da taxa de câmbio, mais valorizada será a moeda nacional ou a taxa de câmbio. Se tomarmos como ponto de partida uma crise financeira e a correspondente desvalorização rápida e acentuada da moeda local (um crescimento quase vertical da taxa de câmbio na figura), virá a seguir um processo gradual de apreciação da taxa de câmbio, motivado pelos vários fatores ou causas que acabamos de discutir. No processo de sobreapreciação, a taxa de câmbio, sob pressão da doença holandesa, primeiro cruza a linha horizontal que representa a taxa de câmbio de equilíbrio industrial (ϵ_1), continua a se valorizar (ou seja, a cair no gráfico) e cruza a linha horizontal que representa a taxa de câmbio de equilíbrio corrente (ϵ_2). A partir desse ponto a doença holandesa deixa de pressionar para baixo a taxa de câmbio, mas sua valorização continua e o país entra na área do déficit em conta corrente sob pressão da política de crescimento com poupança externa e do populismo cambial. Finalmente, à medida que o déficit aumenta e mina a confiança dos credores internacionais, a crise do balanço de pagamentos se materializa e a taxa de câmbio mais uma vez se deprecia verticalmente. Quanto tempo é necessário para que esse ciclo se complete? Se o país não tiver uma política de neutralização da tendência de sua taxa de câmbio à sobreapreciação, o intervalo entre as crises pode ser curto (digamos, oito anos). O pressuposto de que um regime de flutuação cambial corrigirá automaticamente a taxa de câmbio não é realista, porque os fluxos de capitais, não os fluxos comerciais, são hoje os principais determinantes da taxa de câmbio de mercado. Enquanto os investidores externos continuarem confiantes e forem atraídos pelas altas taxas de juros e de lucros, eles continuarão a financiar o país. Em um determinado momento, porém, eles perceberão o risco e o efeito manada levará o país ao “default” [incapacidade de pagamento]. No entanto, na medida em que o país conseguir neutralizar parcialmente a tendência à sobreapreciação da taxa de câmbio, a crise poderá não ocorrer nunca – somente se seguirão taxas de crescimento reduzidas.

The tendency to the overvaluation of the exchange rate

Abstract: In developing countries there is a tendency to the overvaluation of the exchange rate. It has two structural causes: the Dutch disease and the attraction that higher profit and interest rates usually prevailing in developing countries exert on foreign capitals, and four policy causes: the policy of growth with foreign savings, the control of inflation to exchange rate anchors, the policy of “capital deepening”, and exchange rate populism. Either the country neutralizes this tendency and grows fast, or does not and will suffer cyclical balance of payment crises.

Key- words: Exchange rate overvaluation Dutch disease foreign savings exchange rate populism

JEL: F 31 – F 43 – O11

Notas

- ¹ Ver Prebisch (1950), Kaldor (1978).
- ² Os gastos com investimentos evidentemente também dependem de outras variáveis, além do aumento das exportações, como a taxa de juros e, sobretudo, as expectativas de lucro, mas estas últimas seriam substancialmente maiores se os empresários pudessem contar com uma taxa de câmbio que os encorajasse a exportar.
- ³ Eles estão sujeitos apenas à doença holandesa “ampliada”, derivada da existência de mão-de-obra barata, cujo conceito foi discutido no final deste trabalho.
- ⁴ Sobre o populismo econômico ver Bresser-Pereira, org. (1991) e Dornbusch e Edwards, org (1991). Os estudos clássicos sobre populismo econômico, inclusive populismo fiscal e cambial, foram escritos por Adolfo Canitrot (1975), Carlos Diaz-Alejandro (1982) e Jeffrey Sachs (1989) e estão todos reproduzidos no livro que editei.
- ⁵ Assim, na figura, não temos o preço de sua própria moeda em termos de outras moedas, como geralmente fazem os cidadãos norte-americanos ou britânicos, mas o inverso.

Referências bibliográficas

ALVES, Antonio J., FILHO, Fernando Ferrari e PAULA, Luiz Fernando de. “Crise cambial, instabilidade financeira e reforma do sistema monetário”. In: FILHO, Fernando Ferrari e PAULA, Luiz Fernando de. orgs., *Globalização Financeira*, Petrópolis: Editora Vozes, 2004, pp. 369-461.

BARBOSA LIMA SOBRINHO, Alexandre Japão: *O Capital se Faz em Casa*. Rio de Janeiro: Editora Paz e Terra, 1973.

BENAROYA, F. e D. Janci “Measuring exchange rates misalignment with purchasing power parity estimates”. In: *Exchange Rate Policies in Emerging Asian Countries*, COLLIGNON, Stefan, PISANI-FERRY, Jean & CHUL PARK, Yung, orgs., New York: Routledge, 1999.

BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos, org. *Populismo Econômico*. São Paulo: Editora Nobel, 1991a.

_____. “Development economics and World Bank’s identity crisis”, *Review of International Political Economy* 2(2), Spring 1995, pp. 211-247.

_____. “Novo desenvolvimentismo e ortodoxia convencional”, *São Paulo em Perspectiva – Revista da Fundação Seade* 20 (3), 2006, pp. 5-24.

_____. *Macroeconomia da Estagnação*. São Paulo: Editora 34, 2007.

_____. “Dutch disease and its neutralization: a Ricardian approach”. *Brazilian Journal of Political Economy* 28 (1), 2008, pp. 47-71.

_____. GALA, Paulo. “Por que a poupança externa não promove o crescimento”. *Revista de Economia Política* 27 (1), 2007, pp. 3-19. Versão em inglês disponível em www.bresserpereira.org.br.

_____. NAKANO, Yoshiaki. “Uma estratégia de desenvolvimento com estabilidade.” *Revista de Economia Política* 21(3), 2002a, pp. 146-177.

_____. NAKANO Yoshiaki. “Economic growth with foreign savings?” Capítulo apresentado no Sétimo Workshop Internacional Pós-keynesiano, Kansas City, Mi., 28 de junho-3 de julho de 2002. Disponível no original em www.bresserpereira.org.br e em português na *Revista de Economia Política* 22(2) abril 2003, 2002b, pp. 3-27.

CANITROT, Adolfo. “La experiencia populista de distribución de renta”. *Desarrollo Económico*, 15(59), 1975, pp. 331-351. Republicado em Bresser-Pereira, org. (1991b).

DIAZ-ALEJANDRO, Carlos. “Southern Cone stabilization plans”. In: Cline and Weintraub, orgs., *Economic Stabilization in Developing Countries*. Washington: Brookings Institution. 1981, pp. 119-148.

DOLLAR, David. “Outward-oriented developing economies really do grow more rapidly: evidence from 95 LDCs, 1976-1985.” *Economic Development and Cultural Change* 40, 1992, pp. 523-44.

DORNBUSCH, Rudy & EDWARDS, Sebastian, orgs. *The Macroeconomics of Populism in Latin America*. Chicago, III: The University of Chicago Press, 1991.

EASTERLY, William. “The lost decades: developing countries’ stagnation in spite of policy reform 1980-1998”. *Journal of Economic Growth* 6 (2), 2001, pp. 135-157.

FAJNZYLBER, P., LOYAZA, N., e CALDERÓN, C. “Economic growth in Latin America and Caribbean”. Washington: Banco Mundial, Working Paper 265, June, 2004.

GALA, Paulo. *Política Cambial e Macroeconomia do Desenvolvimento*. São Paulo: Escola de Economia da Fundação Getulio Vargas em São Paulo, tese de doutorado, maio, 2006.

GONZALEZ, Lauro. *Crises Financeiras Recentes: Revisitando as Experiências da América Latina e da Ásia*. São Paulo: Escola de Economia da Fundação Getulio Vargas em São Paulo, tese de doutorado, junho, 2007.

JOHNSON, Simon H., Jonathan Ostry e Arvind Subramanian. “The prospects for sustained growth in Africa; benchmarking the constraints”. IMF Working Paper nº 07/52, 2007.

KALDOR, Nicholas. “Causes of the low rate of growth of the United Kingdom”. In *Further Essays in Economic Growth*, London: Duckworth, 1978, pp. 100-138.

LEVY-YEYATI, Eduardo & STURZENEGGER, Federico. "Fear of floating in reverse: exchange rate policy in the 2000s", Universidad Torquato de Tella, 2007. Disponível em www.utdt.edu/~fsturtzen.

MCKINNON, Ronald. *Money and Capital in Economic Development*, Washington, DC: Brookings Institution, 1973.

NURKSE, Ragnar. *Problems of Capital Formation in Underdeveloped Countries*. Oxford: Basil Blackwell, 1953.

PASTORE, Afonso Celso, PINOTTI, Maria Cristina e ALMEIDA, Leonardo Porto de. "Câmbio e crescimento: o que podemos aprender?" In: BARROS, Octavio de. e GIAMBIAGI, Fabio, orgs. *Brasil Globalizado*, São Paulo: Campus, 2008.

PREBISCH, Raúl. *The Economic Development of Latin America and its Principal Problems*. New York: United Nations, Dept. of Economic Affairs, 1950.

RAZIN, Ofair, COLLINS, Suzan M. "Real exchange rate misalignments and growth", National Bureau of Economic Research, Working Paper 6147, September, 1997.

RODRIG, Dani "The real exchange rate and economic growth: theory and evidence", John F. Kennedy School of Government, Harvard University, Cambridge, MA, July 2007.

SACHS, Jeffrey D. "Social conflict and populist policies in Latin America". In: BRUNETTA, R. and DELL-ARRINGA, C. orgs. *Labor Relations and Economic Performance*. London: Macmillan Press, 1989.

SACHS, Jeffrey D. & WARNER, A. M. "The big push, natural resource booms and growth". *Journal of Development Economics*, 59, 1999, pp. 43-76.

SHAW, Edward. *Financial Deepening in Economic Development*, Oxford: Oxford University Press, 1973.