

**PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO
PROGRAMA DE ESTUDOS PÓS-GRADUADOS EM
ECONOMIA POLÍTICA**

Paula Oda

**A Política Cambial como Estratégia para o Crescimento
Econômico de Países em Desenvolvimento: Uma análise
aplicada ao Brasil**

MESTRADO EM ECONOMIA

**São Paulo
2013**

**PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO
PROGRAMA DE ESTUDOS PÓS-GRADUADOS EM
ECONOMIA POLÍTICA**

Paula Oda

**A Política Cambial como Estratégia para o Crescimento
Econômico de Países em Desenvolvimento: Uma análise
aplicada ao Brasil**

**Dissertação apresentada à
Banca Examinadora do
Programa de Pós-Graduação
em Economia Política –
PUC/SP, para obtenção do
título de MESTRE EM
ECONOMIA, sob a orientação
do Prof. Dr. Rubens Rogério
Sawaya.**

SÃO PAULO

2013

BANCA EXAMINADORA:

ODA, Paula. *A Política Cambial como Estratégia para o Crescimento Econômico de Países em Desenvolvimento: Uma análise aplicada ao Brasil*. São Paulo-SP, 2013. Dissertação (Mestrado em Economia) Programa de Estudos Pós-Graduados em Economia Política. Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Atuária. Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, PUC-SP.

Autorizo exclusivamente para fins acadêmicos e científicos a reprodução total ou parcial desta Dissertação por processos fotocopiadores ou eletrônicos, para consulta pública e utilização como referência bibliográfica desde que citada com referência de autoria, respeitados os termos da legislação vigente sobre direitos autorais.

São Paulo, __ de _____ de 20__ .

Assinatura: _____

*À minha família por todo
incentivo, apoio e exemplo.*

AGRADECIMENTOS

Ao Prof. Dr. Rubens Rogério Sawaya pelo direcionamento, conhecimento, orientação.

Ao Prof. Dr. Antonio Corrêa de Lacerda e ao Prof. Alberto Handfas pelas contribuições para o melhor direcionamento do trabalho.

Aos professores do Programa de Estudos Pós-Graduados em Economia Política da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo pelo conhecimento, desenvolvimento e formação.

Aos familiares e amigos por todo apoio e compreensão em todos os momentos, principalmente, aos meus pais e irmãos.

“No atual estado da sociedade, o que é livre câmbio? É a liberdade do capital. Quando vocês fizerem desaparecer os poucos entraves que ainda obstaculizam a marcha do capital, apenas lhe terão concedido ... liberdade de ação. (...). Senhores: não se deixem enganar pela abstrata palavra liberdade. Liberdade de quem? Não é a liberdade de um indivíduo em relação a outro indivíduo. É a liberdade do capital.”

*Karl Marx, A Miséria da Filosofia, 1985
Discurso proferido em Bruxelas, 9 de janeiro de 1848.*

RESUMO

A taxa de câmbio é um importante elemento no processo de crescimento econômico dos países em desenvolvimento. Propõe-se que a manutenção dessa taxa em níveis relativamente desvalorizados e competitivos gera estímulos econômicos necessários para promover esse crescimento ao possibilitar maior competitividade no comércio internacional, capaz de produzir expectativas positivas nos agentes econômicos, estimular o investimento produtivo e o desenvolvimento industrial. No entanto, se observará que o processo de mundialização financeira resultou em um aumento dos fluxos de capitais, provocando efeitos significativos nas taxas de câmbio dos países em desenvolvimento e reduzindo a capacidade de controle cambial das autoridades monetárias desses países. A adoção de um regime de câmbio flexível, tal como proposto pelas teorias ortodoxas, acaba por permitir que o aumento dos fluxos de capitais especulativos em direção às economias periféricas provocasse uma intensa valorização dessas moedas. Essa valorização, prejudica o processo de crescimento econômico desses países ao reduzir a competitividade no mercado internacional, favorecer o aumento das importações e desestimular o investimento produtivo, podendo provocar uma alteração na estrutura produtiva de forma a incentivar o direcionamento à atividades primário-exportadoras. Ao analisar o desempenho econômico brasileiro no período entre 1999 e 2011 se observa essa tendência à apreciação cambial e seus impactos sobre o desempenho econômico, resultando em um crescimento moderado, abaixo do observado nos seus principais concorrentes. Os resultados observados na economia brasileira sugerem a necessidade de uma política cambial mais ativa, com o objetivo de preservar a taxa de câmbio em níveis desvalorizados, no sentido de promover estímulos ao crescimento econômico. No entanto, destaca-se que o mercado cambial brasileiro apresenta uma estrutura que dificulta as intervenções no sentido de preservar uma taxa de câmbio que favoreça o crescimento econômico, no qual o mercado à vista sofre intensa influência dos mercados derivativos fortemente especulativos. Essa particularidade deve ser explorada na discussão de uma estratégia de crescimento econômico sustentada por uma política de câmbio desvalorizado.

Palavras-chave: Política cambial. Crescimento econômico. Regimes cambiais. Países em desenvolvimento.

ABSTRACT

Exchange rate is an important element in the economic growth process in developing countries. It is supposed that the maintenance of this rate at relatively undervalued and competitive levels generates economic stimulus necessary to promote this growth by enabling greater competitiveness in the international trade, capable of producing positive expectations in economic agents, stimulating productive investment, and industrial development. However, it will be noticed that the process of financial globalization has resulted in an increase of capital flows, leading to significant effects on exchange rates in developing countries, and reducing the ability of monetary authorities in these countries to control the exchange rate. The adoption of a flexible exchange rate policy, as proposed by orthodox theories, ended up allowing that the increase of speculative capital flow toward the peripheral economies provoking an intense appreciation of these currencies. This appreciation harmed the process of economic growth in these countries by reducing competitiveness in the international market, favoring an increase in imports, and discouraging productive investment, which could lead to a change in the productive structure in a way to incentive the targeting toward primary-export activities. Analyzing the performance of the Brazilian economy in the period between 1999 and 2011, this tendency toward currency appreciation and its impact on economic performance is noticed, resulting in a moderate growth, below the level observed in its major competitors. The results observed in the Brazilian economy suggest the need for a more active exchange policy, in order to preserve the exchange rate in undervalued levels, in a way to promote stimulus to economic growth. However, it is important to highlight that the Brazilian exchange market presents a structure that encumbers interventions that aim to preserve an exchange rate that favors economic growth, whereupon the spot market suffers intense influence from derivatives markets strongly speculative. This peculiarity should be explored in the discussion for a strategy of economic growth supported by an undervalued exchange policy.

Keywords: Exchange rate policy. Economic growth. Exchange rate regimes. Developing countries.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	12
CAPÍTULO 1 – A Taxa de Câmbio e o Crescimento Econômico	15
1.1 A importância da taxa de câmbio sobre o crescimento econômico.....	17
1.2 Relações empíricas	21
1.3 O problema da perda de controle sobre a taxa de câmbio	25
1.4 Considerações finais	29
CAPÍTULO 2 – Regimes Cambiais.....	31
2.1 Evolução histórica	32
2.2 Regime de câmbio fixo.....	35
2.3 Regime câmbio flexível.....	37
2.3.1 Ajuste automático	40
2.3.2 Teoria da convergência	44
2.3.3 A questão inflacionária	47
2.3.4 Críticas ao modelo de câmbio flexível.....	50
2.4 Regimes Intermediários.....	54
2.5 Considerações finais.....	58
CAPÍTULO 3 – Política Cambial e Taxa de Câmbio no Brasil	59
3.1 Evolução da Política Econômica Brasileira anos 1990 e 2000	60
3.1.1 A regulação do Mercado de Câmbio e de Capitais Estrangeiros.....	72
3.2 Fluxos de Capitais e o Mercado de Câmbio no Brasil	74
3.3 Considerações finais	83
CONCLUSÃO	85
BIBLIOGRAFIA.....	90

Lista de ilustrações

Quadro 1.1 – Desalinhamento da Taxa de Câmbio e Performance Econômica: Literatura Disponível.....	22
Quadro 2.1 – Taxonomia da política cambial.....	57
Gráfico 3.1 – Composição das Exportações Brasileiras (1995-2010).....	68
Gráfico 3.2 – Composição das Importações Brasileiras (1995-2010).....	69
Gráfico 3.3 – Taxa de Crescimento Anual do PIB dos BRICs (2004 a 2011).....	71
Gráfico 3.4 – Taxa de Câmbio Nominal e Efetiva Real (Jan/99 – Dez/11).....	75
Gráfico 3.5 – Volatilidade Cambial Histórica Anualizada.....	76

Lista de tabelas

Tabela 3.1 – Indicadores Macroeconômicos.....	65
Tabela 3.2 – Saldo Acumulado da Balança Comercial (FOB).....	66
Tabela 3.3 – Saldo Acumulado da Conta Capital e Financeira.....	70
Tabela 3.4 – Balanço de Pagamentos.....	77
Tabela 3.5 – Conta Capital e Financeira.....	78

INTRODUÇÃO

Durante a década de 80 houve uma intensificação do processo de acumulação financeira, do desenvolvimento dos mercados financeiros e da liberalização e desregulamentação dos mercados que provocaram mudanças estruturais na configuração do capitalismo contemporâneo.

Essa nova configuração possibilitou o surgimento de um espaço financeiro mundial, resultado de um processo de mundialização financeira. Sua consolidação nos anos 90, provocou uma reorganização das relações econômicas e sociais, que passaram a ser dominadas pelo capital financeiro. (CHESNAIS, 2005)

Nesse contexto, observa-se um movimento crescente dos fluxos de capitais, principalmente financeiro, dos países centrais para as economias periféricas, submetendo-as ao movimento das necessidades da lógica da acumulação do capital, isto é, de um capital-dinheiro em busca de valorização.

As economias periféricas, diante da submissão ao capital portador de juros, perdem sua autonomia sobre as políticas econômicas nacionais e têm o seu poder de controle social sobre o capital reduzido. “O capital financeiro tornou-se nesse processo preponderante ao ponto de estar presente nos interstícios do Estado realizando e defendendo as políticas de seu interesse em detrimento da própria acumulação de capital, do crescimento econômico.” (SAWAYA, 2012, p. 19-20)

A compreensão dessas relações existentes na dinâmica capitalista atual é um importante instrumento na elaboração de políticas econômicas que sejam voltadas às necessidades dos países em desenvolvimento e não ao consenso das teorias dominantes que sustentam mecanismos que fortalecem essa subordinação.

A dinâmica do mercado internacional e dos fluxos de capitais, em um contexto de políticas liberais e mercados desregulamentados, passa a ser um elemento determinante¹ no processo de crescimento e desenvolvimento das economias periféricas. Uma das formas de transmissão dessa influência sobre as economias em desenvolvimento é a formação da taxa de câmbio que resulta das relações de troca das moedas entre os países e terá seu comportamento fortemente relacionado à essa dinâmica.

A taxa de câmbio é uma importante variável macroeconômica à medida que, ao ser capaz de provocar alterações na estrutura de preços relativos da economia, produz efeitos no

¹ Determinante no sentido de coordenar os ciclos e o ritmo da evolução das economias periféricas.

mercado nacional (em termos de salário, consumo e investimento) e nas relações no mercado internacional. (LACERDA; OLIVEIRA, 2010, p. 3)

É sobre esse enfoque associado à compreensão de que a taxa de câmbio pode impactar o crescimento econômico que o trabalho foi orientado.

A hipótese do trabalho é que a política cambial pode estar contida em uma estratégia de crescimento econômico dos países em desenvolvimento, no sentido de promover a indústria.

Uma política cambial que sustente taxas desvalorizadas, tornaria os produtos mais competitivos no mercado internacional, possibilitando o aumento das exportações. A expansão das exportações provocaria, então, um estímulo ao investimento nos setores exportadores à medida que a decisão de investir está fortemente ligada à expectativa do agente empreendedor quanto a um cenário positivo para o investimento (como proposto por Keynes). O investimento nos setores exportadores, resultaria em um aumento de sua capacidade produtiva, emprego e produto. Em alguns casos, esse estímulo poderia gerar efeitos positivos às demais atividades econômicas ao promover elevação da demanda (seja por produtos relacionados à atividade exportadora ou pela demanda resultante do aumento da renda).

Por outro lado, o que se observa é que o aumento da liquidez mundial somado às altas taxas de juros praticadas nas economias periféricas (justificadas pelo baixo estoque de capital e pelas políticas contracionistas de controle de inflação) parece ter provocado uma expressiva expansão do fluxo de capitais em direção a estes países que resultou em um processo de apreciação cambial. Em movimento oposto ao provocado pela taxa de câmbio desvalorizada, uma taxa valorizada provoca um efeito negativo na estrutura produtiva. Nas palavras de Alves Júnior et al (2004, p. 388) “os fluxos de capital no presente podem ter uma ação disruptiva sobre os países e setores econômicos e, ainda, comprometer a autonomia das políticas macroeconômicas domésticas”.

Nesse sentido, o trabalho irá apresentar os argumentos teóricos e indícios empíricos de que a adoção de um regime de câmbio flexível, em um contexto de mundialização financeira, provocou uma forte apreciação cambial nos países em desenvolvimento que prejudica a estrutura produtiva e o processo de crescimento econômico. Ao compreender a relação entre a taxa de câmbio e a questão do crescimento econômico e a tendência à valorização cambial identifica-se a necessidade de uma administração mais incisiva da política cambial como um instrumento de política econômica voltada para o crescimento

O primeiro capítulo apresentará a discussão sobre as influências da taxa de câmbio no processo de desenvolvimento industrial e o conseqüente crescimento econômico, através do aumento da competitividade. Serão expostos alguns estudos empíricos realizados que demonstram que taxas de câmbio subvalorizadas estão associadas a taxas maiores de crescimento, enquanto taxas de câmbio sobre valorizadas estão associadas a taxas menores de crescimento econômico, corroborando com a hipótese do trabalho. Ainda no primeiro capítulo será explorada a questão da mundialização financeira que resultou em um aumento dos fluxos de capitais gerando impactos diretos na formação da taxa de câmbio, apresentando o argumento de que o movimento cambial é conduzido pela dinâmica especulativa, que resulta em um maior fluxo de capitais para as economias em desenvolvimento, provocando valorização cambial, além do comportamento volátil desse fluxo resultar em um comportamento volátil na taxa de câmbio.

O segundo capítulo discutirá os regimes cambiais e de que forma estão inseridos nesse contexto de crescimento econômico. Os regimes cambiais serão abordados em três grupos: fixos, flexível e intermediários. Argumenta-se que o regime de câmbio fixo, no cenário de mundialização financeira, torna-se custoso para ser mantido. Por outro lado, o regime flexível sustentado pelos argumentos de ajuste automático do Balanço de Pagamentos, convergência do crescimento e a questão inflacionária, parece não estar cumprindo o que os modelos econômicos propostos por seus defensores imaginava, apresentando entraves ao processo de crescimento econômico dos países em desenvolvimento. A adoção de um regime intermediário se mostra como uma alternativa para a manutenção de taxas de câmbio em patamares desvalorizados.

O último capítulo se propõe a discutir a questão cambial no cenário brasileiro, com destaque para o período entre a flexibilização no ano de 1999 e 2011. A primeira seção do capítulo analisará os desempenhos econômicos, relacionando-os aos movimentos da taxa de câmbio, identificando algumas relações com os argumentos propostos no primeiro capítulo. A segunda seção apresenta uma análise do comportamento da taxa de câmbio brasileira desde sua flexibilização, identificando uma tendência à apreciação e uma elevada volatilidade, concordando com os argumentos apresentados no primeiro e segundo capítulo. Por fim, apresenta-se a estrutura do mercado de câmbio, identificando elementos que podem ser prejudiciais às intervenções e ao controle da taxa de câmbio, dificultando a condução de uma política cambial voltada para o crescimento.

CAPÍTULO 1 – A Taxa de Câmbio e o Crescimento Econômico

Na história do sistema monetário internacional a política cambial foi, em muitos momentos, o principal instrumento de política econômica. Durante o período do padrão ouro até o fim do período regido pelo sistema Bretton Woods houve uma predominância de uma política de câmbios fixos, na qual a principal preocupação econômica recaía sobre a estabilidade. Nas palavras de Eichengreen (2000, p. 30) “o sistema [internacional de taxas de câmbio fixas] pressupunha um clima intelectual no qual os governos atribuíam prioridade à estabilidade da moeda e das taxas de câmbio.”

Uma significativa alteração ocorreu com o fim do sistema Bretton Woods, em meados da década de 70. As principais economias industrializadas deixam de fazer uso do regime de câmbio fixo. A partir dessa mudança e com a consolidação de um sistema de taxas de câmbio flexíveis, retoma-se a discussão sobre a relação entre a política cambial e o crescimento econômico. Um dos marcos desse debate é o economista húngaro Béla Balassa, tendo como um de seus principais trabalhos acerca do assunto publicado em 1982 intitulado de “*Development strategies in semi-industrial economies*”.

Balassa (1982) analisou os resultados econômicos apresentados pelas economias asiáticas. Com base em sua convicção de que a política cambial é um instrumento chave para o crescimento, identificou que a adoção de taxas de câmbio competitivas pelas economias asiáticas resultaram em elevadas taxas de crescimento econômico.

Foi a partir dessa discussão que Williamson propôs uma abordagem de uso da taxa de câmbio como estratégia para o desenvolvimento – *Exchange Rate Development Strategy Approach* – (WILLIAMSON, 2003).

Os estudos realizados a partir da proposta de Balassa defendem políticas de câmbio voltadas para o crescimento econômico, sob o argumento de que taxas de câmbio mantidas em níveis competitivos nas economias periféricas seriam capazes de promover um aumento no volume de exportação. Esse aumento da participação do mercado externo na composição da demanda levaria a um estímulo no nível de investimento, conduzindo para um aumento da capacidade produtiva, crescimento do emprego e, conseqüente, crescimento econômico. Essa discussão torna-se fundamental para a elaboração de uma estratégia voltada para economias em desenvolvimento.

A variação na taxa de câmbio provoca alteração nas relações de preços internacionais, desta maneira, uma taxa de câmbio competitiva, em termos de comércio internacional, será aquela que tornará o preço dos produtos nacionais em moeda estrangeira competitivo no mercado internacional, isto é, uma taxa de câmbio desvalorizada que permitirá que o preço dos produtos de países em desenvolvimento, ao ser convertido para uma moeda mais valorizada (países desenvolvidos), torne-se mais barato ao estrangeiro. A competitividade produzida por uma taxa de câmbio desvalorizada será o resultado do efeito da queda do salário real em termos relativos internacionais.

A elaboração de uma estratégia de desenvolvimento sustentada por uma política cambial competitiva trata-se de uma resposta ao problema observado nas disparidades das estruturas produtivas entre os países em desenvolvimento e os desenvolvidos.

As economias periféricas são, em muitos casos, primário-exportadoras, de maneira que se especializam na produção de insumos básicos, intensiva em trabalho de baixa qualificação e que exige menor desenvolvimento industrial e tecnológico. Essa estrutura produtiva limita o desenvolvimento de uma produção industrial que requer maior nível de investimento e tecnologia empregada. O desincentivo ao desenvolvimento industrial é agravado pela elevada competitividade de indústrias altamente desenvolvidas nos países centrais, intensivas em tecnologia.

Nessa linha, Rodrik (2007, p. 2) argumenta que a relação entre a taxa de câmbio e o crescimento econômico evidencia-se apenas nos países em desenvolvimento, o que sugere que o preço relativo entre os produtos comercializáveis e os não-comercializáveis (taxa de câmbio real) exerce um papel fundamental no processo de crescimento.

Por outro lado, uma taxa de câmbio valorizada nos países em desenvolvimento, agrava ainda mais o problema da falta de competitividade dos produtos industrializados, ao ampliar a diferença entre os preços dos produtos nacionais e os produtos importados, retraindo a atividade industrial e produzindo um reforço ao direcionamento para a atividade primário-exportadora, cuja capacidade de manter a competitividade se justifica pelos baixos custos de produção.

Rodrik (2007, p. 2) indica que uma supervalorização está associada a processos prejudiciais ao crescimento, assim como uma subvalorização da moeda está associada a uma aceleração do crescimento econômico.

Este capítulo irá apresentar de que forma a taxa de câmbio pode influenciar o aumento da competitividade e estimular o crescimento econômico. Também será apresentada a importância de se compreender o funcionamento do sistema financeiro internacional atual para um melhor entendimento de seu impacto sobre a determinação da taxa de câmbio.

1.1 A importância da taxa de câmbio sobre o crescimento econômico

A desvalorização da taxa de câmbio, ao alterar as relações de preços internacionais, proporciona um ganho de competitividade dos produtos nacionais em relação aos produtos estrangeiros. A melhora na competitividade pode estimular o investimento no setor industrial e a ampliação da pauta de exportação ao possibilitar a compensação das perdas de eficiência devido ao atraso tecnológico e à existência de falhas de mercado e contratuais. A ampliação do investimento pode resultar em um aumento da produtividade e desenvolvimento tecnológico que resultem em um desenvolvimento das indústrias que possibilite o crescimento econômico.

A relação entre o movimento cambial e a competitividade permite identificar diferentes canais de influência da taxa de câmbio sobre o crescimento econômico.

Partindo da análise dos canais de influência realizada por Araújo (2009, p. 21) o primeiro e, talvez o principal, canal de influência que pode ser destacado é o investimento. O investimento é o precedente necessário para o crescimento econômico, que determinará a evolução contínua de um processo produtivo ou a sua ruptura diante de um investimento negativo, ou desinvestimento.

A ampliação do investimento destinado à indústria será capaz de proporcionar o aumento da capacidade instalada, a expansão do setor produtivo e a elevação no nível de emprego, fatores esses que conduzirão ao processo de crescimento econômico.

Keynes (1996, p. 170) argumenta que a decisão de investir é ponderada por uma expectativa matemática que sustente o instinto espontâneo de agir do empreendedor (*animal spirits*). Uma política cambial que mantenha a taxa de câmbio em níveis competitivos influenciará positivamente as projeções futuras dos setores de bens comercializáveis e, conseqüentemente, as expectativas dos agentes diante desse mercado. O cenário de otimismo aliado ao instinto empreendedor fornece um estímulo favorável ao investimento de forma a

“preservar o desejo de investir” dos agentes econômicos (WILLIAMSON apud ARAÚJO, 2009, p. 22).

Gala (2007, p. 3) reforça o argumento ao analisar o canal de influência considerando a questão da acumulação do capital. Para o autor, ao tornar a taxa de câmbio competitiva, desvalorizando-a, dois efeitos na renda nacional poderão ser produzidos: aumento na margem de lucro (considerando o ganho de competitividade) e a queda no salário real (diante da queda do poder de compra de cestas de consumo em termos de preços relativos). Esse agregado produziria um aumento no processo de acumulação do capital e, conseqüentemente, um efeito positivo no estímulo ao investimento.

Williamson (2003, p. 7) argumenta ainda que o efeito que uma taxa competitiva poderá produzir em termos de crescimento econômico pode ser ainda ampliado considerando-se que uma parcela significativa da demanda por bens não-comercializáveis é subproduto da demanda de bens comercializáveis. Desta forma, uma taxa competitiva, ao estimular a demanda internacional, poderia ter como reflexo um aumento na demanda de bens não-comercializáveis, sendo capaz de produzir um estímulo positivo na iniciativa de investimento também nesse setor.

Dessa maneira, uma taxa de câmbio desvalorizada que aumente a competitividade dos bens comercializáveis favorece a formação de expectativas positivas relacionadas à prosperidade do setor e pode, portanto, estimular as decisões de investimento que é um elemento essencial no processo de crescimento econômico.

Um segundo canal de influência que pode ser destacado está relacionado ao fundamento tecnológico. Países em desenvolvimento possuem como principais itens da pauta de exportação itens de insumos básicos, as chamadas “*commodities*”, à medida que são capazes de produzir vantagens de custos significativas (ARAÚJO, 2009, p. 26) que possibilita sua inserção no mercado internacional.

Por outro lado, países desenvolvidos apresentam elevado grau de tecnologia na indústria implicando em um aumento na eficiência produtiva que se traduz, em termos de preço, em ganho de produtividade e, portanto, redução do custo dos produtos. A alta produtividade no setor industrial torna seus produtos mais competitivos no mercado internacional, dificultando uma participação dos produtos industrializados dos países em desenvolvimento.

Uma taxa de câmbio desvalorizada que seja capaz de compensar os ganhos de produtividade relacionados ao fundamento tecnológico dos países desenvolvidos permitirá uma expansão da participação dos países periféricos no mercado internacional ao possibilitar um aumento dos setores com competitividade, ampliando a pauta de exportação dos países em desenvolvimento.

Gala (2007, p. 4) defende que uma taxa de câmbio competitiva, poderá estimular e favorecer a exportação de bens não-tradicionais, tais como produtos manufaturados. Estes produtos, em economias em desenvolvimento, tem pouca competitividade com o mercado internacional principalmente em função do baixo nível de desenvolvimento tecnológico, o que torna a produção de manufaturados menos eficiente se comparada à produção de países desenvolvidos e com alto grau de tecnologia envolvida na indústria. O aumento da competitividade produzido pela desvalorização cambial poderá compensar a baixa produtividade (ou falta de eficiência), permitindo que se passe a exportar bens não-tradicionais, atuando como um estímulo ao investimento nesse setor produtivo e, conseqüentemente, possibilitando o desenvolvimento tecnológico do setor.

A produtividade é um canal de influência que também está relacionado à discussão do fundamento tecnológico, porém, não mais sob o aspecto da desvantagem competitiva, mas como um efeito positivo do processo de investimento.

Ao desenvolver políticas com taxa de câmbio desvalorizada haverá um estímulo ao volume de investimento nos setores exportadores, investimento esse que será destinado em parcela significativa à inovação tecnológica, favorecendo o desenvolvimento industrial.

Como resultado dos investimentos em inovações haverá uma melhora na eficiência produtiva e um aumento nos ganhos de produtividade, de forma a tornar produção mais competitiva e proporcionar a formação de expectativas positivas, que forneceria um novo impulso ao investimento, possibilitando assim o início de um processo cíclico de investimento, produzindo uma mudança estrutural na economia do país, em termos de produção e emprego (ARAÚJO, 2009, p. 29).

A possibilidade de compensação às falhas de mercado e às falhas contratuais é também um canal de influência da taxa de câmbio sobre o crescimento econômico destacado por Rodrik (2007, p. 10) e Araújo (2009, p. 24-25) no que se refere aos bens comercializáveis. Com relação às falhas contratuais – “contratos incompletos, corrupção, falta de mecanismos de proteção à propriedade intelectual, pouca efetividade dos contratos, entre outros”

(ARAÚJO, 2009, p. 24) – os incentivos para a acumulação e para o progresso técnico podem ser reprimidos em função das baixas apropriações dos retornos dos investimentos, justificadas por tais falhas. Argumenta-se, ainda, que essas falhas sobrecarregam mais o setor dos bens comercializáveis, se comparados aos não-comercializáveis, haja vista sua tendência a um sistema de produção mais complexo.²

Rodrik (2007, p. 25-26) destaca algumas das falhas de mercado que são responsáveis por perdas na competitividade produtiva, tais como: externalidade de coordenação, que implica na necessidade de investimentos coordenados nas atividades interrelacionadas quando da criação de uma nova planta industrial (no caso dos países em desenvolvimento pode-se destacar a necessidade de investimentos à infraestrutura); imperfeições no mercado de crédito, nos casos em que os empreendedores tem dificuldades em financiar projetos por problemas de assimetria de informação; prêmio salarial, obtido quando os custos de monitoramento, rotatividade e outros são capazes de manter o salário acima do salário de equilíbrio, no entanto o nível de emprego permanece baixo; e, externalidades de conhecimento, que consiste no valor tecnológico, marketing e outros tipos de informações que se espalham pelas indústrias.

Em ambos os casos (falhas de mercado e falhas contratuais), uma taxa de câmbio desvalorizada seria capaz de compensar as perdas identificadas no processo produtivo, resultantes das falhas destacadas, tornando o investimento mais atrativo.

Por fim, outro canal de influência que pode ser destacado é a restrição de balanço de pagamentos, devido a um cenário de falta de divisas (inexistência de uma moeda forte).

Sobre esse aspecto Araújo (2009, p. 26-28) apresenta a discussão acerca da restrição ocasionada ao crescimento de longo prazo, retratada no trabalho de Barbosa-Filho que discute modelos que avaliam a importância do constrangimento do balanço de pagamentos sobre o crescimento econômico, considerando a elasticidade-renda da demanda por exportações e importações. O argumento apresentado é de que a taxa de câmbio real poderia influenciar mudanças significativas nas elasticidades das funções de demanda por exportações e importações de forma a reduzir o efeito da restrição do balanço de pagamentos (por meio da elevação da elasticidade-renda das exportações ou redução da elasticidade-renda das importações). Desta forma, conclui que a taxa de câmbio seria capaz de produzir “mudanças

² Sobre essa questão Rodrik apresenta evidências empíricas, além de uma revisão de outros estudos empíricos realizados, que corroboram com o argumento de que há um custo maior aos bens comercializáveis diante de instituições fracas, responsáveis por tais falhas.

temporárias, mas suficientemente longas, nos preços relativos entre os bens comercializáveis e não-comercializáveis com o exterior” (BARBOSA-FILHO apud ARAÚJO, 2009, p. 27), resultando em um estímulo ao crescimento econômico.

Os canais de influência acima destacados estabelecem uma relação positiva entre uma taxa de câmbio desvalorizada e fatores que promovem o crescimento econômico. Por outro lado, uma taxa de câmbio valorizada poderá atuar no sentido contrário ao estímulo do desenvolvimento da produção nacional.

Uma moeda valorizada tornará os produtos menos competitivos em termos de preço e não será capaz de compensar as deficiências (ou ineficiências) dos setores industriais das economias periféricas, prejudicando a formação de expectativas que impulsionem o investimento e, conseqüentemente, o desenvolvimento da atividade industrial.

A valorização irá contribuir, também, para uma ampliação das importações ao tornar os produtos importados mais atrativos e mais competitivos, provocando um atrofiamento dos setores industriais que além de não serem capazes de expandir sua atuação no mercado externo, perdem parcela do mercado interno.

Ao identificar a existência desses canais de influência de uma taxa de câmbio competitiva é possível destacar a política cambial como um forte instrumento de política econômica em uma estratégia de crescimento. Os problemas provocados por uma taxa de câmbio valorizada também são fatores importantes a serem considerados na elaboração de uma política econômica voltada para o crescimento, prezando pela manutenção de um setor industrial nacional. A importância desta variável macroeconômica se justifica por sua capacidade produzir efeitos não só no mercado internacional, como também, no mercado nacional, em termos de salário, consumo e investimento. (LACERDA; OLIVEIRA, 2010, p. 3)

1.2 Relações empíricas

Estudos empíricos foram realizados por diversos autores a fim de verificar como se estabelece a relação entre a taxa de câmbio e a taxa de crescimento econômico. Araújo (2009, p. 29-32) reuniu alguns desses estudos de forma a organizá-los sistematicamente. O quadro 1 apresenta um resumo organizado pela autora.

Autores	Amostra	Indicador de Performance Econômica	Técnica Econométrica	Resultado Final
Dollar (1992)	117 países desenvolvidos e em desenvolvimento, 1976-1985	Taxa de Crescimento Econômico <i>per capita</i>	Variável <i>dummy</i> de mínimos quadrados (LSDV)	A correlação entre crescimento econômico e orientação para o mercado externo (verificada por níveis depreciados da taxa de câmbio) é acentuada para os 95 países em desenvolvimento da amostra.
Razin & Collins (1997)	93 países desenvolvidos e em desenvolvimento, 1975-1993	Taxa de Crescimento Econômico	Dados em painel, efeitos fixos	Os resultados apontam que as taxas de câmbio sobrevalorizadas estão associadas a baixas taxas de crescimento econômico, enquanto as taxas de câmbio desvalorizadas associam-se a taxas maiores e mais rápidas de crescimento econômico.
Easterly (2001)	69 países, 1960-2000	Taxa de Crescimento Econômico	<i>Seemingly Unrelated Regression (SUR)</i>	Taxas de câmbio sobrevalorizadas estão associadas a um menor crescimento econômico.
Frenkel (2004)	Argentina, Brasil, Chile e México, 1980-2003	Nível de Emprego	<i>Pooling Regression</i>	As taxas de câmbio reais têm importantes efeitos sobre o produto e o emprego nos quatro países, sendo que o menor crescimento econômico resume os efeitos indiretos das taxas de câmbio sobre o desemprego.
Aguirre & Calderón (2005)	60 países em desenvolvimento, 1965-2003	Taxa de Crescimento Econômico <i>per capita</i>	Método dos Momentos Generalizados (GMM) e Variáveis Instrumentais (IV)	Desalinhamentos da taxa de câmbio real impactam o crescimento, porém de forma não-linear: enquanto níveis muitodepreciados da taxa de câmbio reduzem o crescimento, depreciações moderadas podem incrementá-lo.
Levy-Yeati & Sturzenegger (2007)	179 países, 1974-2004	Taxa de Crescimento Econômico e da Produtividade	Variável <i>dummy</i> de mínimos quadrados (LSDV)	O "medo da apreciação" (intervenções no mercado de câmbio para evitar a apreciação da moeda nacional) contribui para um crescimento mais acelerado do produto e da produtividade tanto no curto quanto no longo prazo.
Rodrik (2007)	184 países desenvolvidos e em desenvolvimento, 1950-2004	Taxa de Crescimento Econômico	Variável <i>dummy</i> de mínimos quadrados (LSDV)	Foi encontrada uma relação linear entre desvalorização da taxa de câmbio e crescimento econômico nos países em desenvolvimento. Aqueles países que tiveram um maior índice de desvalorização cambial cresceram a taxas mais elevadas que os demais países da amostra.
Gala (2007)	58 países em desenvolvimento, 1960-1999	Taxa de Crescimento Econômico <i>per capita</i>	<i>Pooling Regression</i> e Mínimos Quadrados Ordinários (MQO)	A sobrevalorização cambial afetou negativamente a taxa de crescimento econômico nos países em desenvolvimento no período analisado.

Quadro 1.1 – Desalinhamento da Taxa de Câmbio e Performance Econômica: Literatura Disponível

Fonte: Araújo (2009, p. 31)

Os estudos indicados no quadro, em sua maioria, enfatizam suas pesquisas nos países em desenvolvimento, à medida que os resultados tendem a ser mais significativos para esses países.

Os trabalhos de Dollar, Rodrik e Levy-Yeyati e Sturzenegger, avaliaram a relação entre uma taxa de câmbio subvalorizada e o desempenho econômico. Os resultados obtidos indicaram que esta relação é positiva, de maneira que as taxas mantidas em níveis mais depreciados estão associadas a melhores desempenhos econômicos.

Dollar (1992) avalia a correlação entre a orientação para o mercado externo e o crescimento econômico para 117 países (sendo 95 em desenvolvimento). A orientação para o mercado externo pode ser entendida como a combinação de dois fatores: o nível de proteção (que sustente a taxa de câmbio real em um nível favorável à exportação) e a variação da taxa de câmbio real relativamente baixa (o que significa que os incentivos são consistentes ao longo do tempo) (DOLLAR, 1992, p. 524). O resultado obtido foi uma alta correlação positiva entre o índice de orientação para o mercado externo e o crescimento econômico *per capita*, principalmente para os países em desenvolvimento, desta maneira, países que orientaram suas políticas econômicas visando ampliar sua atuação no mercado internacional

apresentaram maiores taxas de crescimento. Destaca que a Ásia apresentou resultados mais acentuados, em comparação à América Latina e África, no período de 1976-1985, indicando uma maior orientação externa (DOLLAR, 1992, p. 525).

Rodrik (2007) elabora um índice de subvalorização que captura o preço relativo entre os bens comercializáveis e os não-comercializáveis para 184 países e identifica uma relação linear entre maiores índices de subvalorização e crescimento econômico para países em desenvolvimento. O autor argumenta que taxas de câmbio reais depreciadas podem aumentar a rentabilidade dos bens comercializáveis, por meio da redução dos custos relativos às falhas de mercado e contratuais (RODRIK, 2007, p. 32).

O trabalho de Levy-Yeyati e Sturzenegger avalia as medidas de intervenção no mercado de câmbio, com o propósito de evitar apreciações. Identifica que essas intervenções, ao proporcionarem taxas de câmbio desvalorizadas, contribuem para o crescimento dos países em desenvolvimento à medida que estimulam a produção e a produtividade (LEVY-YEYATI; STURZENEGGER, 2007, p. 6) .

Em complemento, os trabalhos de Easterly (2001) e Gala (2007) avaliam a relação do câmbio sobrevalorizado e o crescimento econômico, nos países em desenvolvimento. Os resultados indicam que a sobrevalorização do câmbio gera impactos negativos sobre o desempenho econômico (ARAÚJO, 2009, p. 30). Segundo Gala (2007), esses impactos negativos são explicados pelo aumento do salário real, queda na margem de lucro, ampliação do consumo, que poderiam implicar em uma redução do investimento e do nível de emprego.

Em linha com os dois últimos trabalhos citados, Frenkel (2004) avalia a relação entre taxa real de câmbio e emprego na Argentina, Brasil, Chile e México. Seus resultados indicam que a apreciação cambial está associada com maiores taxas de desemprego, enquanto taxas depreciadas resultam em menores índices de desemprego (FRENKEL, 2004, p. 15).

Os trabalhos de Razin e Collins e Aguirre e Calderón descritos a seguir avaliam a relação entre o desalinhamento cambial e o crescimento econômico. Ambos compreendem que o desalinhamento é dado pela diferença entre o câmbio real e um câmbio de equilíbrio de longo prazo, implicando em uma taxa subvalorizada se a diferença for maior que zero e sobrevalorizada, se menor que zero.

Razin e Collins (1997) identificam a existência de uma relação entre o desalinhamento cambial e o crescimento econômico, concluindo que sobrevalorizações cambiais altas estão associadas à redução do crescimento econômico, enquanto subvalorizações moderadas e altas (mas não muito elevadas) estão associadas a uma aceleração no crescimento econômico (RAZIN; COLLINS, 1997, p. 19).

Aguirre e Calderón (2005), também analisando a questão do desalinhamento cambial e o crescimento econômico, identificam uma relação não-linear, mostrando que uma subvalorização moderada estimula crescimento, enquanto uma subvalorização elevada pode afetar negativamente o crescimento (AGUIRRE; CALDERÓN, 2005, p. 28).

Araújo (2009) também realizou uma análise empírica entre a relação da taxa de câmbio e o crescimento econômico. Para tanto, construiu uma medida de subvalorização cambial, dada pela diferença entre a taxa de câmbio real e a taxa de câmbio corrigida pela produtividade, e aplicou a análise para um conjunto de 82 países em desenvolvimento em um modelo econométrico em painéis de dados. O resultado obtido pela regressão sobre o crescimento econômico pela medida de subvalorização cambial foi uma relação positiva entre as variáveis, “mostrando que a taxa de câmbio mantida em nível competitivo contribui para estimular o crescimento dessas economias.” (ARAÚJO, 2009, p. 38)

Em seu estudo, Araújo (2009, p. 42) demonstra que além do impacto da apreciação nas economias dos países em desenvolvimento, o grau de oscilação da taxa de câmbio, isto é, da volatilidade cambial, também produz um efeito negativo sobre o crescimento econômico. A instabilidade apresentada pelo elevado grau de volatilidade influenciará, principalmente, o nível de investimento (em função a incerteza), os fluxos de comércio (risco cambial) e o mercado de capitais (dependência do capital externo).³

Pode-se observar que os resultados dos estudos analisados reforçam a argumentação teórica de que o crescimento econômico em países em desenvolvimento está relacionado ao nível da taxa de câmbio, identificando uma correlação positiva entre taxas subvalorizadas (desvalorizadas) e crescimento econômico e uma correlação negativa entre taxas apreciadas e taxas de crescimento econômico. Os resultados obtidos demonstram que países em desenvolvimento que adotaram uma estratégia de crescimento voltada para os setores exportadores obtiveram melhores desempenhos econômicos quando comparados às economias periféricas, ou aos períodos, em que não se constatou uma orientação para o mercado externo.

As evidências empíricas apresentadas por esses estudos sustentam a defesa do uso de uma política cambial que mantenha a taxa de câmbio em níveis desvalorizados como um instrumento dentro de uma estratégia para promover crescimento econômico.

³ Estudos complementares que retratam o problema da volatilidade cambial sobre o crescimento econômico pode ser encontrados em Munhoz (2010) e Munhoz e Corrêa (2009), entre outros.

1.3 O problema da perda de controle sobre a taxa de câmbio

O processo de mundialização financeira provocou alterações na dinâmica do mercado internacional e nos fluxos de capitais, que resultou na redução da autonomia sobre as políticas econômicas e do controle social sobre o capital, impactando os ciclos e o ritmo da evolução das economias periféricas. Este impacto está relacionado, dentre outros aspectos, à influência dessa nova dinâmica sobre a formação da taxa de câmbio nessas economias.

A compreensão do processo histórico que resultou em uma nova configuração do sistema capitalista permite identificar de que maneira essa nova dinâmica exerce influência sobre a evolução da taxa de câmbio dos países em desenvolvimento, resultando em um movimento cambial prejudicial ao processo de crescimento econômico, que é agravado por uma perda do controle sobre o câmbio.

Chesnais (2005) remonta o processo da mundialização financeira⁴ em busca da compreensão da influência do capital portador de juros sobre o desempenho da economia mundial, relacionado ao nível e ritmo da acumulação financeira, e, portanto, verificar como se estabelecem as novas relações diante dessa nova configuração capitalista.

O autor retrata que ao final dos anos 1950 o crescimento do “mercado de eurodólares”, um mercado interbancário de capitais líquidos registrados em dólares com estatuto próprio (próximo ao de um paraíso fiscal), foi considerado a “primeira base de operação internacional do capital portador de juros” (CHESNAIS, 2005, p. 38) e que serviu como um preparativo para o que seriam os fatores a constituir a mundialização financeira.

Para Chesnais, a compreensão da mundialização financeira inicia-se com o processo de acumulação financeira. A acumulação financeira, entendida como a “centralização em instituições especializadas de lucros industriais não reinvestidos e de rendas não consumidas, que tem por encargo valorizá-los sob a forma de aplicação em ativos financeiros [...] mantendo-os fora da produção de bens e serviços” (CHESNAIS, 2005, p. 37), inicia-se nas décadas de 50 e 60 nos Estados Unidos e Europa, onde parcelas significativas das rendas excedentes das famílias com rendas mais elevadas passaram a ser destinadas às companhias de seguros de vida. Esse redirecionamento da renda excedente e o não reinvestimento dos

⁴ Neste trabalho destacou-se as principais constatações realizadas por Chesnais. Para a compreensão detalhada do processo, ver Chesnais (2005).

recursos se intensificou na década de 70, no período em que as necessidades para financiar os déficits públicos era crescente. (CHESNAIS, 2005, p. 37-38)

A renda excedente concentrada (que nas décadas de 70 e 80 já somavam um montante expressivo) em poder das companhias seguradoras e dos fundos de pensão mútuos foram destinadas em boa parte para o financiamento dos gastos públicos, que se efetivaram através da emissão de compromissos de dívidas públicas⁵ (securitização da dívida), constituindo um mercado de títulos públicos. A constituição desse novo mercado resultou em um redirecionamento da política monetária, que se tornou favorável aos interesses dos credores, e no início do processo de liberalização e desregulamentação das operações e movimentos dos capitais. (CHESNAIS, 2005, p. 39)

No caso dos países em desenvolvimento, o processo de emissão de dívida também implicou em uma nova relação com os credores:

“a dívida tornou-se uma força formidável que permitiu que se impusessem políticas ditas de ajuste estrutural e se iniciassem processos de desindustrialização em muitos deles. A dívida levou a um forte crescimento da dominação econômica e política dos países capitalistas centrais sobre os da periferia.” (CHESNAIS, 2005, p. 40)

Somado a esse novo cenário, o mercado acionário, a partir da década de 80, passou a representar um outro destino de parcela dos recursos financeiros centralizados. O mercado acionário possibilita que partes da propriedade da empresa, ou até mesmo a empresa, tornem-se ativos financeiros. Para que as empresas pudessem lançar ações no mercado bursátil foi necessário que se submetessem a um conjunto de princípios a serem seguidos, cujo o objetivo seria garantir maior estabilidade ao sistema financeiro através da separação entre a propriedade e o controle e da relação entre acionistas e os administradores da empresa (CHESNAIS, 2005, p. 42).

Ao fazer parte desse mercado acionário, as empresas se submetem a uma nova dinâmica de gestão à medida que terão suas rentabilidades comparadas às rentabilidades oferecidas no mercado de títulos públicos, por exemplo, cujas taxas de juros eram elevadas.

“A pressão ‘impessoal’ dos ‘mercados’, exercida sobre os grupos industriais pelo viés do nível comparado da taxa de juros sobre os títulos da dívida e dos lucros industriais, se multiplica em formas de controle muito mais diretas

⁵ Chesnais (2005, p.41) destaca ainda que a “dívida pública alimenta continuamente a acumulação financeira por intermédio das finanças públicas”.

[...] Impõem-se novas normas de rentabilidade [...]” (CHESNAIS, 2005, p. 42)

A possibilidade de comprar as ações das empresas permite que os gestores do capital portador de juros acumulado (companhias de seguros e fundos mútuos, por exemplo) passem a deter a propriedade patrimonial destas empresas de forma a capacitá-los a interferir na decisão da repartição da renda em duas esferas: “a da distribuição da riqueza produzida entre salários, lucros e renda financeira, e a da repartição entre a parte atribuída ao investimento e a parte distribuída como dividendos e juros” (CHESNAIS, 2005, p. 48).

Chesnais (2005, p. 35) destaca ainda que este capital financeiro possui a singularidade de buscar sua remuneração dentro esfera financeira, isto é, sob a forma de juros de empréstimos, de dividendos, por exemplo. Desta maneira, suas interferências na administração das empresas não seriam motivadas pela lógica da produção, mas sim, pelo objetivo de maximizar seus rendimentos, passando, assim, a estabelecer uma nova relação entre o capital destinado a produção e o capital financeiro, que, no limite, é a produção sujeita aos princípios do mercado financeiro.

Desta maneira, a década de 80 foi marcada pela intensificação do processo de acumulação financeira e pelo desenvolvimento dos mercados financeiros, principalmente nas economias centrais. Este desenvolvimento garantiu ao capital portador de juros “os privilégios e o poder econômico e social particular associados ao que se chama ‘liquidez’.” (CHESNAIS, 2005, p. 37)

O aumento da liquidez mundial aliado à adoção de um regime de câmbio flutuante, à liberalização dos fluxos de capitais e a “securitização” dos títulos de dívida pública, bem como à liberalização e desregulamentação dos mercados, constitui a mundialização financeira (CHESNAIS, 1999, p. 20-21).

A mundialização financeira pode ser compreendida, então, como o surgimento de um espaço financeiro mundial, cuja evolução resultou em inovações financeiras e em maior nível de complexidade dos ativos financeiros, dos mercados e de sua interação com o capital produtivo. O capital portador de juros passa a reger os movimentos dos mercados contextualizados nesse novo espaço.

A mundialização financeira, consolidada na década de 1990, resultou na reorganização das relações econômicas, que passaram a ser dominadas pelo mercado financeiro e não mais,

pelo mercado de bens. A macroeconomia mundial passa a ser dominada econômica e socialmente pelo capital financeiro (CHESNAIS, 2005, p. 60).

Esta nova configuração das relações econômicas permite compreender o mercado financeiro internacional como um determinante significativo do mercado de câmbio e sua dinâmica representa um elevado fator de instabilidade.

“Desde os anos 90, US\$ 1 trilhão circula cada dia entre os bancos especializados nas operações de câmbio, dos quais 25% em média correspondem a trocas comerciais ou a investimentos reais de clientes não bancários. Essa expansão de operações financeiras sobre as moedas é uma fonte de instabilidade das taxas de câmbio no regime monetário internacional atual.” (BRUNHOFF, 2005, p. 69)

O mercado financeiro, tal como apresentado acima, está organizado em torno do capital-dinheiro acumulado em busca de remuneração. A taxa de juros dos diversos países é um dos fatores determinantes da remuneração exigida por esse capital. Somada à avaliação das taxas de juros, a decisão de investimento em ativos financeiros em mercados externos (países emergentes, por exemplo) pondera também a expectativa com relação ao mercado de câmbio.

Nesse cenário de mundialização financeira é predominante o fluxo de capital financeiro, cujo caráter especulativo e, portanto, volátil, representa, principalmente para as economias menores, um aumento da vulnerabilidade externa, da instabilidade financeira e fragilidade econômica, além de interferir diretamente na taxa de câmbio.

O processo de mundialização financeira constituiu as bases necessárias para permitir que o fluxo financeiro mundial torne-se crescente, movimente-se livremente por todos os mercados integrados em busca de melhores rendimentos e imponha sua dinâmica sobre os desempenhos econômicos. As economias periféricas com suas elevadas taxas de juros atraem parcelas expressivas desse capital acumulado e tornam-se subordinadas às suas necessidades e vulneráveis aos seus ciclos de expansão e retração.

O processo de desregulamentação e liberalização financeira associado ao aumento dos fluxos de capitais para os países em desenvolvimento provoca uma pressão no sentido de uma apreciação cambial, que prejudica o fluxo de bens e serviços, bem como os investimentos produtivos.

A flexibilização do regime cambial, a desregulamentação e liberalização financeira são a consagração da subordinação das políticas econômicas ao domínio exercido pelas

necessidades do capital financeiro e resulta em uma redução do poder de controle sobre o movimento cambial, que se faz necessário diante da possibilidade de apreciação cambial que prejudique o crescimento econômico.

1.4 Considerações finais

A partir da discussão apresentada nesta seção, foram elaboradas as argumentações teóricas que sustentam a proposta de estabelecer uma política cambial que tenha como objetivo promover o crescimento econômico, principalmente de países em desenvolvimento. Essa política deverá envolver uma taxa de câmbio desvalorizada, capaz de promover melhora na competitividade ao setor exportador.

Destaca-se o fator investimento como o principal componente que será estimulado por meio de taxas de câmbio competitivas e que terá como consequência um processo de crescimento econômico. Outro fator importante é o fundamento tecnológico, cujo desenvolvimento está diretamente relacionado ao investimento e ao aumento de produtividade e será um dos pilares do crescimento econômico enquanto processo contínuo.

A taxa de câmbio valorizada, por sua vez, pode provocar impactos negativos no desenvolvimento industrial e crescimento econômico ao desestimular o investimento tanto nos setores voltados para o mercado externo, quanto nos setores que atendem o mercado nacional que passam a competir com produtos importados.

O processo de mundialização financeira, no qual houve um movimento de desregulamentação dos mercados, liberalização dos fluxos e adoção de regimes de câmbio flexíveis, que se expandiu das economias centrais para as economias periféricas, resultou em uma dominância do capital financeiro nas relações econômicas e sociais.

As economias em desenvolvimento foram pressionadas a promover a liberalização de suas contas para atender aos anseios do excesso de capital especulativo produzido nas economias desenvolvidas, reduzindo seu poder de controle sobre o movimento cambial. O processo de liberalização das economias favoreceu a entrada desse capital que passou a circular livremente pelas economias em uma velocidade exacerbada em busca de oportunidades de maiores retornos. Esse movimento do capital especulativo parece ter gerado uma tendência a apreciação do câmbio e grande instabilidade em termos monetários e financeiros, que afetam diretamente o ciclo produtivo.

O predomínio do movimento de capitais especulativos exerce uma pressão sobre o setor industrial para que este apresente um retorno financeiro semelhante ao encontrado nos títulos de dívida, que são lastreados pelas taxas de juros locais, que nos países em desenvolvimento são elevadas, prejudicando ainda mais os estímulos ao investimento nessas economias.

A partir da elaboração da relação entre a taxa de câmbio e o crescimento econômico e da discussão acerca da reorganização da macroeconomia mundial destacou-se dois fatores importantes a serem considerados na escolha da política cambial: o considerável aumento do fluxo de capitais (capaz de provocar uma tendência a apreciação da taxa de câmbio) e a elevada volatilidade cambial.

Considerando os pontos levantados nesta seção, é possível concluir que uma taxa de câmbio desvalorizada, que seja competitiva, é favorável a uma estratégia de crescimento econômico, enquanto uma taxa valorizada pode prejudicar esse processo. A política cambial deve, portanto, se atentar ao movimento dos fluxos de capitais especulativos que poderão provocar um estímulo ao sentido contrário ao desejado, isto é, promovendo uma tendência a valorização da moeda.

CAPÍTULO 2 – Regimes Cambiais

A partir da compreensão da importância da taxa de câmbio para uma estratégia de crescimento econômico, a discussão acerca dos regimes cambiais torna-se fundamental para compreender o funcionamento e os objetivos econômicos propostos por cada regime.

Os regimes cambiais podem ser definidos pelo tipo e intensidade das intervenções da autoridade monetária no mercado de moedas estrangeiras que irão determinar a taxa de câmbio nominal. É possível estabelecer três grupos de regimes cambiais: fixo, intermediário e flexível. Uma maneira de distinguir regimes fixos e intermediários está sob o aspecto de um compromisso institucional. Se houver um comprometimento com uma política para fixar a taxa de câmbio, então pode-se dizer que se trata de um regime fixo. Por outro lado, a delimitação entre os arranjos intermediários e os flexíveis está na existência de uma “zona explícita” de intervenção das autoridades monetárias. Regimes nos quais é possível verificar a existência dessa zona, são considerados intermediários, enquanto nos regimes flexíveis, se houver uma intervenção, ela terá um caráter discricionário (ARAÚJO, 2009, p. 45-46).

O Fundo Monetário Internacional, em seu relatório anual no qual publica a classificação dos regimes cambiais (*De Facto Classification of Exchange Rate Arrangements and Monetary Policy Frameworks*)⁶, constatou que dos 190 países membros 66 adotam regimes cambiais flexíveis (*floating* – flutuação administrada – e *free floating* – livre flutuação), 25 regimes fixos (*no separate legal tender* – dolarização – e *currency board* – conselho da moeda) e 99 em arranjos intermediários (*conventional peg, stabilized arrangement, crawling peg, crawl-like arrangement, pegged exchange rate within horizontal bands* e *other managed arrangement*) (FMI, 2012).

A discussão da política cambial envolve, dentre outros aspectos, a escolha do regime de câmbio e os diferentes arranjos (*exchange rate approaches*). São três as principais formas atuais de arranjo: âncora nominal, metas reais e metas de inflação.

O modelo de âncora nominal consiste na definição de metas monetárias, para a qual se estabelece metas para os agregados monetários (tais como base monetária, reservas estrangeiras, meios de pagamento) de forma a manter fixa a âncora nominal.

⁶ O FMI, até 1997, publicava a classificação dos regimes cambiais baseado na declaração dos países (*de jure*). Diante das críticas e limitações referentes as disparidades entre o regime declarado e o regime efetivo (*de facto*), o FMI mudou a metodologia, passando a publicar a classificação *de facto*. (ARAÚJO, 2009, p. 18)

No modelo de âncora nominal há a intenção de que a taxa de câmbio nominal seja a referência (âncora) para a taxa de inflação. Ao adotar esse modelo, considera-se que o problema da economia são os fatores nominais, isto é, a relação de preços (de produtos, das taxas de câmbio e juros, por exemplo). Caso estabilizem-se esses fatores, a economia fluiria normalmente (por isso o foco na taxa de inflação). Nesse modelo, o aspecto principal é que haja disciplina monetária, credibilidade e estabilidade no mercado de trabalho, o que significa que devem haver restrições em termos de expansão da base monetária para financiar déficits fiscais ou aumentos de salários (CORDEN, 2002, p. 24).

Pelo modelo de metas reais, as políticas cambial e monetária são voltadas para uma meta real de determinada variável, por exemplo produto ou emprego (salário real). Pressupõe-se que a taxa de câmbio nominal seja reflexo das oscilações provenientes de qualquer ajuste feito na economia, de forma a manter a meta no patamar estabelecido.

No caso de metas de inflação, trata-se de um modelo divergente dos anteriores, à medida que se deixa de lado a determinação de metas ou patamares nos instrumentos de política monetária e cambial. A meta passa a ser o efeito produzido por estas políticas. Ao se determinar a meta inflacionária, os instrumentos de política serão manipulados com o objetivo de conduzir os movimentos econômicos para essa meta.

Cada um desses arranjos poderá ser combinado com diferentes regimes cambiais, tratados adiante, de forma a compor a política econômica definida.

Antes de explorar os regimes cambiais e suas implicações, destacam-se fatores relevantes na evolução do sistema monetário internacional que sustentaram ou provocaram mudanças nos regimes cambiais adotados pelas principais economias e por países a elas subordinados, de forma apontar alguns aspectos relevantes no contexto histórico que permeou a escolha dos regimes cambiais.

2.1 Evolução histórica

Observando-se o movimento do sistema monetário internacional pode-se compreender melhor os principais aspectos das alterações nos regimes cambiais nas principais economias e, conseqüentemente, nas economias a elas subordinadas.

Eichengreen (2000) remonta a história do sistema monetário internacional desde 1850 e desse estudo pode-se destacar alguns pontos importantes. Sobre o regime de câmbio fixo o

autor afirma que este pressupunha como prioridade a estabilidade monetária e da taxa de câmbio. A manutenção do câmbio fixo exigia grande estabilidade no nível de reservas internacionais e, para tanto, diante das pressões do comércio internacional eram necessários ajustes monetários e fiscais. Tais ajustes eram responsáveis por efeitos negativos no nível de emprego e de atividade econômica, o que significa um custo econômico e social para o país.

O autor destaca dois períodos nos quais o regime de câmbio fixo predominou: no período do padrão ouro e durante o regime de Bretton Woods, no qual diversos países adotaram uma taxa de câmbio fixa, mas ajustável.

Um fator que sustentava o sistema de paridade em relação ao ouro, apesar dos impactos negativos principalmente aos trabalhadores, era a organização social do período em questão, na qual não havia pressão por parte da classe trabalhadora (o voto era apenas para os homens que fossem proprietários e os partidos trabalhistas ainda se encontravam em fase de estruturação). Dessa forma, “o compromisso dos governos em relação à conversibilidade ganhava em credibilidade pelo fato de que os trabalhadores que mais sofriam em consequência dos tempos difíceis mal tinham condições de fazer sentir suas objeções” (EICHENGREEN, 2000, p. 58).

O equilíbrio exigido nas contas externas para a manutenção do regime de câmbio fixo limita a busca por outros objetivos macroeconômicos como o pleno emprego e o crescimento econômico. Com a ampliação dos direitos democráticos exacerbou-se o conflito entre esses objetivos e a estabilidade cambial e monetária.

No caso do sistema adotado durante a vigência de Bretton Woods, o predomínio foi de um câmbio fixo com ajustes, no qual a sua sustentação estava em créditos para conter os desequilíbrios nos balanços de pagamentos dos países signatários (EICHENGREEN, 2000, p. 158). Para o autor, a permanência do Sistema de Bretton Woods deveu-se à existência da cooperação internacional entre governos e bancos centrais e o colapso ocorreu quando os Estados Unidos se negou a se submeter às recomendações econômicas e políticas para defender o preço do dólar frente ao ouro (EICHENGREEN, 2000, p. 168-169).

Sobre o regime de câmbio flexível, Eichengreen (2000, p. 183-184) argumenta que a adoção de taxas de câmbio flexíveis se deu pelo aumento da mobilidade de capitais, concordando com Chesnais. Após o colapso de Bretton Woods, os países tinham como opção a flexibilização da taxa de câmbio ou sua fixação. Países mais independentes do mercado

internacional, como Japão e Estados Unidos optaram por flutuar, enquanto países com economias menores e abertas (com destaque para os países em desenvolvimento com mercados financeiros menos desenvolvidos) optaram por fixar o câmbio, à medida que o câmbio flutuante era visto como volátil e desestabilizador.

No caso europeu, a solução encontrada foi um movimento para a formação de uma união monetária, de forma a reduzir os impactos negativos que a flutuação do câmbio poderia ocasionar nas suas contas externas considerando o alto volume de comércio entre os países membros. Desta maneira, a união monetária constituída pela chamada zona do euro representou para os países membros uma espécie de fixação cambial no comércio intra-europeu, enquanto na relação comercial internacional, o euro se caracterizava como uma moeda de regime de livre flutuação.

Muitos economistas, já no fim da década de 60, passaram a defender um regime de câmbio flexível. Para Friedman, um sistema de câmbio flexível seria capaz de eliminar o problema do balanço de pagamentos à medida que a possibilidade de flutuação nos preços eliminaria as ameaças de excesso ou escassez de divisas (FRIEDMAN; ROOSA, 1968, p. 20-21). Ao adotar taxas de câmbio flexíveis, acreditava que haveria um movimento natural no sentido do equilíbrio, motivado pelas decisões racionais e auto-interessadas dos agentes, diante das flutuações de preços relativos.

Johnson (1969, p. 12) aponta que o argumento fundamental para o regime de taxas de câmbio flexíveis é o fato de propiciarem certa autonomia no uso das políticas monetária e fiscal, acompanhadas de livre interação com o mercado internacional.

A vertente ortodoxa defende a flexibilidade da taxa câmbio porque acredita que a livre dinâmica do mercado, nacional e internacional, seria capaz de estimular a alocação eficiente dos capitais via variação de preços internacionais relativos e que a instabilidade não seria um problema, desde que fossem mantidas as políticas monetárias e fiscais corretas que tivessem como objetivo principal a estabilidade de preços internos, permitindo que as demais variáveis fossem equilibradas automaticamente pela pura dinâmica do mercado.

A vertente heterodoxa, por outro lado, ao defender a existência de ineficiências e comportamentos conflitivos na dinâmica do livre mercado, discute a necessidade de se aplicar políticas econômicas que tenham como objetivo conter os efeitos negativos dessa dinâmica, através das políticas monetária, fiscal e cambial. Seus defensores reconhecem que a adoção de um regime de câmbio fixo limitaria as possibilidades de fazer uso do instrumento dessas

políticas e que seria possível adotar um regime de câmbio menos restritivo, mas que fosse administrado visando tornar a taxa de câmbio competitiva.

As próximas seções do capítulo irão abordar os diferentes regimes cambiais, suas dinâmicas e a discussão teórica acerca de cada um, visando identificar os fatores favoráveis ou não na adoção de um regime que tenha como objetivo a manutenção de uma taxa de câmbio que garanta a competitividade internacional.

2.2 Regime de câmbio fixo

No regime de câmbio estritamente fixo é exigido um comprometimento do Banco Central em manter uma taxa de câmbio, independentemente das oscilações que eventualmente ocorram no Balanço de Pagamentos e, portanto, na disponibilidade de divisas. Para manter um valor fixo da taxa de câmbio, é necessário que o Banco Central garanta a compra e venda de moeda estrangeira no mercado para determinar seu valor frente a moeda nacional.

Para manter a paridade da taxa de câmbio no valor determinado, é necessário que a política monetária (taxa de juros, oferta de moeda, reservas internacionais) siga o movimento provocado pelo mercado de câmbio (demanda e oferta), de forma a anular as forças de mercado que atuem no deslocamento da taxa de câmbio para longe de sua paridade. Nesse regime, portanto, a política monetária não será independente.

Alguns exemplos de regimes de câmbio fixo são a união monetária, a política de conversibilidade (“dolarização”) e o *currency board*. Esses regimes podem ser combinados com o método de âncora nominal. Não são muito eficazes nos modelos de metas reais e metas de inflação. No caso das metas de inflação, torna-se ineficiente à medida que em um regime de câmbio fixo a política monetária não é independente, como explicado anteriormente.

No caso do arranjo de metas reais, Corden (2001, p. 108-109) afirma que não seria possível utilizá-lo em regime de câmbio fixo. A justificativa para tal argumento está relacionada, principalmente, à questão da flexibilidade de salários. Diante de um declínio nas relações de troca ou alterações nos fluxos de entrada de capital que promovesse uma desvalorização, a saída seria uma redução na base monetária que ocasionaria uma queda da demanda interna e o reajuste das contas correntes via queda nas importações. A recessão nesse caso poderia ser evitada se houvesse uma redução nos salários nominais (internos) e nos preços dos bens não-negociáveis, que significassem um ganho de competitividade no

comércio internacional. No entanto, o autor tem como premissa o fato de que os salários nominais são rígidos para baixo no curto prazo. (CORDEN, 2002, p. 28)

Corden (2001, p. 108) destaca duas grandes vantagens em um regime de câmbio totalmente fixo: garantia de completa estabilidade cambial e torna-se uma âncora nominal capaz de disciplinar a política monetária e controlar as expectativas inflacionárias. Argumenta ainda que se trata de um regime indicado para dois tipos de países, aqueles cuja a economia seja pequena e aberta (de forma que ajustes nominais na taxa de câmbio não ocasionem verdadeiras mudanças na taxa de câmbio) e aqueles que têm histórico de alta inflação ocasionada por indisciplina monetária.

Corden argumenta ainda que economistas que defendem o uso de taxas totalmente fixas o fazem considerando que ao menos uma de duas premissas seja válida: salários nominais e preços de não-comercializáveis totalmente flexíveis (tanto para aumento quanto para redução); e aumento de salários rapidamente compensarão quaisquer desvalorizações nominais, impossibilitando que se torne uma desvalorização real (CORDEN, 2002, p. 57-58). No entanto, conforme mencionado anteriormente, o autor pressupõe a existência de certa rigidez no curto prazo em termos de redução dos salários nominais.

Em um regime de câmbio fixo, pode-se também destacar alguns problemas decorrentes dos ajustes necessários para manter a taxa fixa. O primeiro deles encontra-se na questão dos déficits fiscais, por exemplo em casos de choques externos ou oscilações um pouco acentuadas dos fluxos de capital, será necessária uma intervenção do Banco Central no sentido de emitir moeda ou se desfazer das reservas internacionais.

Outro aspecto negativo que pode ser destacado é o fato de que para manter a paridade das moedas utiliza-se a taxa de juros (para equilibrar a taxa de câmbio por meio do fluxo de capitais), caso seja necessária uma intervenção constante (por exemplo no caso de um ataque especulativo) esse ajuste poderia ocasionar a instabilidade da política monetária, principalmente, da taxa de juros.

Para que um país seja capaz de manter um regime de câmbio fixo efetivo seria necessário que fosse mantida a credibilidade quanto a sua capacidade de sustentá-lo e que possuísse um nível de reservas capaz de resistir a grandes movimentos especulativos.

A partir desses fundamentos apresentados, pode-se compreender que o regime de câmbio fixo permite que se estabeleça uma taxa de acordo com os objetivos estratégicos da política econômica, além de garantir a estabilidade cambial e o controle nas pressões inflacionárias.

No entanto, deve-se atentar ao fato de que a manutenção deste regime poderá ocasionar um impacto monetário, principalmente no caso de ocorrer uma pressão para apreciar ou depreciar a taxa de câmbio em função de um movimento constate (de entrada ou saída de capital) por determinado período ou de ataques especulativos. Em ambos os casos, o custo econômico para conter as pressões poderá ser elevado e se tornar insustentável.

2.3 Regime câmbio flexível

Um regime de câmbio puramente flutuante, ou flexível, propõe que não ocorra qualquer tipo de intervenção do Banco Central no mercado de câmbio visando reduzir, ou forçar a taxa para o sentido contrário às oscilações do mercado. A taxa de câmbio refletiria as forças de mercado de câmbio segundo balanço de transações correntes e de capitais, bem como expectativas do mercado especulativo de câmbio. Variações nas políticas monetária e fiscal (alterações nas taxas de juros, por exemplo) também influenciariam a taxa de câmbio, por meio de alterações nos fluxos de capitais, por exemplo. Este regime permite que o país tenha independência em termos de política monetária, no entanto, a política cambial não será independente e estará condicionada aos movimentos da política monetária e fiscal.

Em termos práticos, é rara a existência de um regime puramente flutuante pois em momentos de choques adversos ou de extrema instabilidade pode haver algum tipo de interferência do Banco Central que mantém um monitoramento sob as taxas de câmbio. (CORDEN, 2001, p. 110)

A questão da flexibilização do câmbio foi intensamente debatida, em especial, no período seguinte à Segunda Guerra Mundial, quando os custos econômicos e políticos em se manter o regime de câmbio fixo estavam em evidência.

Os principais defensores da adoção do câmbio flexível pertenciam a corrente neoclássica, com destaque para os economistas liberais. Dentre os argumentos apresentados pela corrente ortodoxa em defesa à flexibilidade do câmbio, pode-se destacar: o impacto monetário (questão inflacionária), a teoria da convergência e o ajuste automático do Balanço de Pagamentos, que serão abordados nas seções seguintes.

Para compreender a lógica do pensamento neoclássico que irá conduzir os argumentos em defesa de um câmbio flexível é necessário destacar que o pensamento ortodoxo pressupõe que todos os agentes econômicos são racionais e maximizadores. Nesse sentido, entende que os agentes ponderam racionalmente suas preferências e as informações disponíveis, que são

perfeitas⁷, de forma a maximizar suas utilidades. Esta maximização seria o resultado lógico do estabelecimento das utilidades do agente conforme suas preferências refletidas nas variações de preços relativos, cujas escolhas estariam sujeitas às suas restrições (de orçamento, por exemplo) (SNOWDON; VANE, 2005, p. 38, 223), que resultaria em uma eficiência alocativa dos recursos dos agentes econômicos.

Outro pressuposto envolvido na lógica ortodoxa que será importante para compreender os argumentos a seguir descritos é a questão da neutralidade da moeda. Ao aceitar o pressuposto de que a moeda é neutra, entendem que uma expansão monetária nominal não teria impacto nas variáveis reais, somente no nível de preços. A questão inflacionária é para essa vertente, o principal mal econômico a ser combatido. (MOLLO, 2004)

Segundo a lógica dessa corrente de pensamento, a racionalidade dos agentes seria capaz de promover um processo que naturalmente conduziria a um estado de equilíbrio econômico. Por outro lado, as interferências produzidas por políticas promovidas pelo Estado não seriam motivadas por um pensamento racional maximizador, o que ocasionaria distúrbios no movimento em direção ao equilíbrio, implicando em elevados custos para a atividade econômica. Dessa maneira, uma política cambial que pressuponha interferência constante, como no caso de um regime de câmbio fixo, resultaria em elevados custos econômicos para a manutenção da taxa de câmbio no patamar estabelecido.

No pensamento ortodoxo argumenta-se que com a liberalização do comércio e do fluxo de capitais, ao se permitir que a taxa de câmbio flutue livremente de acordo com os movimentos desses fluxos, a alocação eficiente dos recursos se estenderia em âmbito internacional, resultando em um processo de auto ajuste dos Balanços de Pagamentos e proporcionando um movimento de convergência do crescimento econômico, com uma taxa de câmbio estabilizada em um nível de equilíbrio.

Uma das principais críticas ao regime de câmbio flexível é o caráter instável que a taxa de câmbio apresenta, por sua característica oscilatória em função dos movimentos de capitais, principalmente relacionados ao mercado financeiro no qual predomina o perfil especulativo.

A respeito da instabilidade que poderia ser provocada pela adoção do regime de câmbio flexível, Friedman coloca que a “instabilidade das taxas de câmbio é um sintoma de estrutura econômica subjacente” (FRIEDMAN, 1953, p. 158). Destaca, ainda, a importância

⁷ A informação perfeita consiste na disponibilidade de todas as informações a todos os agentes, para que cada um possa tomar a melhor decisão (por exemplo, um indivíduo que possui todas as informações sobre cada produto e poderá tomar a melhor decisão sobre qual produto é o que maximizará a sua utilidade) (SNOWDON; VANE, 2005, p. 38)

de se adotar as taxas flutuantes ao passo que permitiriam uma identificação das soluções e determinações das diretrizes nacionais em “bases corretas”, nas quais as políticas econômicas poderiam ser orientadas pela questão da estabilidade interna, sem qualquer interferência ou restrição imposta pelo balanço de pagamentos (FRIEDMAN; ROOSA, 1968, p. 21-22).

“O que desejamos é um sistema em que os preços sejam livres para flutuar – mas no qual as forças que os determinam sejam suficientemente estáveis de modo que os preços mudem dentro de limites moderados. O mesmo se aplica num sistema de taxas cambiais flutuantes. O objetivo último é um mundo em que as taxas cambiais, embora livres para variar, sejam de fato altamente estáveis porque políticas econômicas e condições básicas são estáveis.” (FRIEDMAN, 1985, p. 69-70)

Sobre essa questão da estabilidade da taxa de câmbio em um regime flexível, Davidson apud (SICSÚ, 2007, p. 173) argumenta que ao ocorrer um choque ou um evento inesperado na trajetória dos preços não haverá um movimento no sentido da estabilidade à medida que as expectativas tendem a se espalhar, isto é, tornam-se elásticas e não convergem, e dessa maneira, o movimento especulativo passa a ser volátil e instabilizador.

De acordo com Ferrari, os pilares do pensamento neoclássico presentes no argumento dos economistas dessa linha em defesa a um regime de taxa de câmbio flutuante podem ser organizados como se segue:

“a flexibilidade da taxa de câmbio (i) equilibra, automaticamente, o balanço de pagamentos, (ii) reduz a vulnerabilidade externa e (iii) torna a política monetária autônoma, ao passo que a liberalização (i) aloca eficientemente a poupança (doméstica e externa), (ii) disciplina a política macroeconômica e (iii) melhora a performance do crescimento econômico.” (FERRARI FILHO, 2008, p. 10)

Dessa maneira, os defensores do regime de câmbio flexível entendem que o modelo proposto conduziria para uma situação de equilíbrio econômico e uma dinâmica de crescimento sustentável e convergente. No entanto, será visto adiante que a elaboração dos argumentos de um regime de câmbio puramente flexível desconsidera alguns fatores da dinâmica econômica, o que poderá implicar em um resultado diferente daquele esperado pela teoria ortodoxa.

A seguir, será tratado cada um dos três principais argumentos em defesa da adoção de um regime de câmbio flexível, detalhando-se os conceitos e teorias que os sustentam, possibilitando a melhor compreensão dos pressupostos envolvidos em um regime de câmbio com livre flutuação, bem como, apresentando alguns contrapontos colocados pelo pensamento

heterodoxo de forma a verificar quais são os impasses que surgem nesse modelo que divergem de uma estratégia de crescimento econômico.

2.3.1 Ajuste automático

O pensamento neoclássico está estruturado em um modelo de equilíbrio geral e seria através da flexibilização do câmbio e da plena mobilidade de capitais que o equilíbrio no Balanço de Pagamentos seria naturalmente obtido. Desta maneira, o ajuste automático é um dos principais argumentos que sustentam a defesa de um regime de câmbio flexível e compreender sua dinâmica permitirá compreender a lógica que defende o regime flexível e sua relação com o problema do crescimento econômico.

Sob o ponto de vista do keynesianismo ortodoxo, a interação econômica entre os agentes e os mercados segue o modelo Mundell-Fleming (ou IS-LM-BP), no qual se estabelece a relação entre a oferta agregada e taxa de juros. A curva IS apresenta a relação entre consumo, investimento, gastos do governo e o nível de produto, sujeita à condição de que a poupança é igual ao investimento. A curva LM, por sua vez, representa o equilíbrio entre a demanda e oferta de moeda. A curva BP estabelece a relação entre as exportações líquidas e o fluxo de capitais.

O modelo então pressupõe uma relação de equilíbrio de curto prazo entre o mercado de bens e o mercado monetário, incluindo o mercado de divisas, de forma que oscilações ou choques nas variáveis consideradas promoveriam ajustes nos demais fatores, conduzindo para um novo estado de equilíbrio entre esses mercados.

Com uma taxa de câmbio fixa, caso ocorra um choque na economia, ocasionando alguma alteração em uma das variáveis, o efeito causado nas curvas acima descritas conduziria para uma situação de déficit ou superávit nas contas externas. Por exemplo, diante de uma redução na demanda externa, ao manter a taxa de câmbio, não se modificaria a entrada de capitais no mercado de ativos financeiros por parte dos investidores estrangeiros, uma vez que não houve uma redução no custo de entrada (como ocorreria caso houvesse uma desvalorização da moeda local, que poderia atrair maior fluxo de entrada desses capitais). Também não haveria uma redução no volume importado (que ocorreria considerando o aumento no custo de importação com uma taxa de câmbio desvalorizada). O resultado seria um déficit na conta corrente e, conseqüentemente, no balanço de pagamentos. Se esse choque

não for temporário, haveria uma redução no nível de produção que poderia resultar em queda de emprego (em casos mais extremos), modificando a curva IS.

Com uma taxa de câmbio flexível, uma alteração em uma das variáveis do modelo Mundell-Fleming iniciaria um processo de ajustamento das demais variáveis. Nesse caso, a queda na demanda por exportação ocasionaria uma desvalorização na taxa de câmbio, impactando negativamente o nível de importações e positivamente o mercado de ativos financeiros, movimentos esses que seriam capazes de compensar a queda inicial, conduzindo a uma nova situação de equilíbrio. Sobre esse exemplo, Krugman e Obstfeld afirmam:

“A depreciação da moeda no caso da taxa flutuante torna os bens e serviços domésticos mais baratos quando a demanda por eles cai, parcialmente compensando a redução inicial da demanda. Além de reduzir o afastamento do equilíbrio interno causado pela queda da demanda de exportações, a depreciação reduz o déficit da conta corrente que ocorre sob taxas fixas, tornando os produtos domésticos mais competitivos nos mercados internacionais.” (KRUGMAN; OBSTFELD, 2001, p. 586)

Krugman e Obstfeld (2001, p. 584) destacam o argumento de que as taxas flutuantes seriam capazes de promover ajustes rápidos e sem a necessidade de grandes mudanças econômicas. Complementam afirmando que “o movimento, da taxa de câmbio flutuante estabiliza a economia reduzindo o efeito do choque sobre o emprego em relação a seu efeito sob uma taxa fixa” (KRUGMAN; OBSTFELD, 2001, p. 585-586).

Triffin (1979, p. 336) sintetiza a relação estabelecida pelo modelo de equilíbrio argumentando que os fluxos monetários de pagamentos internacionais, no desequilíbrio, caso não sejam compensados por uma política de neutralização, conduziriam a uma queda nos preços dos países deficitários e aumento nos superavitários. Com esse movimento dos preços, os países deficitários passariam a possuir preços mais competitivos em comparação aos países superavitários, conduzindo à uma nova situação de equilíbrio, em um processo de ajuste automático.

Friedman, um dos principais defensores da taxa de câmbio flexível, destaca que esse ajuste poderia não ser imediato, pelo fato de que não haver garantia de que, dado certo preço, a quantidade a ser vendida seja a mesma que a quantidade que deseja ser comprada, mas, conforme as oscilações de preços e quantidades, seria encontrado o equilíbrio. Em suas palavras: “a igualdade *ex post* reflete certos mecanismos que eliminaram qualquer discrepância *ex ante*” (FRIEDMAN, 1985, p. 63).

Ainda sobre essa questão, Friedman (1985, p. 71) argumenta que haveria sempre o equilíbrio do Balanço de Pagamentos à medida que a taxa de câmbio teria a liberdade (enquanto flutuar livremente) de criar esse equilíbrio.

Outro fator que se torna parte integrante dessa lógica ortodoxa é a liberalização dos fluxos de comércio e capital. Com a abertura comercial e liberalização financeira dos países, se permitiria que as disparidades entre preços, taxas de juros e taxa de câmbio, entre outros, fossem percebidas pelos agentes econômicos, que possuiriam informações perfeitas, e estes, à medida que buscariam obter algum ganho com as divergências dos mercados, seriam responsáveis por iniciar um processo de ajuste, aumentando a demanda nos países em que esteja mais barato (ou com maior ganho) e diminuindo naqueles em que esteja mais caro (ou com menor rentabilidade), fazendo com que os preços voltem a uma situação de equilíbrio (retornos ou preços equivalentes). Assim seria o próprio movimento especulativo que levaria ao novo equilíbrio, atuando como um arbitrador dos preços dos mercados.

Baumann et al (2004, p. 292) ao apresentarem a teoria ortodoxa colocam que no modelo Mundell-Fleming, o ajuste de preços ocorreria por um processo de arbitragem que, diante de alta ou perfeita mobilidade de capital e da diferença entre a taxa de juros interna e externa, promoveria fluxos de capital que conduziria ao equilíbrio, provocando uma pressão pelo desaparecimento dessa diferença.

Friedman (1985, p. 71-72) argumenta que o sistema de câmbio flutuante possibilitaria um comércio de mercadorias e serviços totalmente livre (com barreiras apenas em termos políticos ou militares, se necessário e justificável), enquanto uma taxa de câmbio fixa, levaria à necessidade de se estabelecer barreiras ao comércio para conter déficits expressivos no balanço de pagamentos.

Para Friedman, as condições dos mercados e dos países poderiam mudar inesperadamente e, por isso, defende que é exatamente pela existência dessa dificuldade em prever quando e como essas mudanças poderão ocorrer que se justificaria a instituição de um mercado de câmbio livre (FRIEDMAN, 1985, p. 68). Diante disso, propõe:

“Nosso problema não é ‘solucionar’ um problema do balanço de pagamentos. É solucionar o problema do balanço de pagamentos, por meio de mecanismo que permita às forças do mercado livre fornecer resposta automática, pronta, efetiva às mudanças nas condições que afetam o mercado internacional.” (FRIEDMAN, 1985, p. 68)

Claramente o autor defende que qualquer interferência no movimento natural do mercado, tais como as políticas governamentais, poderia prejudicar o equilíbrio e a eficiência

encontrados em uma economia livre. Para alcançar a estabilidade e o crescimento econômico seria necessária uma redução da intervenção do governo, que teria outro papel na economia:

“Convém que usemos o governo para fornecer uma estrutura monetária estável à economia livre – isto é parte da função de propiciar uma estrutura legal estável. É também conveniente que o governo forneça uma estrutura geral econômica e legal que permita aos indivíduos fazer a economia crescer, se isto estiver de acordo com seus valores.

As áreas mais importantes da política governamental que são relevantes para a estabilidade econômica estão constituídas pela política monetária e pela política fiscal.” (FRIEDMAN, 1985, p. 44)

O argumento baseia-se na ideia de que os agentes seriam os melhores tomadores de decisão para conduzir ao equilíbrio. A corrente ortodoxa defende que os agentes econômicos são individualmente racionais em termos de maximização (utilidade, lucros, etc) e suas decisões seriam tomadas de acordo com expectativas racionalmente projetadas (SNOWDON; VANE, 2005, p. 226). Seria a racionalidade dos indivíduos que faria com que suas decisões fossem ponderadas e avaliadas em relação ao movimento de preços no futuro.

Conforme apontam Baumann et al (2004, p. 334) em sua exposição sobre o argumento ortodoxo, considerando as economias abertas, são três os preços básicos que afetariam a estrutura de preços relativos na economia: inflação, taxa nominal de câmbio e taxa básica de juros. As expectativas dos agentes econômicos sobre essas três taxas seriam então determinantes para o movimento dos preços e, portanto, para o processo de ajustamento e equilíbrio dos balanços de pagamentos de todos os países. Nesse contexto, apresentam o argumento ortodoxo que afirma que “a trajetória em direção aos equilíbrios interno e externo será tão mais rápida quanto menos lentos forem os ajustes de salários reais, taxa real de câmbio e taxas reais de retorno dos ativos financeiros” (BAUMANN; CANUTO; GONÇALVES, 2004, p. 334), com relação a esses fundamentos (preços básicos).

Os autores, ao explicarem a teoria ortodoxa, apontam que a formação das expectativas racionais considerada por essas escolas se dá por uma ponderação probabilística das informações disponíveis aos agentes. O pleno conhecimento do funcionamento da economia, matematizado em um modelo econômico – compartilhado pelos indivíduos –, e o uso sistemático das informações disponíveis – não incorrendo mais de uma vez no mesmo erro de previsão – permitiria que fossem projetadas as taxas futuras, fazendo com que os agentes antecipassem os ajustes necessários. (BAUMANN; CANUTO; GONÇALVES, 2004, p. 336)

Nesse modelo, seria relevante a questão da duração do choque. No caso de uma oscilação temporária, os agentes observariam possibilidades de ganho diante de um desajuste

de um preço com relação a seu fundamento e atuariam como arbitradores, eliminando esses desajustes e fazendo com que esse preço retorne a seu estado de equilíbrio.

Por outro lado, ao identificar que se trata de uma oscilação permanente, os agentes iniciariam um processo de correção de suas posições (ou de suas transações) considerando um novo preço de equilíbrio e no conjunto do movimento de todos os agentes, haveria uma transição para um novo estado de equilíbrio.

Baumann et al destacam que a ortodoxia argumenta que, por se tratar de um modelo de previsão voltado para o futuro, que envolve uma tentativa dos agentes econômicos de obter ganhos na antecipação dessas mudanças, o ajustamento tenderia a ser mais rápido se comparado ao outros modelos de expectativas voltados para o passado (não-rationais).

“caso se faça presente um ajustamento sem fricções maiores na operação dos mercados, absorvendo em pouco tempo as eventuais modificações nos parâmetros, as expectativas racionais e os preços nesses mercados convergem rapidamente em direção aos preços de equilíbrio.” (BAUMANN; CANUTO; GONÇALVES, 2004, p. 336)

A formação das expectativas (rationais) e as iniciativas dos agentes provocariam impactos tanto no mercado de bens (produtos e serviços) assim com no mercado de ativos, à medida que, segundo o modelo Mundell-Fleming, a questão do equilíbrio (ou ajuste automático) do balanço de pagamentos representa, também, um equilíbrio entre ambos os mercados, em termos do mercado internacional como um todo.

O processo de ajuste então, pode ser entendido como a convergência das expectativas em direção aos fundamentos econômicos, isto é, os preços básicos e a estrutura de preços.

Nesse sentido, a fixação da taxa de câmbio provocaria uma interferência na estrutura de preços e na forma como estes se relacionam, bem como na formação das expectativas (a taxa de câmbio fixo não seria a taxa “racionalmente” esperada pelos agentes) impactando no processo de ajustamento automático dos mercados e, conseqüentemente, do balanço de pagamentos.

2.3.2 Teoria da convergência

O modelo de crescimento desenvolvido por Solow e Swan, uma das principais referências no tópico de análise do crescimento econômico do pensamento ortodoxo, estabelece a relação entre acumulação de capital (poupança e investimento), trabalho e conhecimento (progresso tecnológico) no processo de crescimento do produto.

O modelo Solow-Swan proposto implica que quanto menor a relação capital-trabalho, maior seria a taxa de crescimento e a medida que essa relação se aproxima do estado estacionário a taxa de crescimento tenderia a zero. Estado estacionário seria aquele no qual a renda e o capital *per capita* tenderiam a uma taxa constante, o que significa que o nível de investimento seria próximo, se não igual, à curva de depreciação – depreciação do capital adicionado do incremento de trabalho. (BARRO; SALA-I-MARTIN, 2003, p. 38)

Esta implícito no modelo o pressuposto de que o capital apresenta taxas de retorno decrescentes, isto é, em estágios avançados da curva de produção o aumento do volume de capital investido, que ocasione uma elevação da relação capital-trabalho, resultaria em um menor incremento da produção por capital adicionado. (BARRO; SALA-I-MARTIN, 2003, p. 349).

Quando a relação capital-trabalho é baixa, portanto em um estágio mais primitivo da curva de produção, o aumento do investimento implicaria em retornos produtivos maiores. Dessa maneira, haveria um maior crescimento econômico quanto menos desenvolvido fosse um país, isto é, quanto mais distante esse país estivesse do seu estado estacionário, porque seria mais atrativo ao investimento devido ao seu baixo estoque de capital. (BARRO; SALA-I-MARTIN, 2003, p. 45)

Ao considerar países que possuam relações de capital por trabalhador diferentes e cujas economias apresentem os mesmos parâmetros (taxa de poupança, taxa de crescimento da população trabalhadora e taxa de depreciação) e a mesma função de produção, de acordo com o modelo, conforme um país acumula capital, ampliando sua relação capital-trabalho, menor seria sua taxa de crescimento. Por outro lado, países mais pobres (com menos capital acumulado) e com baixa relação de capital por trabalhador apresentariam maiores taxas de crescimento *per capita* e tenderiam a se aproximar do nível produtivo dos países com maiores relações capital-trabalho. (BARRO; SALA-I-MARTIN, 2003, p. 45)

Com a desaceleração no crescimento dos países mais ricos e a aceleração dos países mais pobres, haveria uma convergência nas taxas de crescimento. (SNOWDON; VANE, 2005, p. 615)

De acordo com o modelo, o crescimento seria determinado pelas relações entre capital, trabalho e tecnologia. Dessa maneira, tem-se que o crescimento sustentado deveria ser obtido por meio do crescimento da taxa de poupança, que é um fator limitado a parcela da renda, ou através do progresso tecnológico, que seria capaz de gerar, no longo prazo, crescimento da renda *per capita* e do consumo, proporcionando efeitos positivos na função de produção (BARRO; SALA-I-MARTIN, 2003, p. 43).

No que se refere ao progresso tecnológico, Gerschenkron (apud SNOWDON; VANE, 2005) argumenta que países pobres poderiam se beneficiar de seu atraso relativo à medida que a possibilidade de transferências de tecnologia poderiam acelerar o ritmo o processo de industrialização. (SNOWDON; VANE, 2005, p. 615)

Com relação a taxa de poupança, os países periféricos, cujas economias são menos desenvolvidas, apresentam níveis mais baixos de acumulação de capital e, portanto, de taxa de poupança. Por outro lado, os países centrais apresentam maiores taxas de poupança e, conseqüentemente, menores taxas de retorno em comparação aos países periféricos.

Diante desse cenário, a poupança acumulada nos países desenvolvidos será atraída pelas maiores taxas de retorno oferecidas pelos países periféricos, proporcionando uma transferência de poupança que no argumento ortodoxo favoreceria o crescimento nas economias periféricas.

Barro e Sala-i-Martin argumentam que seria a mobilidade internacional de capital que tenderia a acelerar esse processo de convergência (2003, p. 349). Para que o fluxo de comércio e capital, capaz de acelerar o processo de convergência segundo o modelo, fosse ótimo seria necessário que se eliminassem as barreiras comerciais e financeiras de forma a eliminar a ineficiência por elas originada.

Nesse sentido, o conjunto de liberalização dos fluxos de capitais e de comércio e taxas de câmbio flexíveis eliminariam as distorções da alocação ótima dos agentes econômicos e permitiria que houvesse uma expansão das economias centrais sobre as periféricas.

Um regime de câmbio flexível permitiria que o capital circulasse livremente, a procura de regiões com maiores taxas de retorno e conduziria naturalmente para um processo de convergência, sem a geração de custos econômicos proporcionados pela entrada de capital a uma taxa de câmbio fixa (como por exemplo os déficits no balanço de pagamentos ou impactos no nível de produção e emprego).

Aliado a esse movimento do capital e do comércio em busca de ganhos nas economias periféricas, argumenta-se que a transferência de progresso tecnológico acompanharia o fluxo, de forma a contribuir positivamente na estrutura (função) de produção nas economias menos desenvolvidas. A transferência do progresso tecnológico seria um dos principais fatores que sustentariam a questão da convergência.

“Ao pensar sobre as fontes de convergência, imaginamos duas causas possíveis. A primeira é que os países mais pobres são mais pobres porque tem menos capital para começar. Assim, com o tempo eles acumulam capital mais rápido que os outros, o que gera a convergência. A segunda é que os países mais pobres são mais pobres porque são tecnologicamente menos

avançados que os demais. Com o tempo, suas economias se tornam mais complexas, seja pela importação de tecnologia dos países avançados, seja pelo desenvolvimento de sua própria tecnologia. À medida que os níveis tecnológicos convergem, o mesmo ocorre com os países. A conclusão mais importante que podemos tirar (...) é que o mecanismo mais importante nesse caso tem sido claramente o segundo.” (BLANCHARD, 2003, p. 261)

Apoiando-se na questão da convergência e crescimento apresentados pelo modelo de Solow-Swan, a teoria ortodoxa defende que a eliminação dessas barreiras conduziria a uma convergência no crescimento dos diferentes países.

De outra maneira, pode-se dizer que com base na teoria microeconômica (agentes maximizadores, eliminação nas barreiras de entrada) e no modelo de crescimento proposto por Solow e Swan, aplicados ao mercado internacional, o pensamento ortodoxo entende que seria possível se estabelecer um cenário macroeconômico de eficiência ótima e crescimento sustentado, desde que se eliminassem os controles impostos aos fluxos de capitais e comércio e taxas de câmbio administradas ou fixas que possam causar distorção.

Krugman e Obstfeld consolidam:

“Se o comércio é livre, se o capital pode ser transferido para países que oferecem retornos mais altos e se o próprio conhecimento é passível de transferência, atravessando fronteiras políticas de maneira que os países sempre tenham acesso a tecnologias de produção de última geração, então não há razão para que as diferenças de rendas internacionais persistam por muito tempo.” (KRUGMAN; OBSTFELD, 2001, p. 701)

Nesse sentido, os defensores do câmbio flexível entendem que a adoção deste regime seria favorável ao movimento natural dos agentes em promover o ajuste das contas internas, bem como, o equilíbrio dos mercados internacionais, conduzindo para uma situação de convergência global.

2.3.3 A questão inflacionária

As escolas ortodoxas em sua maioria, ao acreditarem que os mercados são eficientes e seus movimentos tendem naturalmente para o equilíbrio, à medida que os agentes são racionais e suas decisões são pautadas modelos matemáticos elaborados com base na hipótese do pleno conhecimento sobre o funcionamento da economia, destacam a questão inflacionária como sendo o reflexo de distúrbios sobre o equilíbrio (perturbação nos modelos econômicos). Evitar pressões inflacionárias tornou-se um dos principais elementos, se não o principal, com o qual o Estado e as políticas econômicas deveriam se preocupar.

A escola liberal, por sua vez, enfatiza que permitir o livre comércio e fluxo de capitais possibilitaria a máxima eficiência alocativa não somente no mercado local, como no mercado internacional, ao passo que os agentes econômicos seriam racionais e buscariam oportunidades de ganhos conduzindo os mercados ao equilíbrio.

Friedman e a escola monetarista defendem que o ponto crítico a ser observado na economia é a questão da inflação, pois esta poderia complicar a tomadas de decisão pelos agentes, pois estes poderiam estar sendo iludidos pelo fator inflacionário ao não saberem se o aumento de preços seria devido à elevação da demanda localizada ou a pressões inflacionárias.

Como destacado anteriormente, para Friedman a função do Estado seria promover a estabilidade econômica e legal que permitiria que os agentes promovessem o crescimento (FRIEDMAN, 1985, p. 44). Argumenta, desta maneira, que para manter o fluxo ótimo, a eficiência alocativa e as consequentes taxas naturais de emprego e produto seria necessário que se atentasse ao controle da inflação, garantindo os preços como indicadores dessa eficiência.

À esta explicação está fortemente relacionada a questão da neutralidade da moeda. Economistas ortodoxos argumentam que a moeda não seria capaz de produzir efeitos de longo prazo sobre o produto ou a taxa de juros, apenas efeitos monetários. Para Friedman “a inflação é sempre e em todos os lugares um fenômeno monetário” (BLANCHARD, 2003, p. 188). Mollo resume o pensamento ortodoxo:

“É a aceitação da neutralidade que justifica a prioridade de controle dos preços sobre a garantia do crescimento econômico. Nestas concepções o mercado é o regulador mais eficiente e é preciso, por isso, garantir que os preços relativos não fiquem distorcidos por processos inflacionários.” (MOLLO, 2004, p. 328)

Segundo essa abordagem, o fenômeno inflacionário seria reflexo de políticas ineficientes que promovessem o aumento da demanda, que por sua vez gerariam o aumento contínuo de preço. Diz-se ineficientes ao passo que seriam efeito de intervenções governamentais, que diferente dos agentes econômicos, não possuiriam a racionalidade econômica (e não seriam decisões de maximização das utilidades individuais) e, portanto, provocariam distorções no movimento de equilíbrio.

Nesse contexto, destaca-se o processo de expansão monetária como um fator que estaria positivamente relacionado com a inflação. O aumento da oferta monetária produziria um deslocamento da demanda agregada em resposta ao deslocamento da curva LM, esse

deslocamento da demanda, teria como efeito um aumento no nível de preços. Este aumento no nível de preços ocasionaria uma redução nos estoques monetários, produzindo um novo deslocamento da LM, retornando ao ponto inicial, permanecendo apenas o efeito do aumento de preços. Novamente os teóricos ortodoxos utilizam-se das relações estabelecidas pelo modelo IS-LM para avaliarem que a expansão monetária promoveria ajustes que, ao final, seriam compensados pelo aumento de preços retornando ao ponto inicial em termos de produto⁸.

O curto prazo seria permeado pelo processo de ajuste, no entanto, a médio e longo prazo, “o aumento do estoque nominal de moeda reflete-se totalmente em um aumento proporcional do nível de preços; ele não tem nenhum efeito sobre o produto ou a taxa de juros.” (BLANCHARD, 2003, p. 149)

Uma política que não envolva o câmbio flexível (isto é, um câmbio fixo ou um regime intermediário de câmbio administrado) implicaria em uma política monetária não independente, sendo necessárias intervenções que assegurem o regime cambial estabelecido. Fluxos de capital estrangeiro, que pressionem a política cambial vigente, implicariam em alterações monetárias, aumento ou redução de oferta de moeda, de forma a manter a paridade ou banda de câmbio desejada.

No caso de um país com câmbio fixo, que esteja sofrendo uma entrada elevada de moeda estrangeira, haveria uma pressão no sentido de uma apreciação da moeda, o Banco Central, ao comprar moeda estrangeira para impedir essa apreciação, promoveria uma expansão da oferta de moeda local com impactos inflacionários.

Os defensores do regime de câmbio flexível argumentam nesse caso, que uma política monetária expansiva visando manter o regime cambial definido, ocasionaria um processo inflacionário, conforme descrito anteriormente, e impediria o processo de ajuste automático e equilíbrio do mercado, cujos parâmetros dos modelos matemáticos estariam distorcidos pelo efeito inflacionário. O impacto monetário seria um distúrbio nas alocações de capitais, desviando do ponto de equilíbrio das economias.

Um regime cambial controlado (seja ele fixo ou administrado) estaria sujeito a uma constante exposição ao risco da necessidade de intervenções de políticas monetárias e, portanto, na iminência de um risco inflacionário temido pela abordagem ortodoxa.

Considerando o grau de importância dado à questão inflacionária pelas escolas ortodoxas, manter um regime de câmbio com alguma rigidez na taxa de câmbio, que

⁸ Ver BLANCHARD, 2003, p.146-148.

necessite, eventualmente, de uma política monetária expansionista, seria arriscado e pouco indicado. Esta é uma das justificativas apresentadas em defesa de um regime de câmbio flexível.

Ao avaliar os argumentos apresentados, seria possível concluir que o regime de câmbio flexível seria capaz de promover estímulos suficientes para o crescimento, caso todas as premissas fossem válidas. Desta maneira, os países se encontrariam em uma situação de equilíbrio das contas nacionais, estabilidade interna e com um crescimento contínuo no sentido de um estado estacionário. Na seção seguinte serão apresentadas algumas críticas a esses argumentos, indicando a possibilidade de que esses resultados não sejam produzidos pelo modelo proposto.

2.3.4 Críticas ao modelo de câmbio flexível

A teoria ortodoxa propõe um modelo no qual um regime de câmbio flexível possibilitaria um funcionamento ideal da economia, proporcionando estabilidade e crescimento econômico convergente e sustentável a todos os países que adotem o modelo. No entanto, é necessário destacar que nem todos os pressupostos são cumpridos, além de se identificar algumas inversões conceituais no entendimento do funcionamento econômico, o que não permite que o resultado previsto pelo modelo ortodoxo seja alcançado.

Os argumentos apresentados pela corrente ortodoxa são criticados em diferentes aspectos pelo pensamento heterodoxo. A começar pela hipótese de mercados eficientes, Sicsú afirma que a hipótese somente poderia ser validada “na presença um conjunto excessivamente exigente de pressupostos” (SICSÚ, 2007, p. 128).

Alves Júnior et al (2004, p. 374) colocam que as hipóteses de mercados eficientes e expectativas racionais são rejeitadas pela visão pós-keynesiana. A existência de incerteza sobre o futuro limita as informações disponíveis para a formação de expectativas racionais. Dessa maneira, as decisões são pautadas em expectativas baseadas em informações incompletas e as respostas produzidas por essas decisões em relação a um dado evento dependeria das interpretações de cada um dos agentes, que “avaliam os dados disponíveis de forma heterogênea e formulam hipóteses divergentes” (ALVES JÚNIOR; FERRARI FILHO; PAULA, 2004, p. 375).

Sicsú (2007, p. 130) afirma que para a escola pós-keynesiana o futuro é resultado da livre decisão dos agentes econômicos, orientadas por expectativas criadas a partir de dados objetivos e considerações subjetivas. Essa incerteza não permite que a realidade futura seja eficientemente revelada.

Ao analisar a eficiência alocativa do movimento especulativo, Davidson (2004, p. 335) descreve que no modelo clássico é a previsão estatisticamente confiável, sem erros persistentes, segundo as expectativas racionais que justificaria a atividade especulativa estabilizadora. No entanto, argumenta que o mundo é incerto o que impossibilita que se confie em dados históricos para projetar expectativas futuras com segurança, assim, as atividades especulativas são altamente desestabilizadoras. Acrescenta ainda que a volatilidade dos preços futuros, diante dessa atividade especulativa, pode provocar consequências reais cujo custo econômico seja prejudicial à renda real agregada. A predominância das atividades especulativas está relacionada à natureza dos fluxos de capitais e será abordado adiante.

Davidson (2004, p. 337) concorda com as preocupações de Tobin de que em uma economia global interconectada, cujos mercados financeiros estejam eletronicamente interligados, existe uma forte possibilidade de que os fluxos especulativos provoquem efeitos perturbadores na economia real. Nesse sentido, diante da possibilidade de movimentos especulativos, um regime de câmbio de taxas livremente flexíveis é responsável por custos sociais que superam demasiadamente os benefícios sociais. O autor aponta que, sob o aspecto ortodoxo, a defesa de um regime flexível se justifica pela suposição de que os benefícios superariam os custos sociais, isso porque os teóricos dessa vertente acreditam que o movimento especulativo seria estabilizador⁹. Este entendimento trata-se de uma confusão conceitual entre a especulação e a arbitragem, Davidson argumenta que apenas esta última teria o caráter estabilizador.

Alves Júnior et al (2004, p. 384) afirma que para Keynes não são os fundamentos reais de longo prazo que conduzem as expectativas quanto aos rendimentos de um ativo, ao passo que não existem informações necessárias para formar tais expectativas. A especulação é “essencialmente uma atividade de antecipar a psicologia do mercado, já que a chave do sucesso da aplicação em ativos financeiros não é prever os fundamentos futuros dos ativos,

⁹ Alves Júnior et al (2004, p. 381) sintetizam a visão ortodoxa sobre a especulação da seguinte maneira: “a especulação, atividade essencialmente de curto prazo, não tem efeitos reais e permanentes no equilíbrio de longo prazo da economia”.

mas sobretudo, o movimento dos outros investidores”. (ALVES JÚNIOR; FERRARI FILHO; PAULA, 2004, p. 384)

Nesse sentido, a existência da incerteza sobre o futuro invalida a possibilidade de expectativas racionais que seriam essenciais para realizar alocações eficientes e, portanto, constituir um mercado eficiente.

Sobre a questão da teoria do crescimento, Bresser-Pereira e Nakano (2004, p. 501) afirmam que o modelo pressupõe que os países em desenvolvimento não possuem poupança interna necessária para promover seu desenvolvimento, desta maneira, esses países deveriam permitir (através da liberalização e flexibilização do câmbio) que a poupança fosse transferida dos países com menores taxas de retorno sobre o capital para aqueles com maiores taxas, proporcionando o aumento do investimento e, conseqüentemente, do crescimento. Os autores discordam dessa suposição e argumentam que a questão central para o crescimento econômico não está relacionada à poupança, mas sim aos fundamentos necessários para estimular o investimento produtivo, seguindo a relação de causalidade compreendida pela teoria heterodoxa, na qual a taxa de investimento, sujeita a algumas restrições (por exemplo, restrição cambial), determina a poupança.

Por outro lado, a teoria neoclássica ao inverter essa relação de causalidade (isto é, poupança determina investimento) desconsidera esses fundamentos e defende a questão do crescimento ligada à necessidade de poupança sem considerar que a falta de estímulo ao investimento produtivo direcionará a poupança para consumo e investimento financeiro, não promovendo crescimento. Portanto, o simples movimento de capital que resulte em aumento de poupança promoveria crescimento.

Pode-se argumentar que se a preocupação da política econômica for a de promover fluxo de capital internacional, deixando de lado os fundamentos necessários para o crescimento do investimento, este capital não se destinará ao investimento produtivo e não promoverá crescimento, tratando-se apenas de movimento especulativo.

Com relação a essa questão da dinâmica do investimento estrangeiro, é necessário compreender a natureza do capital que será destinado aos países em desenvolvimento. A estrutura dos mercados financeiros, possibilita a criação de ativos mais líquidos, que não apresentem as restrições de irreversibilidade presentes no investimento produtivo. Parcela significativa do capital estrangeiro a ser investido então é destinado aos ativos financeiros. O fluxo de capitais destinados a esses ativos financeiros apresentam uma natureza especulativa

e, portanto, de curto prazo, o que poderá provocar uma aumento da instabilidade no preço dos ativos. (ALVES JÚNIOR; FERRARI FILHO; PAULA, 2004, p. 385)

Um problema que pode ser relacionado aos fluxos de capitais de curto prazo, em regimes de câmbio flexível, é que o movimento intensificado da entrada desses capitais nos países periféricos (devido as altas taxas de juros) implicará em uma apreciação da taxa de câmbio nominal. Paula et al (2003, p. 70) argumentam a existência de rigidez de curto prazo nos preços que implica em uma apreciação do câmbio real, resultando em uma deterioração do saldo em transações correntes.

A deterioração do saldo em transações correntes ocorre à medida que o influxo de capitais não gera uma contrapartida nos investimentos, sendo portanto transformado em consumo. O aumento da demanda, além de não ser acompanhado por uma expansão da produção (pela falta de investimento), poderá ser atendido por produtos importados a custos menores (diante de uma taxa de câmbio valorizada), aumentando as importações ao mesmo tempo em que haverá uma queda na receita das exportações.

O aumento de demanda, pela lógica ortodoxa, poderia gerar pressões inflacionárias que deveriam ser combatidas com o aumento da taxas de juros, que implicará em um atrativo para o capital estrangeiro, intensificando o movimento de valorização cambial e prejudicando o incentivo ao investimento.

Caso esse cenário de valorização se prolongue por tempo suficiente para produzir expectativas adversas nos empresários nacionais (de que a perda de competitividade permanecerá), poderá resultar um comportamento destrutivo da indústria nacional, à medida que produzirá um desincentivo ao investimento.

“A valorização cambial acaba assim por pressionar a substituição de produção e emprego internos por importados. As indústrias nacionais param de produzir, demitem seus trabalhadores, cai a oferta agregada, a economia nacional deixa de poder crescer por seus próprios meios. Tudo baseado na idéia de que os recursos disponíveis estão em pleno emprego, o país não tem capacidade produtiva. Trata-se, portanto, de uma inversão lógica que destrói a estrutura produtiva nacional provocando a chamada desindustrialização. Impede crescimento e desenvolvimento.” (SAWAYA, 2012, p. 16)

Bresser-Pereira e Nakano (2004, p. 514) afirmam que na América Latina, no final da década de 90, parte significativa do grande ingresso de capitais transformou-se em consumo interno e provocou a redução da poupança interna, não se verificando uma aceleração do crescimento econômico. “A entrada de capitais valorizou as moedas locais, aumentou os

salários, fez disparar o consumo, reduziu as exportações e aumentou as importações, causando maior instabilidade macroeconômica.” (BRESSER-PEREIRA; NAKANO, 2004, p. 515)

Desta maneira, o arranjo defendido pela teoria ortodoxa, de taxas de câmbio flexíveis com alta mobilidade de capital, propõe um modelo de equilíbrio no qual se promoveria um cenário de estabilidade e convergência do crescimento. Esse modelo desconsidera alguns pontos relevantes na visão heterodoxa: a existência da incerteza; o caráter especulativo e, portanto, de curto prazo, que prejudica o investimento produtivo; e a tendência a apreciação cambial nos países em desenvolvimento, onde as taxas de juros são mais elevadas do que nos países centrais.

Ao considerar a existência desses fatores na dinâmica econômica, pode-se concluir que a proposta de um regime de câmbio puramente flexível poderá implicar em custos sociais elevados para as economias periféricas à medida que os resultados obtidos poderão ser contrários aqueles que prevê o modelo, isto é, poderá resultar em um cenário prejudicial ao crescimento econômico e de forte instabilidade.

2.4 Regimes Intermediários

No grupo dos regimes de câmbio intermediários enquadram-se diferentes regimes, tais como *crawling pegs* (minidesvalorizações podendo ser passivas ou ativas – pré-anunciadas), *adjustable pegs* (fixos mas ajustáveis), *basket pegs* (fixo de acordo com uma cesta de moedas), bandas cambiais, flutuante administrado.

São regimes nos quais há algum tipo de intervenção no mercado de câmbio de forma a conduzir a taxa de câmbio para um patamar desejável ou para reduzir efeitos de movimentos excessivos do mercado internacional.

O regime de câmbio flutuante administrado é um dos principais regimes adotados segundo o último levantamento do FMI, *De Facto Classification of Exchange Rate Arrangements and Monetary Policy Frameworks* (FMI, 2012). Nesse regime não há um comprometimento do Banco Central ou da política cambial estabelecida com uma taxa de câmbio específica (ou faixa). As intervenções serão respostas a movimentos adversos aos desejáveis pela política econômica e um instrumento de ajuste importante seria a política de taxa de juros.

Corden (2002, p. 70) destaca que um aspecto favorável a escolha desse regime está no fato de ser reduzido o risco implícito quanto à credibilidade de governo e até mesmo de

constrangimento político, em função de não haver um comprometimento com uma taxa específica, ao mesmo tempo que há espaço para uma intervenção discricionária visando uma condução das políticas cambial e monetária. Os governantes poderiam estabelecer uma meta informal, podendo alcançá-la através da intervenção ou de política monetária (ou a combinação dos dois) e não teriam a obrigação, diante do mercado, de cumpri-la.

Conforme Ocampo apud (PRATES, 2007, p. 3-4) a escolha do regime cambial nos países emergentes (emissores de moedas inconvertíveis) em um cenário de abertura financeira esta submetida ao conflito da demanda por estabilidade e da demanda por flexibilidade. A primeira no sentido de preservar uma taxa de câmbio competitiva, conter os efeitos das flutuações cambiais sobre os agentes com passivos em moeda estrangeira e assegurar uma âncora para os preços internos. A demanda por flexibilidade refere-se às variações da taxa de câmbio nominal que permitem o ajuste da taxa de câmbio real diante de mudanças nos termos de troca e à capacidade de absorver no curto prazo os efeitos de choque de volatilidade dos fluxos de capital. A adoção de um regime intermediário seria uma busca à conciliação desse conflito.

Prates (2007, p. 4) aponta que alguns autores argumentam que a escolha de um regime intermediário também está relacionada à questão da “demanda precaucional” por reserva, no sentido de ampliar a capacidade de sustentar a liquidez de moeda internacional em períodos de fuga de capitais. As reservas internacionais seriam acumuladas a partir das intervenções realizadas pelo Banco Central no mercado de câmbio, na condução da política cambial.

Keynes colocava a questão de que a variação cambial era um fator que afetava negativamente a natureza produtiva e distributiva da economia e que a estabilidade cambial era necessária para garantir a estabilidade de preços. Argumentava, também, que política monetária deveria ser dominante com relação à política cambial. Dessa maneira, Keynes defendia em seus trabalhos a adoção de regimes cambiais administrados, com o propósito de “estabilidade macroeconômica, entendida como o binômio inflação sob controle e crescimento econômico sustentável” (FERRARI FILHO, 2008, p. 6-7).

Ferrari Filho (2008, p. 11) argumenta que em linha com as proposições de Keynes, adotar um regime de câmbio intermediário permite que seja preservada a flexibilidade para ajustar o câmbio, ao mesmo tempo em que é possível manter uma orientação da trajetória temporal cambial.

A política cambial, tal como adotada por Prates (2007, p. 8)¹⁰, pode ser compreendida como “qualquer transação que altera a posição líquida em moeda estrangeira do setor público”, seja por intervenções no mercado de câmbio ou títulos de dívida emitido ou indexado em moeda estrangeira.

As intervenções no mercado de câmbio poderão ser ou não esterilizadoras, isto é, o impacto monetário das intervenções será neutralizado através de emissões de títulos domésticos, emissão monetária ou endividamento externo, reduzindo os meios de pagamento do público. A intervenção esterilizadora altera a composição entre ativos internos e externos dos *portfólios* dos agentes e da autoridade monetária. As operações não-esterilizadoras produzem efeitos na base monetária e na taxa de juros (podendo ser consideradas como políticas monetárias). A dinâmica dessas intervenções está relacionada a diferentes objetivos macroeconômicos, que definem as metas e estratégias de intervenção. (PRATES, 2007, p. 7, 9)

As relações entre os objetivos macroeconômicos, metas e indicadores monitorados estabelecidas por Moreno (2005) foram consolidadas por Prates (2007) e são apresentadas no Quadro 2.1. Observa-se que um regime de câmbio intermediário, possibilita uma ampliação no grau de liberdade na condução da política cambial e a elaboração de diferentes estratégias de política econômica.

Uma política cambial que tenha como estratégia promover o crescimento através de estímulo as exportações terá como principal objetivo macroeconômico a competitividade externa e o equilíbrio. Como pode ser inferido do quadro abaixo, essa estratégia poderia ser contemplada em um regime de câmbio intermediário que tenha como objetivos específicos reduzir a volatilidade e exercer uma influência sobre o nível da taxa de câmbio, tendo como principais indicadores os fluxos de capital e os termos de troca. A concretização dos objetivos dependerá da escolha da estratégia das intervenções no mercado de câmbio que as tornem eficazes.

¹⁰ Esta definição apresentada pela autora é uma interpretação da definição exposta por Archer (2005) e Moreno (2005). A autora também apresenta explora outras três definições apresentadas por Moreno (2005).

Objetivos macro	Metas (objetivos específicos)	Indicadores monitorados
Controle da inflação	<ol style="list-style-type: none"> 1. Resistir a movimentos abruptos do patamar da taxa de câmbio 2. Redução da volatilidade 	<i>Pass-through</i> ¹¹
Equilíbrio e competitividade externos	<ol style="list-style-type: none"> 1. Redução da volatilidade 2. Influência sobre o patamar da taxa de câmbio 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Fluxos de capital 2. Termos de troca
Estabilidade financeira e prevenção de crises e desordens de mercado	<ol style="list-style-type: none"> 1. Resistir a movimentos abruptos 2. Redução da volatilidade 3. Manter a liquidez nos mercados cambiais 4. Acúmulo de reservas 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Condições de mercado (volumes transacionados; posições dos diferentes participantes) 2. Fluxos de Capitais 3. Transações nos mercados de derivativos 4. <i>Currency mismatch</i>¹²
Redução da vulnerabilidade externa e melhora do <i>rating</i> soberano	<ol style="list-style-type: none"> 1. Acúmulo de reservas 2. Redução da dívida externa 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Transações correntes 2. Fluxos de capitais 3. <i>Currency mismatch</i>

Quadro 2.1 – Taxonomia da política cambial

Fonte: Prates (2007, p. 10)

Lacerda e Oliveira apontam para uma mudança do direcionamento nos organismos internacionais, destacando a publicação da UNCTAD (*United Nations Conference on Trade and Development*), sobre a escolha de um regime cambial, no qual o órgão afirma que o debate deve seguir em direção a elaborar novas fórmulas para uma gestão da taxa de câmbio que seja consistente com o comércio e os fluxos financeiros em uma economia globalizada. (UNCTAD apud LACERDA; OLIVEIRA, 2010, p. 12)

É importante ressaltar que as intervenções dos Bancos Centrais ou alterações de políticas monetárias e fiscais realizadas a fim de administrar o nível da taxa de câmbio podem implicar em custos econômicos (como por exemplo o aumento da dívida pública ou impactos monetários), tais como no regime de câmbio fixo, no entanto, em menor proporção devido ao fato de não impor uma atuação mais restritiva, possibilitando a escolha do momento, do tipo e do grau de intervenção.

¹¹ Grau de impacto das variações cambiais para os preços internos. (PRATES, 2007, p. 9-10)

¹² Descasamento de moedas “associado ao acúmulo de passivos externos e internos denominados em moeda estrangeira” (PRATES, 2007, p.3)

2.5 Considerações finais

Neste capítulo discutiu-se os regimes cambiais, as implicações na escolha de cada um dos três grupos de regimes e o argumento teórico que sustenta a escolha.

O regime de câmbio fixo restringe não somente a taxa de câmbio, como também torna a política monetária dependente da política cambial. A manutenção desse regime implica em elevados custos econômicos, principalmente diante de alta mobilidade de capital, resultantes do impacto monetário ou de ataques especulativos.

A proposta de regime de câmbio flexível defendida pela teoria ortodoxa sugere que a adoção do regime possibilitaria um ajuste automático na contas nacionais e um movimento de convergência de crescimento. Argumentou-se, no entanto, que alguns pressupostos considerados pela teoria podem não ser válidos, o que implica que a adoção de um regime flexível pode produzir resultados diferentes daqueles esperados por seus defensores. Nesse sentido, ao considerar a existência de incerteza na formulação da expectativa dos agentes (que impossibilita uma expectativa racional e mercados eficientes), o caráter especulativo instabilizador dos fluxos de capitais e a predominância do investimento especulativo em relação ao investimento produtivo, a adoção de um regime de câmbio flexível diante de livre mobilidade de capitais pode apresentar uma tendência à apreciação cambial e ao aumento da volatilidade.

Em meio à discussão de se fazer uso de um regime cambial que favoreça e estimule o crescimento econômico, um regime de câmbio administrado se apresenta como um modelo que possibilitaria a manutenção da taxa de câmbio em níveis competitivos, com um custo econômico moderado.

No próximo capítulo, ao analisar o cenário brasileiro, será possível constatar na história brasileira algumas conclusões elaboradas nesta discussão sobre os regimes cambiais. A primeira com relação ao regime de câmbio fixo, que diante de ataques especulativos, tornou-se insustentável, resultando em uma crise cambial. A segunda, com relação à adoção de um regime de câmbio flexível, que tem apresentado evidências de uma tendência a apreciação cambial e um perfil altamente especulativo e financeiro.

CAPÍTULO 3 – Política Cambial e Taxa de Câmbio no Brasil

Os capítulos anteriores apresentaram a discussão acerca da importância da política cambial para promover o crescimento econômico e as questões envolvidas na escolha dos regimes cambiais.

A partir dos argumentos apresentados nos capítulos anteriores, este capítulo se propõe a analisar o cenário brasileiro, de forma a identificar algumas evidências entre a relação da taxa de câmbio e dos desempenhos econômicos e as características do mercado de câmbio e os fatores que justificam o seu comportamento. A análise terá atenção especial ao período entre 1999 e 2011, período em que vigora o regime de câmbio relativamente flexível¹³.

O capítulo será dividido em duas seções, nas quais, a primeira seção apresentará a evolução da política econômica brasileira, identificando o movimento liberal que predominou na elaboração do Plano Real e as consequências dessa estratégia política em termos de resultados econômicos, com destaque para os indicadores relacionados à discussão da taxa de câmbio (balança comercial, nível de consumo, pauta de exportação e importação, investimentos, PIB). Para evidenciar as características liberais no movimento de reformas da regulação sobre o fluxo de capitais foi realizado, adicionalmente, uma discussão dos principais normativos que alteraram a dinâmica desse fluxo.

A segunda seção se propõe a identificar os fatores que geram influência no comportamento da taxa de câmbio e de que maneira essa influência se efetiva, visando destacar os aspectos que devem ser considerados na elaboração de uma política cambial que tenha como objetivo promover o crescimento econômico através do aumento da competitividade nacional.

Para compreender o comportamento da taxa de câmbio brasileira será tratado tanto o fluxo comercial e financeiro quanto as demais estruturas que compõem o mercado de câmbio, isto é, o mercado interbancário, os mercados de derivativos e o mercado de balcão internacional, além da atuação do Banco Central, enquanto executor da política cambial.

Poderá se observar neste capítulo que a adoção de um câmbio flexível no Brasil gerou uma significativa valorização da taxa de câmbio e apresentou indícios de impacto na estrutura produtiva.

¹³ Adotou-se um regime de câmbio flexível com possibilidade de intervenções discricionárias, de acordo com as necessidades da política econômica ou respostas a choques.

3.1 Evolução da Política Econômica Brasileira anos 1990 e 2000

Esta seção irá avaliar a evolução da política econômica brasileira a partir das mudanças implementadas no Plano Real, com destaque para os impactos ocasionados na taxa de câmbio e suas consequências. Poderá se observar adiante que a mudança mais significativa na política cambial ocorreu em meados de 1999 quando foi condicionada a um novo papel dentro da estrutura da política econômica, tornando-a um instrumento para o manejo da política monetária.

A década de 90 foi marcada por uma intensificação do processo mundial de desregulamentação da conta de capitais, resultando em uma abertura econômica e uma maior integração financeira, impactando diretamente as relações entre as moedas.

No Brasil, essas mudanças, acompanhadas de uma política de juros elevados (implantadas em 1992), elevaram a inserção brasileira no mercado financeiro internacional, tornando-se um importador líquido de capital (HERMANN, 2006, p. 158).

Em 1994 estabeleceu-se o uso da âncora cambial como instrumento de política de estabilização de preços, mantendo-se uma paridade cambial valorizada (bandas assimétricas, com teto fixo) que, somada ao processo de abertura comercial e a uma política de juros reais altos, resultou em uma perda de competitividade dos produtos brasileiros no mercado internacional, aumento no volume das importações e déficits na conta de transações correntes do balanço de pagamentos. Essa queda na receita das exportações foi compensada pelos influxos de capitais que financiaram o balanço de pagamentos. Esse movimento representou uma mudança estrutural no modelo de crescimento, passando a ter a necessidade da entrada de capitais estrangeiros, que boa parte era de origem especulativa (e, portanto, de curto prazo), aumentando a vulnerabilidade externa. (LACERDA; OLIVEIRA, 2010, p. 8)

No segundo semestre de 1997, no contexto da crise asiática, elevou-se a taxa de juros e foi anunciado um pacote de medidas de austeridade fiscal com o objetivo de reduzir os impactos da crise. Diante da crise russa, em agosto de 1998, novamente foram anunciadas medidas para promover o ingresso de capitais, no intuito de se reestabelecer o volume de reservas, no entanto, a constante deterioração do saldo de transações correntes¹⁴ e a não execução do pacote de medidas anunciado no ano anterior provocaram a percepção do mercado da existência de sérios desequilíbrios macroeconômicos, resultando em um

¹⁴ O déficit do saldo em transações correntes passou de US\$1,8 bilhões em 1994 para US\$33,4 bilhões em 1998.

movimento crescente de fuga de capitais e na deterioração do saldo de reservas internacionais. (PAULA; OREIRO; SILVA, 2003, p. 104-105)

Conforme Garofalo Filho (2000, p. 142) desde a crise russa (em 1998) o Banco Central estava perdendo reservas diante da contínua saída de capitais, o que sinalizava a necessidade de mudança na política cambial ou alteração nos patamares estabelecidos.

Esse processo resultou na saída do Banco Central do mercado de câmbio e em uma flexibilização forçada. Assim, ao final de janeiro adotou-se formalmente um regime de câmbio flexível:

“A adoção do regime cambial de livre flutuação foi formalmente anunciada pelo Comunicado no 6.565, de 18.1.1999, que previa também a ocorrência de intervenções eventuais e limitadas no mercado, de forma a evitar oscilações amplas das taxas de câmbio em um curto espaço de tempo.” (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 1999, p. 117)

Hermann (2006) enfatiza que a estabilidade cambial e monetária da primeira metade da década de 90 “apoiava-se em uma base extremamente frágil: o endividamento externo sob condições de otimismo dos investidores estrangeiros” (HERMANN, 2006, p. 164), otimismo esse que diante da deterioração do saldo de transações correntes e das crises cambiais mexicana, russa e asiática foi revertido ocasionando ataques especulativos (de saída de capitais) que conduziram para uma adoção forçada de regimes de câmbio flutuante.

Essa alteração do regime cambial implicou em uma necessária alteração do modelo de âncora cambial, já sob a gestão do Armínio Fraga no Banco Central, que deu início, em junho do mesmo ano, a uma elevação da taxa de juros básica e a adoção do sistema de metas de inflação (GIAMBIAGI; et al, 2005, p. 177-178), no qual o principal instrumento de controle da inflação é a taxa de juros. O sistema de metas de inflação pode ser definido como “um modelo de ‘regra com *feedback*’, no qual a taxa de juros tem seus movimentos inversamente relacionados (com alguma defasagem temporal) ao desvio da inflação esperada [...] em relação à meta de inflação estabelecida” (HERMANN, 2006, p. 168-169).

Segundo Hermann a partir de 1999 adotou-se um modelo que a autora denominou de ‘modelo dos anos 2000’, determinado pela ampla abertura da conta capital adotada na década de 90 “aliada agora a um regime de câmbio flexível, a um modelo de metas de inflação para a política monetária e a um modelo de política fiscal guiado por metas de superávit primário” (HERMANN, 2006, p. 159). A política econômica passa a ser de juros elevados, abertura comercial e financeira, câmbio flexível e política fiscal contracionista.

A adoção de um regime de metas de inflação era uma clara sinalização da predominância do pensamento ortodoxo na condução da política econômica, à medida que se prezava pela estabilidade de preços, condicionando toda a política econômica aos mecanismos para preservá-la, deixando as demais questões econômicas para que o próprio mercado as ajustasse, enquanto livre para comercializar e movimentar capitais.

Segundo Nassif et al (2010, p. 10-11) desde a flexibilização do câmbio até o início de 2010 é possível identificar três fases distintas no comportamento das taxas de câmbio¹⁵. A primeira fase sendo caracterizada inicialmente por uma forte desvalorização, seguida de uma relativa estabilidade até o final de 2000. A segunda fase foi marcada por uma aparente tendência a depreciação da taxa de câmbio real, enquanto a terceira fase, iniciada a partir de junho de 2004, é caracterizada por uma tendência a apreciação da taxa de câmbio real, com exceção ao período marcado pela crise financeira (na segunda metade de 2008 até início de 2009), no qual observou-se um movimento de desvalorização.

Durante o segundo mandato do governo do FHC, a partir da desvalorização cambial, iniciou-se um processo de redução do déficit na conta de transações correntes (de US\$33,4 bilhões em 1998 para US\$7,6 bilhões em 2002), favorecida, principalmente, pela inversão da balança comercial que passou a apresentar resultados positivos (passando de um déficit de US\$6,6 bilhões em 1998 para um superávit de US\$13,2 bilhões em 2002). Neste mesmo período, como destacado anteriormente, a taxa de câmbio estava desvalorizada, justificando uma parcela significativa da inversão da balança comercial, à medida que favoreceu o aumento da receita das exportações, que apresentou um crescimento de quase 12% no saldo acumulado entre 1999 e 2002, em comparação ao período de 1995 a 1998), acompanhado por uma queda nos gastos de importação de cerca de 6% entre os dois períodos.

Observou-se, também, um recuo no fluxo de ingresso de investimentos diretos estrangeiros – IED – (US\$28,9 bilhões em 1998 para US\$16,6 bilhões em 2002). No entanto, essa queda pode ser justificada por uma redução no capital de viés especulativo (recursos destinados às sociedades e fundos de investimentos de capital estrangeiro) que é contabilizado no grupo de atividades financeiras, na categoria de serviços¹⁶. Essa categoria registrou uma redução de 48% do ingresso de capitais neste período. Em 1998, 88% dos recursos ingressados no país destinavam-se às atividades econômicas de serviços, parcela essa que foi

¹⁵ Os autores consideram não somente a trajetória da taxa de câmbio real, como também o desvio padrão calculado.

¹⁶ A distribuição por atividade econômica da aplicação dos recursos provenientes do Investimento Estrangeiro Direto é dividida em três categorias: agricultura, pecuária e extrativa mineral; indústria e serviços, conforme divulgado pelo Banco Central do Brasil.

reduzida para 56% em 2002. Com destaque para a categoria de atividades financeiras que apresentou uma expressiva queda de 80% no ingresso de capitais no período, passando de uma representatividade de 25% do total de IDE em 1998 para apenas 6% em 2002.

Por outro lado, a desvalorização no período favoreceu um significativo aumento na parcela destinada para a indústria que passou de 11,9% do IED em 1998 para 40,6% em 2002 e em valores absolutos, passou de US\$2,8 bilhões para US\$7,6 bilhões. Para Lacerda, a análise dos fluxos de entrada de investimentos diretos estrangeiros durante o segundo governo de Fernando Henrique Cardoso “parece confirmar a hipótese de que uma taxa de câmbio mais favorável tende a estimular investimentos mais voltados para atividades industriais com grande inserção no mercado exterior” (LACERDA, 2004, p. 103).

O autor avalia que as políticas implementadas no período contemplado pelo segundo mandato do FHC foram de caráter predominantemente passivo, não havendo uma “clara concepção e implementação de um arcabouço de políticas para incentivar as ações, de maneira a alavancar as exportações, promover a substituição das importações e incentivar a geração de valor agregado local” (LACERDA, 2004, p. 103). Hermann (2006, p. 171) complementa a análise avaliando que o modelo adotado não contemplava políticas voltadas para a questão da restrição externa, em termos de conter a exposição ao capital volátil. Em outras palavras, a estratégia de política econômica sob o governo do FHC foi claramente seguindo a receita liberal, não havendo atenção especial voltada para o setor industrial exportador, no entanto, o cenário internacional foi favorável de alguma maneira para provocar a desvalorização cambial no período, gerando impactos positivos nesse setor.

A entrada do governo Lula foi, desde o início, marcada por um comprometimento em se manter as políticas econômicas adotadas e em respeitar os contratos firmados no governo anterior, formalizado através da “Carta ao Povo Brasileiro” (FILGUEIRAS; PINTO, 2004, p. 2). O novo governo manteve os pilares da política macroeconômica do governo FHC, isto é, uma política cambial de taxa flutuante (com um câmbio valorizado), a política monetária orientada pelo sistema de metas de inflação (o que significava taxas reais de juros elevadas) e a política fiscal de metas de superávit primário (NOVELLI, 2010, p. 227).

A taxa de câmbio começou a apresentar uma tendência de valorização no início de 2003. Essa valorização pode ser justificada por dois fatores principais: uma taxa de juros elevada (maior do que o triplo da média dos outros países em desenvolvimento) que atraía o capital especulativo estrangeiro, implicando, além da valorização, em um perfil volátil da taxa

de câmbio; e ao aumento do preço médio das principais *commodities*¹⁷ no mercado internacional, de aproximadamente 150% (entre 2002 e 2008), devido a expansão da demanda internacional, segundo Lacerda e Oliveira (2010, p. 9).

Observa-se nesse sentido, que os dados corroboram com o argumento de que a permanência da taxa de juros em um patamar elevado, proporcionando um alto diferencial em comparação às taxas internacionais, atrai o influxo de capitais e provoca um forte movimento de valorização cambial em um regime de câmbio flexível.

No período de 2002 a 2009, o Real foi uma das moedas mais valorizadas se comparada com as moedas dos países em desenvolvimento. Apresentou uma valorização de 50% no período, enquanto os demais países dos BRICs¹⁸ apresentaram valorizações de 7% (Rússia), 5% (Índia) e 18% (China). Por outro lado, outros países da América Latina, como Argentina e México, apresentaram uma desvalorização de 11% e 24%, respectivamente (LACERDA; OLIVEIRA, 2010, p. 10). Essa valorização acentuada da moeda brasileira implica em uma perda de competitividade dos produtos brasileiros em comparação aos seus competidores, destacados acima, à medida que o produto brasileiro teria um maior preço em dólar se comparado a um produto argentino ou chinês, por exemplo.

A valorização excessiva da moeda brasileira representou no contexto interno uma redução da inflação, aumento do salário real dos trabalhadores e dos lucros empresariais¹⁹ e, conseqüentemente, uma redução no preço dos bens de consumo. Por outro lado, diante do contexto internacional, essa valorização ocasionou uma perda de competitividade brasileira que resultou em um crescimento econômico significativamente menor do que outros países em desenvolvimento (enquanto o Brasil apresentou um crescimento de 4% ao ano no período de 2002 a 2008, os demais países dos BRICs cresceram 6,6%a.a. – Rússia –, 7,7%a.a. – Índia – e 10,5%a.a. – China). (LACERDA; OLIVEIRA, 2010, p. 11)

Essa perda de competitividade não estimulou uma ampliação no investimento produtivo, o que pode justificar o crescimento moderado no lado dos investimentos públicos e privados, que em termos de formação bruta de capital fixo (FBKF) passou de uma média de 15,9% do PIB entre 2003 e 2006 para 18,5%, entre 2007 e 2010, mesmo diante de uma média da variação real nos dois períodos de 4,5% e 10,5% ao ano, respectivamente, como pode ser observado na Tabela 3.1.

¹⁷ Conforme o Índice CRB (*Commodity Research Bureau*).

¹⁸ BRIC trata-se de uma sigla para o conjunto de países, Brasil, Rússia, Índia e China, em destaque no grupo dos países em desenvolvimento, que apresentam elevado potencial no cenário mundial.

¹⁹ O aumento refere-se à uma alteração no poder de compra, no entanto, a perda de competitividade provoca uma queda na margem de lucro.

Tabela 3.1 - Indicadores Macroeconômicos (média anual por período)

Período	1995-1998	1999-2002	2003-2006	2007-2010
PIB - Variação real anual	2,5%	2,1%	3,5%	4,6%
Dívida Líquida Pública Total - % PIB	33,4%	52,2%	50,3%	41,3%
Dívida Externa Líquida Pública - % PIB	4,8%	11,2%	5,3%	-9,2%
Consumo final das famílias - % PIB	64,1%	63,6%	60,6%	59,9%
Variação real anual	3,5%	1,8%	3,2%	5,8%
Capital fixo - formação bruta - % PIB	17,4%	16,5%	15,9%	18,5%
Variação real anual	4,3%	-2,0%	4,5%	10,5%
Reservas internacionais (liquidez internacional) - Variação	-3,9%	1,6%	22,9%	17,0%

Fonte: Elaboração própria com base nos dados do IPEA

Apesar do relativo baixo crescimento do PIB quando comparado com os demais países dos BRICs, a trajetória da taxa média de crescimento foi positiva. Nos dois mandatos do governo FHC as taxas foram de 2,4% e 2,1%, respectivamente, enquanto nos dois mandatos do governo Lula, as taxas foram de 3,5% e 4,6%, respectivamente.

Em linha com esse cenário de crescimento moderado e valorização cambial, o consumo das famílias apresentou crescimento próximo ao crescimento do PIB, mantendo a relação de cerca de 60% do PIB, com média de variação real de 3,2% no primeiro mandato e 5,9%, no segundo, conforme Tabela 3.1. No entanto, observa-se que o aumento do poder de compra ocasionado pelo processo de valorização cambial somado ao aumento da demanda, direcionou parte da expansão do consumo das famílias para a importação de bens de consumo, como pode ser observado na Tabela 3.2.

Ao analisar o comportamento das importações dos bens de consumo (duráveis e não duráveis) observa-se que durante o período entre 1995 e 1998, no qual se mantinha forçadamente uma taxa de câmbio valorizada, o volume de bens de consumo importados era expressivo. Com a desvalorização ocorrida com a flexibilização do regime cambial e as crises de 2001 e 2002²⁰, o saldo de importação de bens de consumo no segundo mandato do FHC reduz cerca de 40% do saldo do período anterior. No período de 2003 a 2006, com o início do processo de valorização cambial, observa-se um crescimento de cerca de 12%, se comparado ao período anterior, com uma taxa média de crescimento anual significativa de 48% nos bens de consumo duráveis e de 21% nos bens de consumo não duráveis. Por fim, no segundo mandato do governo Lula, o saldo das importações de duráveis mais do que quadruplicou em relação ao saldo do período anterior, enquanto dos não duráveis mais do que dobrou.²¹

²⁰ Crise energética brasileira, crise argentina, ataques terroristas e eleições brasileiras.

²¹ É importante ressaltar que entre 2007 e 2010 a taxa de câmbio permaneceu predominantemente valorizada, exceto no auge da crise financeira (entre setembro de 2008 e março de 2009), e foi

Esse comportamento do consumo e das importações de bens de consumo reforça o argumento de que em um regime de câmbio flexível a entrada de altos volumes de capital que resultou na ampliação da poupança externa foi destinado ao consumo (comportamento esse que, como será visto adiante, se repetirá no período seguinte).

O saldo acumulado da balança comercial apresentou um aumento significativo entre o dois governos. No período de 1999 a 2002, o saldo era de US\$13,9 bilhões, passando para US\$ 149,6 bilhões no período de 2003 a 2006 e US\$ 110,3 bilhões entre 2007 e 2010 (Tabela 3.2). Durante o primeiro mandato do governo Lula, tanto as exportações, como as importações registraram uma variação média anual de aproximadamente 23%, com significativos aumentos na exportação de produtos básicos e manufaturados e na importação de bens de consumo duráveis e bens intermediários.

Tabela 3.2 - Saldo Acumulado da Balança Comercial (FOB) - US\$ milhões

Período	1995-1998	1999-2002	2003-2006	2007-2010
Balança comercial	-22.392	13.875	149.594	110.304
Exportações	198.387	221.681	425.675	713.502
Produtos Básicos	50.308	56.701	124.732	276.586
Produtos Industrializados	144.902	159.606	293.136	421.117
Produtos Manufaturados	110.548	125.917	233.272	323.538
Produtos Semi-Manufaturados	34.354	33.688	59.864	97.579
Importações	220.779	207.806	276.081	603.198
Bens de Consumo Duráveis	15.079	7.020	7.473	32.170
Bens de Consumo Não Duráveis	23.177	15.950	18.186	41.471
Bens Intermediários	115.729	119.926	169.713	342.618
Bens de Capital	44.534	39.432	37.160	93.428

Fonte: Elaboração própria com base nos dados do IPEA

O saldo acumulado das exportações do período de 2003 a 2006 apresentou uma variação de 92% em relação ao período anterior com um expressivo crescimento de 102% nos produtos básicos (período no qual o preço das *commodities* se encontrava elevado), enquanto as importações registraram um aumento de 32,9%²². Nesse mesmo período, a taxa de câmbio iniciava uma trajetória decrescente (com tendência a apreciação), no entanto, encontrava-se

acompanhada de políticas de expansão de crédito e redução tributária, o que acentuou a tendência a expansão do consumo das famílias e das importações dos bens de consumo. Ver Teixeira e Pinto (2012).

²² O saldo das exportações até 2004 apresenta uma trajetória crescente, a partir de 2005 a taxa de variação anual permanece positiva, mas decrescente.

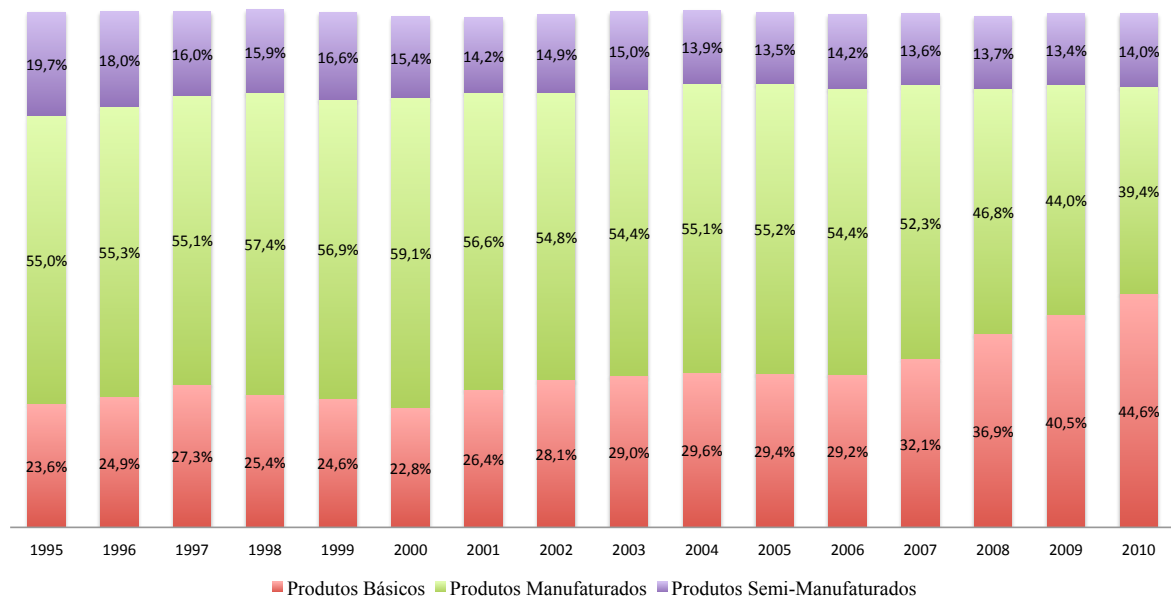
em uma faixa desvalorizada, entre R\$3,60/US\$ no início de 2003 e R\$2,15/US\$ ao final de 2006.²³

No período seguinte, de 2007 a 2010, observa-se uma queda na variação do saldo acumulado das exportações, que registrou um crescimento de 67,6%, enquanto o saldo das importações apresentou uma variação elevada, de 118,5%, com destaque para o crescimento de 330,5% dos bens de consumo duráveis e 128% dos bens de consumo não duráveis. No caso das exportações, pode-se explicar esse comportamento por dois fatores principais, a trajetória de valorização da taxa de câmbio, bem como a queda da demanda internacional no período da crise financeira, enquanto as importações foram favorecidas pela valorização cambial e pelas políticas implementadas pelo governo para conter os efeitos da crise (em destaque, a expansão de crédito e redução da tributação sobre produtos importados). Destaca-se no entanto que o crescimento das exportações de produtos básicos foi responsável por mais de 50% do saldo exportado.

No que se refere à pauta de exportação, observou-se um crescimento expressivo das exportações de produtos básicos nos dois mandatos do Lula, de 120% no primeiro mandato e 121,7% no segundo. Os produtos manufaturados também registraram crescimento significativo, de 85,3% e 38,7%, respectivamente. No entanto, como mostra o Gráfico 3.1, apesar da variação positiva tanto nos produtos básicos como nos manufaturados, o que se observa é que desde o início do governo Lula houve uma alteração na composição da pauta de exportação. Os produtos manufaturados que até 2002 representavam cerca de 55% do volume exportado, em 2010 passaram a representar cerca de 40%, enquanto os produtos básicos passaram de 28% para 45%. É importante novamente ressaltar que parte dessa alteração pode ser justificada pela alta nos preços das *commodities*.

²³ Taxa de câmbio nominal, PTAX venda mensal divulgada pelo Banco Central do Brasil.

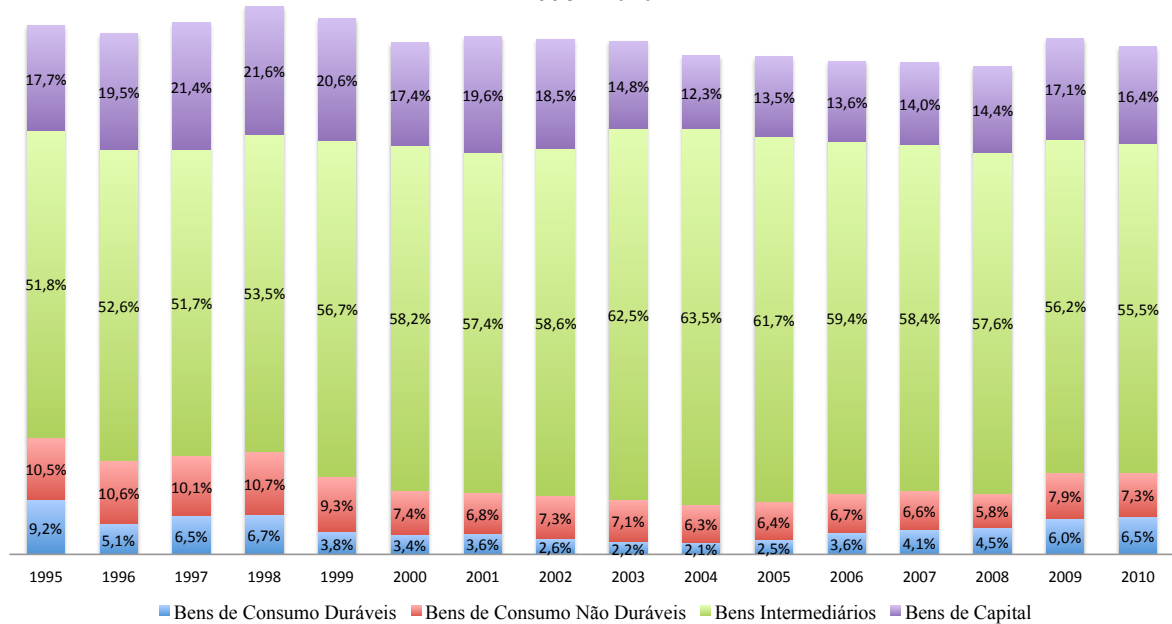
**Gráfico 3.1 - Composição das Exportações Brasileiras
1995 a 2010**



Sobre o aspecto da alteração da composição da pauta de exportação é importante destacar o problema da possibilidade de evidências para a existência da doença holandesa. A teoria da *Dutch disease* é defendida por uma vertente heterodoxa (desenvolvimentista) na qual se argumenta que os produtos básicos (commodities), em razão de seus custos de produção reduzidos, são capazes de conviver com taxas de câmbio valorizadas. Nesse contexto, diante de um aumento da demanda internacional desses produtos, que gere um aumento de preços e, conseqüentemente, um aumento da receita das exportações, uma valorização poderá ser provocada. Essa valorização resulta na perda de competitividade dos produtos cujo custo de produção seja elevado, isto é, produtos industrializados. Esse processo poderá resultar em uma realocação dos investimentos, reduzindo-os no setor de produtos manufaturados e elevando-os na indústria de commodities. (LACERDA; OLIVEIRA, 2010, p. 2) Desta maneira, a ocorrência de doença holandesa resulta na redução da heterogeneidade produtiva. (MARCONI; ROCHA, 2012, p. 862)

Por outro lado, as importações, apesar do crescimento do volume observado no período, não apresentaram uma alteração significativa em sua composição, como pode ser observado no Gráfico 3.2.

Gráfico 3.2 - Composição das Importações Brasileiras
1995 - 2010



Fonte: IPEA

Ainda com relação às contas do Balanço de Pagamentos, no que se refere ao saldo acumulado da conta capital e financeira, pode-se observar na Tabela 3.3 que a conta apresentou superávits expressivos, em especial no período de 2007 a 2010, apesar do recuo do mercado financeiro diante da crise que teve grandes impactos na economia mundial entre 2008 e 2009. Uma das principais contas que justificou esse crescimento foi a conta de investimentos estrangeiros em carteira (tanto nos títulos de renda fixa, em razão da manutenção de elevados juros que mesmo diante da valorização cambial resultava em retornos atrativos, quanto nas ações de companhias brasileiras), que apresentou um crescimento de 856,4%.

Com relação ao saldo acumulado no primeiro mandato do governo Lula, pode-se justificar os valores reduzidos, em função dos elevados montantes amortizados da dívida externa (operações de regularização com o FMI), em especial nos anos de 2004 e 2005 que a conta capital e financeira foi deficitária (déficit de US\$7,9 bilhões e US\$9,5 bilhões, respectivamente).

Tabela 3.3 - Saldo Acumulado da Conta Capital e Financeira - US\$ milhões

Período	1995-1998	1999-2002	2003-2006	2007-2010
Conta capital e financeira	118.566	71.702	4.423	289.650
Conta Financeira	117.047	70.694	2.021	285.592
Investimentos Diretos	58.449	96.209	21.402	125.071
Estrangeiros no País	63.045	100.405	62.178	154.098
Brasileiros no Exterior (retornos)	2.380	7.357	5.667	84.765
Investimentos em Carteira	61.576	5.715	14.523	162.817
Estrangeiro	61.884	8.268	16.864	161.291
Brasileiro	-308	-2.553	-2.341	1.527

Fonte: Elaboração própria com base nos dados do IPEA

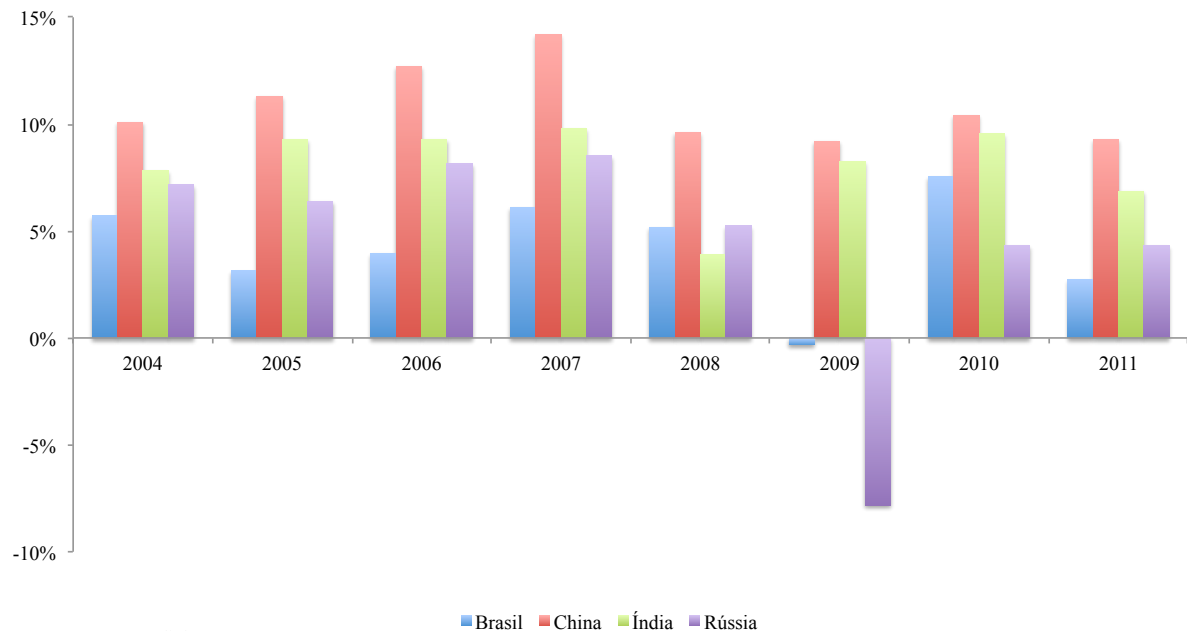
Os resultados do Balanço de Pagamentos, com elevados saldos na balança comercial entre 2003 e 2006 e na conta financeira entre 2007 e 2010, possibilitaram o aumento das reservas internacionais (US\$49,3 bilhões em 2003, US\$85,8 bilhões em 2006, US\$180,3 bilhões em 2007 e US\$352 bilhões em 2010), com um crescimento médio ao ano de 22,9% no primeiro período e 17%, no segundo (Tabela 3.1). Esse aumento das reservas possibilitou a redução da dívida externa líquida e, conseqüentemente, da dívida líquida total²⁴ (passando de 54,9% do PIB em 2003 para 39,2% do PIB). Em 2006, o Brasil passou à categoria de credor externo. (TEIXEIRA; PINTO, 2012, p. 925)

Para Nassif et al (2010, p. 11) a partir de 2004 observou-se um período de grande dinamismo econômico, responsável pela expansão do comércio mundial. Esse cenário favoreceu os termos de troca da economia brasileira, permitindo que houvesse um crescimento econômico mesmo diante de um processo de valorização da taxa de câmbio.

É importante ressaltar, no entanto, que esse crescimento foi relativamente baixo quando comparado ao crescimento observado nos BRICs (Gráfico 3.3), com uma taxa abaixo da média de seus principais concorrentes (LACERDA; OLIVEIRA, 2010, p. 11)

²⁴ A dívida líquida total permaneceu elevada em termos de percentual do PIB (ver Tabela 3.1) em razão da tendência crescente da dívida interna líquida, resultante dos níveis elevados de taxas de juros mantidos no período. Ver Teixeira e Pinto (2012)

Gráfico 3.3 - Taxa de Crescimento Anual do PIB dos BRICs
2004 a 2011



Ainda em comparação com os BRICs, observa-se que em termos da formação bruta de capital fixo a economia brasileira também apresentou índices abaixo da média observada nos demais países, sendo a média brasileira de 18,4% do PIB, enquanto a média chinesa foi de 44,9%, a indiana foi 35,6% e a russa foi de 22,3% do PIB²⁵, todas no período de 2004 a 2011, países esses que apresentaram uma valorização cambial bem abaixo da observada no Brasil, como destacado anteriormente.

Diante desses resultados, é possível avaliar que o primeiro mandato do governo Lula foi impulsionado pela dinâmica externa (aumento da demanda internacional, acompanhada de aumento de preços das *commodities*) que gerou o aumento das exportações (efeito direto) e uma tímida expansão nos investimentos dos setores exportadores (efeito indireto), apresentando uma taxa de câmbio em um patamar relativamente desvalorizado, no entanto com uma tendência clara à valorização. O segundo mandato, foi marcado por certa flexibilização da orientação contracionista da política econômica, favorecendo a expansão do mercado interno, contudo, a taxa de câmbio já se encontrava em um patamar mais valorizado. (TEIXEIRA; PINTO, 2012, p. 926)

Pode ser observado no decorrer da seção que as oscilações da taxa de câmbio influenciaram, principalmente, o comportamento do comércio exterior, que teve seus efeitos minimizados pela grande expansão da liquidez mundial, resultando em aumento da demanda

²⁵ Dados do Banco Mundial.

internacional de produtos e aumento dos fluxos de capitais. Outro fator importante é tendência a valorização que se evidenciou nos últimos anos pode justificar uma grande parcela da diferença entre o comportamento da economia brasileira e das demais economias em desenvolvimento, em destaque os BRICs.

A adoção de um regime de câmbio flexível em uma economia dependente como a brasileira, em um contexto de fluxo livre de capitais e comércio e taxa de juros elevada, provocou uma forte valorização cambial que provocou impactos na estrutura produtiva, no entanto, para avaliar as evidências que comprovem um processo de desindustrialização seria necessária uma análise extensa de diversos indicadores econômicos, estudo esse que não faz parte do escopo desse trabalho.

A subseção a seguir irá evidenciar os principais movimentos da desregulamentação do mercado de câmbio e de capitais estrangeiros, evidenciando o movimento liberalizante que conduziu a estratégia de política econômica desde o início do governo Fernando Henrique Cardoso e que apresentou certa continuidade nos governos Lula.

3.1.1 A regulação do Mercado de Câmbio e de Capitais Estrangeiros

Diante das discussões apresentadas nos capítulos anteriores, compreende-se que a taxa de câmbio em um regime flexível²⁶ é influenciada pela dinâmica dos fluxos de comércio e capitais, gerando fortes instabilidades.

Com a flexibilização do câmbio ao final da década de 90, a taxa de câmbio brasileira passou a ser controlada através das intervenções pontuais no mercado de câmbio pelo Banco Central, bem como pelas alterações na regulamentação referente ao fluxo de moedas e ao comércio internacional.

Em um levantamento da base normativa quanto ao mercado de câmbio e capitais estrangeiros, Lann et al (2011, p. 7-8) avaliaram que em uma base de 297 normativos, editados entre 1995 e abril de 2011, 42% das normas possuíam um caráter liberalizante, enquanto 13% eram classificadas como restritivas e 45%, neutras. Esses dados reforçam o argumento da existência de um processo de liberalização financeira ocorrida durante a década de 90 e nos anos 2000.

²⁶ Nesse caso, não se trata somente de um regime de câmbio estritamente flexível, pode-se considerar que o entendimento também se aplica aos modelos intermediários menos restritos, por exemplo os de bandas cambiais ou flutuantes administrados.

Munhoz (2010) realizou uma retrospectiva das principais alterações na regulação do mercado de câmbio e de capitais estrangeiros, evidenciando os principais normativos de viés liberalizante.

Ao analisar as principais normas alteradas a partir da flexibilização do câmbio é possível destacar que houve um claro incentivo à captação de recursos no exterior diante da permissão para a livre aplicação e a eliminação das exigências de autorização prévia e prazo mínimo nas operações de captação de recursos no exterior, além da facilitação no registro das operações. (MUNHOZ, 2010, p. 31)

A autora também destaca que a permissão para a antecipação automática do pagamento de dívidas contraídas no exterior foi uma medida importante no sentido de reduzir a distinção entre dívidas de curto e longo prazo, ao passo que as operações de longo prazo poderiam ser liquidadas em um prazo de um mês²⁷. (MUNHOZ, 2010, p. 32)

No início de 2005 os normativos são consolidados no novo Regulamento do Mercado de Câmbio e Capitais Internacionais – RMCCI – que incorpora, também, novas alterações de forma a desregulamentar as operações de câmbio, tais como o não estabelecimento de limites para a venda de moeda estrangeira para fins de investimento no exterior e a autorização para compra e venda de moeda estrangeira (sem restrição de valor ou natureza) por pessoas físicas e jurídicas. Outra medida importante contida no documento foi a primeira iniciativa na flexibilização da cobertura cambial das exportações, ampliando o prazo de internalização das divisas provenientes de operações de exportações (de 180 dias contados da data de embarque da mercadoria para 210 dias).

As novas normas representam um processo de flexibilização dos controles não somente da entrada de capitais, como também da saída, processo esse que se intensificou e consolidou a partir da publicação do RMCCI. Munhoz enfatiza:

“pode-se considerar que a instituição do novo RMCCI representou para o Brasil o passo mais avançado em direção à livre movimentação dos fluxos de capitais, haja vista o caráter mais liberal da legislação cambial brasileira, a qual passa a permitir uma ampla liberdade de operações com o exterior.” (MUNHOZ, 2010, p. 33)

Dentre as alterações das normas cambiais é importante destacar a alteração da cobertura cambial. Inicialmente, o prazo para a internalização da receita da exportação era de 20 dias após o recebimento do pagamento, com o limite de 180 dias da realização da exportação, prazo este que foi alterado no RCCI para 210 dias, seguido de nova alteração na

²⁷ A norma exige que o Banco Central seja informado da intenção de antecipação com trinta dias de antecedência ao fechamento do câmbio.

qual foi estabelecido que os exportadores poderiam manter até 30% da sua receita no exterior e, por fim, eliminou-se a obrigatoriedade da cobertura cambial, em março de 2008.

Sicsú (2007) argumenta que essas mudanças foram uma medida instabilizadora do câmbio, à medida que condicionou o fluxo do saldo comercial (bastante previsível e estável) ao movimento dos cálculos especulativos, aproximando-se do comportamento dos fluxos financeiros internacionais (caracterizados por movimentos imprevisíveis). Dessa maneira, o setor exportador passaria a se especializar na atividade especulativa “de cálculo de momento ótimo para internalização de dólares” (SICSÚ, 2007, p. 169) avaliando os mesmos fatores considerados no fluxo de capitais financeiros, além da expectativa cambial, passa a avaliar também o diferencial de juros internos e externos, bem como o risco soberano de *default*.

A mudança de comportamento do fluxo do saldo comercial representa a sua transformação em um fator de instabilidade da economia brasileira, a medida que passará a produzir efeitos e respostas semelhantes ao dos fluxos financeiros. Sicsú (2007, p. 164) enfatiza que “o fim da cobertura cambial é uma proposta estratégica do processo de liberalização; é considerada por muitos [e pelo próprio autor] o seu ápice”. Na mesma linha do argumento de Chesnais (apresentado no primeiro capítulo) Sicsú coloca que a alteração implica em uma subordinação à lógica do capital financeiro.

Diante do levantamento apresentado, pode-se argumentar que significativas mudanças dos normativos relacionados ao fluxo de capitais e em especial as alterações da cobertura cambial, representaram, dentro do conjunto da política cambial um processo de liberalização comercial e financeira, que conduziram a um aumento do fluxo de capitais (tanto de entrada como saída) e a uma dominância do capital financeiro sobre os demais setores da economia.

A seção seguinte irá avaliar o comportamento dos fluxos de capitais e seus possíveis impactos da taxa de câmbio, de forma a avaliar alguns componentes que deverão ser considerados na elaboração de uma política cambial voltada para o crescimento econômico.

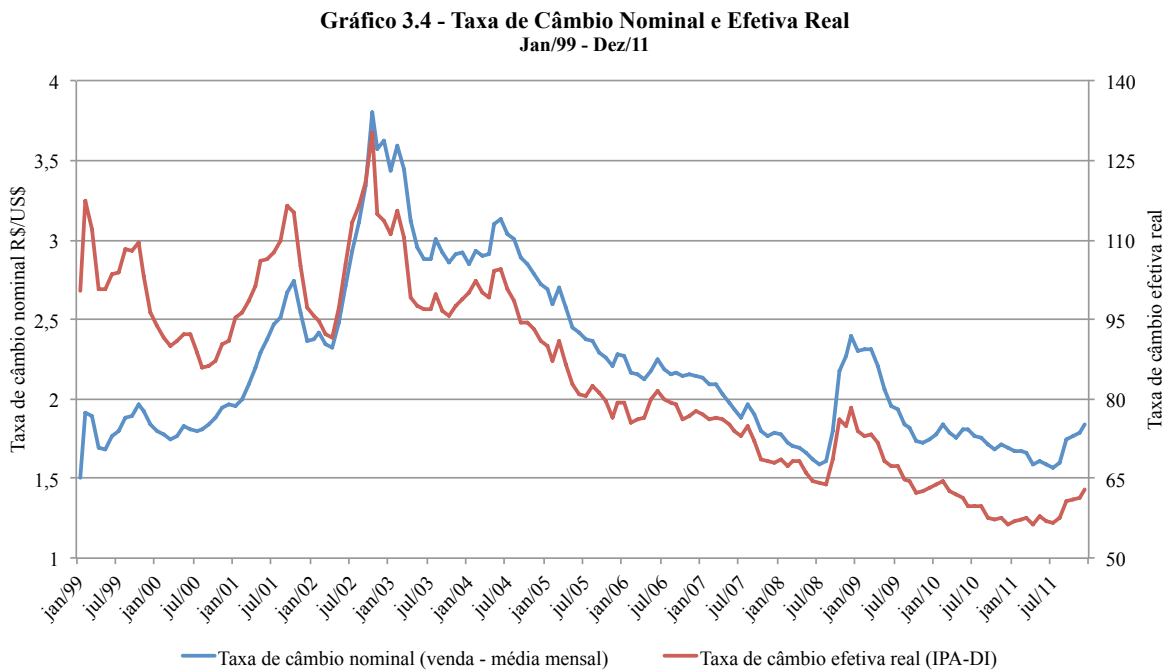
3.2 Fluxos de Capitais e o Mercado de Câmbio no Brasil

Na seção anterior verificou-se que a partir da flexibilização do regime cambial pode-se distinguir fases de comportamento na taxa de câmbio que tiveram reflexos na dinâmica da economia brasileira. Esta seção irá destacar alguns pontos relevantes que podem auxiliar na compreensão do comportamento desta variável a partir de 2003, quando se inicia um novo

ciclo econômico, de expansão internacional e o início da tendência apreciativa da taxa de câmbio.

A taxa de câmbio nominal, no primeiro quadrimestre de 2003 apresentou uma queda acentuada, de um patamar acima de R\$3,50/US\$ para um patamar de abaixo de R\$3,00/US\$. Segundo Prates e Farhi (2009, p. 9) esta apreciação resultou, principalmente, do processo de reversão da desvalorização excessiva (*overshooting*) ocorrida em 2002.

Durante o restante do ano, até o meio de 2004, a taxa de câmbio apresentou relativa estabilidade (próximo ao nível de R\$3,00/US\$), iniciando um movimento de valorização a partir da segunda metade de 2004 até o início da crise de 2008. Nos meses que antecederam a crise, a taxa de câmbio nominal encontrava-se em um patamar próximo a R\$1,60/US\$, como pode ser observado no Gráfico 3.4²⁸.



Fonte: Banco Central do Brasil

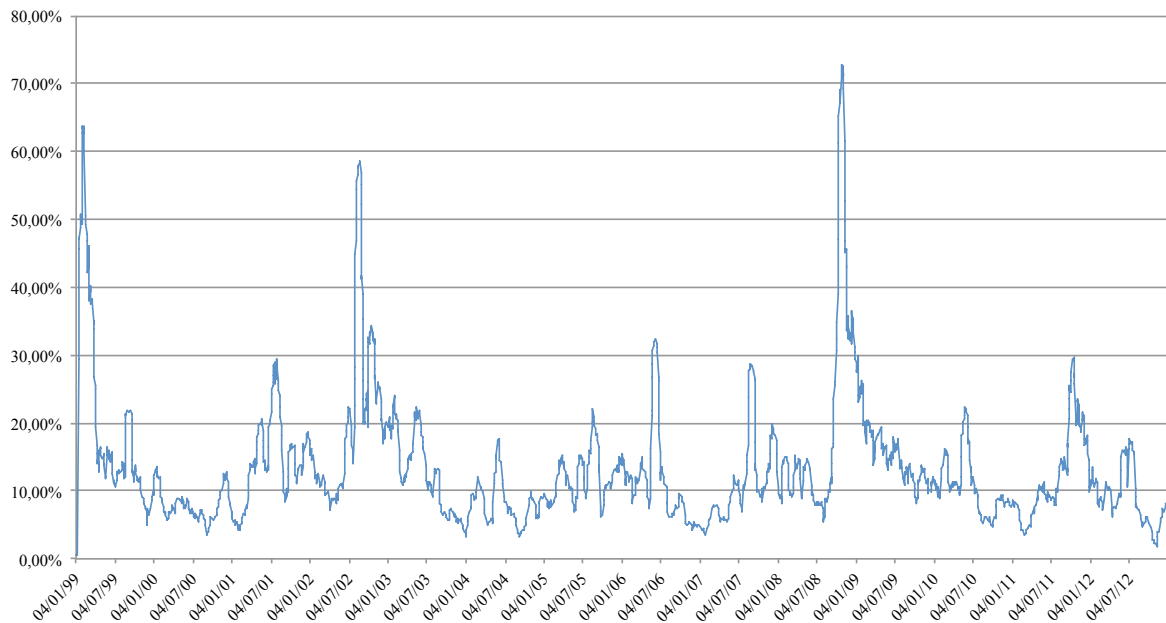
Somado a essa tendência apreciativa, é possível observar que a taxa de câmbio apresenta também um comportamento volátil. Ao calcular a volatilidade histórica²⁹ da taxa de

²⁸ O índice da taxa de câmbio efetiva real é uma medida de competitividade. É a taxa nominal ajustada ao diferencial de variação de preços de uma cesta dos 15 países mais significativos em termos de comércio exterior, ponderados pela participação no comércio bilateral. Utilizou-se a série do índice de taxa de câmbio efetiva real IPA-DI – Jun/1994=100. Para mais detalhes, consultar as notas metodológicas das séries temporais do Banco Central do Brasil.

²⁹ A volatilidade é uma medida de referência que indica o movimento oscilatório de uma variável. A volatilidade histórica é obtida através do desvio padrão da taxa de retorno da variável.

câmbio nominal verifica-se um movimento de 5% a 15% em períodos de estabilidade, atingindo picos que ultrapassam os 50% nos períodos de crises, como pode ser observado no Gráfico 3.5.

Gráfico 3.5 - Volatilidade cambial histórica anualizada



Fonte: Elaboração própria

Nesse sentido, é necessário compreender quais são os fatores que podem influenciar esse comportamento do fluxo cambial. Conforme Prates e Farhi (2009, p. 3) “a taxa de câmbio nominal (Real/US\$) é determinada pela interação das transações cambiais tanto nos mercados à vista quanto nos de liquidação diferida”, nos quais os mercados à vista são constituídos pelas transações referentes aos fluxos de divisas de exportação e importação, de turismo e de investimentos e pelo mercado interbancário. Os mercados de liquidação diferida consistem nos mercados de derivativos *onshore*, mercados *offshore*. As intervenções do Banco Central podem ocorrer tanto no mercado à vista quanto no mercado de derivativos. (ROSSI, 2012)

Primeiramente será analisado o comportamento do mercado primário (mercado à vista, exceto mercado interbancário), que pode ser observado pelas contas do Balanço de Pagamentos, e em seguida será discutida a interação das demais estruturas do mercado de câmbio e seus possíveis reflexos na taxa de câmbio.

Ao analisar os saldos das contas do Balanço de Pagamentos na Tabela 3.4, observa-se que a partir de 2003 o resultado das transações correntes passou a ser positivo e crescente até

2007, resultado de uma elevação na entrada de divisas através do saldo da balança comercial, como discutido na seção anterior. Por outro lado, a partir de 2006, observa-se uma trajetória crescente de saldos positivos na conta capital e financeira (exceto no ano de 2008, no qual as operações financeiras foram impactadas pela crise financeira), saldos esses que se tornaram expressivos em comparação ao saldo de transações correntes e que são responsáveis pelos elevados resultados do Balanço de Pagamentos.

Tabela 3.4 - Balanço de Pagamentos (US\$ milhões)

Discriminação	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
TRANSAÇÕES CORRENTES	-7.637	4.177	11.679	13.985	13.643	1.551	-28.192	-24.302	-47.273	-52.473	-54.246
Balança comercial (FOB)	13.121	24.794	33.641	44.703	46.457	40.032	24.836	25.290	20.147	29.794	19.431
Serviços e rendas (líquido)	-23.148	-23.483	-25.198	-34.276	-37.120	-42.510	-57.252	-52.930	-70.322	-85.251	-76.523
Transferências unilaterais correntes	2.390	2.867	3.236	3.558	4.306	4.029	4.224	3.338	2.902	2.984	2.846
CONTA CAPITAL E FINANCEIRA	8.004	5.111	-7.523	-9.464	16.299	89.086	29.352	71.301	99.912	112.380	72.762
Conta capital	433	498	372	663	869	756	1.055	1.129	1.119	1.573	-1.877
Conta financeira	7.571	4.613	-7.895	-10.127	15.430	88.330	28.297	70.172	98.793	110.807	74.639
ERROS E OMISSÕES	-66	-793	-1.912	-201	628	-3.152	1.809	-347	-3.538	-1.271	384
RESULTADO DO BALANÇO	302	8.496	2.244	4.319	30.569	87.484	2.969	46.651	49.101	58.637	18.900

Fonte: Banco Central

Observa-se que a conta capital é pouco representativa nos resultados da conta capital e financeira, cuja maior representatividade é observada na conta financeira. Desta forma, compreende-se que o influxo de capitais por meio da conta financeira é um fator mais expressivo em termos de influência sobre a tendência a apreciação da taxa de câmbio.

A conta financeira reflete os fluxos originários nas transações de ativos e passivos financeiros entre residentes e não-residentes, divididos em quatro grupos: investimento direto, investimentos em carteira, derivativos e outros investimentos.³⁰ Compreender a abrangência dessas transações e os fatores que as estimulam, poderá ser um indicativo dos fatores que conduzem ao comportamento apreciativo da taxa de câmbio.

Os grupos de investimentos são divididos em duas contas, investimentos brasileiros, que representam os fluxos de ativos externos adquiridos por residentes no Brasil, e investimentos estrangeiros, que representam os fluxos dos não-residentes (passivos de residentes cujo credor seja o não-residente)³¹. Com o propósito de analisar o influxo de capitais, o restante do capítulo irá tratar especificamente dos investimentos estrangeiros.

O investimento direto estrangeiro (IDE) está subdividido em “participação no capital”, que compreende os fluxos de recursos relacionados as alterações total ou parcial do capital social de empresas nacionais, e em “empréstimos intercompanhias”, que compreende a

³⁰ As informações detalhadas sobre a estrutura do balanço de pagamentos estão disponíveis nas Notas Metodológicas do Balanço de Pagamentos (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2001).

³¹ O grupo dos derivativos está subdividido em ativos e passivos, no entanto, por sua baixa representatividade na conta capital não será tratado nessa análise.

concessão de créditos entre matrizes no exterior e filiais no Brasil. Os investimentos em carteira estrangeiro compreendem a subconta das “ações de companhias brasileiras” (títulos de renda variável) e “títulos de renda fixa” (títulos de dívida). O grupo dos outros investimentos estrangeiros contempla créditos comerciais, empréstimos e financiamentos (inclui operações de regularização de dívida pública), moedas e depósitos e outros passivos.

Argumenta-se que o influxo de capitais nos países periféricos está mais relacionado à dinâmica internacional dos países centrais, com destaque para a economia norte americana e sua política monetária, do que aos indicadores econômicos das economias periféricas (Corrêa; Almeida, 2010 e MUNHOZ; CORRÊA, 2009). A dinâmica internacional do países centrais determina a existência e o volume do fluxo de capitais para os países periféricos. Em períodos de cenário positivo ocorre um aumento desse fluxo, enquanto em momentos de crise ou de instabilidade, observa-se uma retração do movimento de capitais para os países periféricos. No entanto, os cenários econômicos dos países em desenvolvimento impactam no direcionamento dos capitais, isto é, países com melhores indicadores econômicos serão capazes de atrair maior fluxo estrangeiro em detrimento a outros países em desenvolvimento.

A Tabela 3.5 detalha as contas pertencentes a conta capital e financeira do Balanço de Pagamentos, de maneira a compreender por quais instrumentos a entrada de capitais se efetivou.

Tabela 3.5 - Conta Capital e Financeira (US\$ milhões)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Conta Capital e Financeira	433	498	372	663	869	756	1.055	1.129	1.119	1.573	-1.877
Conta capital	7.571	4.613	-7.895	-10.127	15.430	88.330	28.297	70.172	98.793	110.807	74.639
Conta financeira	14.108	9.894	8.339	12.550	-9.380	27.518	24.601	36.033	36.919	67.689	68.093
Investimento direto	-2.482	-249	-9.807	-2.517	-28.202	-7.067	-20.457	10.084	-11.588	1.029	2.821
Investimento brasileiro direto	-2.402	-62	-6.640	-2.695	-23.413	-10.091	-13.859	-4.545	-26.782	-19.533	-7.555
Participação no capital	-81	-187	-3.167	178	-4.789	3.025	-6.598	14.629	15.195	20.562	10.377
Empréstimo intercompanhia	16.590	10.144	18.146	15.066	18.822	34.585	45.058	25.949	48.506	66.660	65.272
Investimento estrangeiro direto	17.118	9.320	18.570	15.045	15.373	26.074	30.064	19.906	40.117	54.782	52.838
Participação no capital	-528	823	-424	21	3.450	8.510	14.994	6.042	8.390	11.878	12.434
Empréstimo intercompanhia	-5.119	5.308	-4.750	4.885	9.081	48.390	1.133	50.283	63.011	35.311	8.273
Investimentos em carteira	-321	179	-755	-1.771	6	286	1.900	4.125	-4.784	16.858	-8.260
Investimento brasileiro em carteira	-389	-258	-121	-831	-915	-1.413	257	2.582	6.211	8.801	-2.275
Ações de companhias estrangeiras	67	437	-633	-940	921	1.699	1.643	1.542	-10.995	8.057	-5.986
Títulos de renda fixa	-4.797	5.129	-3.996	6.655	9.076	48.104	-767	46.159	67.795	18.453	16.534
Investimento estrangeiro em carteira	1.981	2.973	2.081	6.451	7.716	26.217	-7.565	37.071	37.671	7.174	5.600
Ações de companhias brasileiras	-6.778	2.156	-6.076	204	1.360	21.887	6.798	9.087	30.124	11.278	10.934
Títulos de renda fixa	-356	-151	-677	-40	41	-710	-312	156	-112	3	25
Derivativos	933	683	467	508	482	88	298	322	133	252	150
Ativos	-1.289	-834	-1.145	-548	-441	-799	-610	-166	-245	-249	-125
Passivos	-1.062	-10.438	-10.806	-27.521	15.688	13.131	2.875	-16.300	-1.024	7.804	-1.753
Outros investimentos	-3.211	-9.752	-2.085	-5.035	-8.416	-18.552	-5.269	-30.376	-42.567	-39.005	-24.278
Outros investimentos brasileiros	2.150	-686	-8.721	-22.486	24.104	31.683	8.143	14.076	41.543	46.809	22.525
Outros investimentos estrangeiros											

Fonte: Banco Central

A conta de IDE apresenta valores expressivos desde o início do período analisado, em destaque o item de participação no capital, valores esses que se intensificaram pelo processo de privatizações, que sofreu grande estímulo no Plano Real e permaneceu durante parte do

governo Lula, e pelos processos de fusão e aquisição. A subconta de “participações no capital” é a mais representativa do resultado do IDE.

Segundo Lacerda e Oliveira (2009, p. 12-14) os fluxos de IDE mundiais apresentaram crescimento significativo entre 2000 e 2007, registrando um crescimento médio anual de 20%. O Brasil foi um dos principais destinos deste fluxo, reflexo, principalmente, da atratividade dos setores vinculados a *commodities*, que apresentaram aumento de preços e da demanda internacional. Evidenciou-se também que a economia brasileira apresenta elementos significativos na determinação do IDE como “tamanho do mercado, ativos estratégicos, recursos naturais e eficiência na forma de recursos humanos qualificados” (LACERDA; OLIVEIRA, 2009, p. 21), o que favorece a escolha do país em detrimento à outros destinos.

Os investimentos em carteira estrangeiros também apresentam montantes positivos significativos. Entre 2006 e 2010, representaram mais de 50% do resultado da conta financeira (com exceção ao ano 2008, reflexo da crise financeira mundial). Como pode ser observado na Tabela 3.5, a subconta de renda variável é a mais expressiva desse grupo, na maior parte dos anos.

A partir de 2005, houve uma expansão dos mercados acionários dos países centrais e periféricos, no Brasil, esse movimento foi intensificado pelas perspectivas positivas das empresas exportadoras (com destaque para produtoras de *commodities*, tais como siderúrgicas e mineradoras). Nos anos de 2006 e 2007 as participações de estrangeiros no mercado acionário primário e secundário foram significativas (nas emissões primárias absorveram uma média de 70% do volume emitido e no mercado secundário representavam 40% do mercado em maio de 2006 e 35,2% em dezembro de 2007). (FREITAS; PRATES, 2008)

Observa-se também que em 2006 e 2007 houve um crescimento expressivo nos investimentos estrangeiros em títulos de renda fixa. Freitas e Prates (2008, p. 202) argumentam que esse crescimento foi incentivado pela concessão de incentivos tributários aos investidores não-residentes (Medida Provisória nº 281, de 15 de fevereiro de 2006) além da manutenção de elevado diferencial entre as taxas de juros interna e externa.

Os outros investimentos estrangeiros a partir de 2006 passam a apresentar saldos positivos, se colocando também como uma fonte de entrada de moeda estrangeira, responsável pela valorização da taxa de câmbio, cujas contas mais representativas são: crédito comercial e empréstimos e financiamentos.

Após verificar o influxo de capitais originário do mercado primário através do aumentos dos investimentos estrangeiros, é necessário avaliar a influência que os demais mercados, que compõe o mercado de câmbio, exercem na taxa de câmbio.

O mercado de derivativos consiste em um mercado cujos ativos negociados estão referenciados em um ativo subjacente, no caso específico do mercado de câmbio são ativos que suas cotações tem como referência a taxa de câmbio futura. Os derivativos podem ser negociados em mercado de balcão (contratos a termo, não padronizados) ou em mercados organizados (contratos padronizados, maior liquidez) que contemplam contratos futuros, de opções e *swaps* (incluem-se nos *swaps* as operações do Banco Central)³². Para o propósito desse trabalho, os contratos a seguir tratados serão aqueles referenciados na taxa de câmbio.

As operações de balcão são divididas em duas categorias: *onshore*, que representam os contratos a termo negociados no mercado local, sob supervisão de instituições autorizadas (BM&FBOVESPA e CETIP), e *offshore*, que são mercados de balcão internacional de negociação em reais por não-residentes e não é regulado.

As operações dos mercados organizados e balcão *onshore* são liquidadas em reais, sem a entrega física de moeda estrangeira. Por outro lado, as operações *offshore* não podem ser liquidadas em reais (em razão da moeda brasileira não ser plenamente conversível), são liquidadas em dólar ou outra moeda que seja conversível.

O mercado organizado brasileiro de câmbio é “desproporcionalmente maior que o mercado de balcão quando comparado aos outros países” (ROSSI, 2012, p. 108), apresentando alta liquidez. Os contratos disponíveis no mercado organizado permite aos agentes que realizem operações de hedge (proteção quanto a uma variação cambial), especulação e arbitragem (em função da paridade coberta de juros). Conforme Prates e Farhi (2009, p. 16):

“Nos países, como o Brasil, com um mercado de derivativos de câmbio desenvolvido e um elevado grau de abertura financeira (que cria ‘vasos comunicantes’ com o mercado de derivativos de câmbio *off-shore*), as negociações envolvendo esses instrumentos financeiros exercem influência fundamental na evolução da taxa de câmbio nominal. As operações de arbitragem no tempo constituem o principal mecanismo de transmissão entre a taxa do mercado futuro e a taxa de câmbio à vista.”

Segundo Rossi (2012, p. 111) pelo fato de existirem instituições que atuam no mercado *offshore* e mantém operações simultâneas no mercado *onshore*, pode-se verificar que há uma certa influência que é transmitida do mercado *offshore* para o mercado *onshore*. Esta influência pode ser observada quando há uma predominância de uma posição tomada (comprada ou vendida) por essas instituições que atuam nos dois mercados.

³² Para mais detalhes do mercado de derivativos ver Hull (2005).

Essa relação entre o mercado *offshore* e os mercados *onshore* é um fator de atenção na condução da política econômica à medida que são mercados desregulamentados e que são capazes de exercer grande influência na formação da taxa de câmbio através de agentes que atuam em ambos os mercados.

Em um estudo empírico realizado por Rossi para o período de 2004 a 2011, observou-se que os estrangeiros e investidores institucionais atuam na ponta especulativa no mercado de derivativos de câmbio, sendo responsáveis pela formação de tendências na curva dos contratos, e os bancos, por sua vez, ao realizar operações de arbitragem entre os mercados derivativos e o mercado à vista, transmitem essa tendência originada no mercado futuro para o mercado à vista. Segundo o autor, a alta correlação entre a formação de posição dos estrangeiros e investidores institucionais no mercado futuro e a variação cambial sugere que “a atuação desses agentes nesse mercado é determinante para a formação da taxa e câmbio brasileira”. (ROSSI, 2012, p. 147)

O período entre 2004 e meados de 2007 foi marcado por uma expressiva queda no risco país (no caso do Brasil, essa queda resultou na elevação de sua classificação de risco para o “*investment grade*” no início de 2008) e no risco cambial. Esses fatores somados ao aumento da taxa de juros (entre setembro de 2004 e setembro de 2005, seguido de reduções moderadas que permitiram manter um elevado diferencial com as taxas de juros internacionais) e a um cenário de alta liquidez internacional provocou expectativas de apreciação da taxa de câmbio nos investidores estrangeiros, expectativas essas que resultaram na formação de posições líquidas vendidas nos mercados derivativos e que foram transmitidas ao mercado à vista através das operações de arbitragem. (PRATES; FARHI, 2009, p. 18)

Outro componente do mercado de câmbio é o chamado mercado interbancário, no qual os bancos ajustam suas posições de câmbio, isto é, o estoque de divisas em poder dos bancos residentes. Este mercado no entanto não envolve fluxo efetivo de divisas, sendo operacionalizado apenas pela troca de posição de câmbio. (ROSSI, 2012, p. 105)

O mercado interbancário pode interferir na taxa de câmbio à medida que a vontade dos bancos em manter ou alterar a sua posição, independentemente do fluxo de câmbio, irá impactar nas taxas a serem negociadas entre os bancos. Dessa forma, por exemplo, mesmo sob a circunstância de uma entrada de volume considerável de moeda estrangeira resultante de uma operação de exportação (que conduziria para uma valorização da taxa), caso o interesse dos bancos seja aumentar sua posição de câmbio, este aumento da demanda no mercado interbancário poderá produzir em uma desvalorização. Rossi (2012, p. 105) argumenta que o mercado interbancário é capaz de sensibilizar a formação da taxa de câmbio.

As intervenções do Banco Central podem ocorrer no mercado à vista por meio de leilões de compra ou venda de divisas no mercado interbancário ou no mercado de derivativos. Os leilões no mercado interbancário podem impactar na liquidez do mercado primário, promovendo-a ou retirando-a, caso o volume de intervenção seja maior do que o fluxo cambial. As intervenções realizadas nos mercados derivativos tem como objetivo provocar pressões na taxa de câmbio futura.

No que se refere às intervenções do Banco Central no mercado de câmbio, Prates e Farhi (2009, p. 14) argumentam que as operações de compras realizadas entre 2005 e 2008 não tinham o objetivo de influenciar contrariamente à tendência de apreciação do câmbio (apreciação essa que seria um instrumento fundamental para a eficácia da política de metas de inflação). As intervenções realizadas resultaram na formação um “colchão de liquidez em moeda estrangeira” e na redução da volatilidade cambial.

Prates e Farhi (2009, p. 14) defendem que a intervenção do Banco Central no mercado de câmbio não seria suficiente para conter a tendência a apreciação devido a dois fatores: alto custo fiscal nas operações de esterilização (taxa de juros básica e estoque de dívida interna elevados) e a existência de mercados de derivativos expressivos e desenvolvidos.

O acúmulo de reservas é desejável à medida que possibilita uma redução em termos da vulnerabilidade do país diante de restrições externas, no entanto, o fato do Banco Central não ser capaz de gerar impactos suficientes no mercado de câmbio de forma a conduzir a taxa de câmbio para um patamar mais desvalorizado torna-se um fator de atenção na elaboração da política cambial voltada para o crescimento econômico.

Essa estrutura do mercado de câmbio brasileiro com um mercado de derivativos desenvolvido, no qual o volume de negociação ultrapassa em muito o volume do fluxo cambial com plena atuação de estrangeiros; um mercado interbancário capaz de impactar a formação da taxa de câmbio de forma tão expressiva quanto o próprio fluxo cambial; e um mercado *offshore* capaz de interferir na formação da taxa impossibilita que se tenha uma efetiva atuação do Banco Central na condução de uma política de câmbio desvalorizado. O que se observou foi que esses outros componentes do mercado de câmbio, em um regime de câmbio flexível, reforçaram o movimento no sentido de apreciá-la, isto é, no sentido oposto ao desejável para manter uma taxa de câmbio competitiva.

3.3 Considerações finais

A partir da flexibilização do câmbio em janeiro de 1999 o modelo de política econômica brasileiro passou a ser de ampla abertura da conta capital e financeira, com uma política monetária de metas de inflação (com juros elevados) e política fiscal contracionista (com meta de superávit fiscal).

O primeiro período, de 1999 a 2002, marcado por uma taxa de câmbio mais desvalorizada, apresentou uma redução do déficit nas transações correntes, resultado da inversão da balança comercial (aumento das exportações e redução das importações), e um aumento expressivo no investimento direto estrangeiro destinado à indústria.

A entrada do governo Lula não significou uma alteração na política econômica, por outro lado, apresentou uma tendência a apreciação da taxa de câmbio que resultou em um aumento da importação (principalmente de bens de consumo), um crescimento moderado da formação bruta de capital fixo e um baixo crescimento do PIB. Quando comparada com seus principais concorrentes comerciais (BRIC) fica evidente que a valorização excessiva sofrida pela moeda brasileira (muito acima de seus concorrentes) foi um fator prejudicial no obtenção de melhores desempenhos econômicos, tal como os observados nos demais países do BRIC, em linha com o que foi argumentado no primeiro capítulo.

A adoção do câmbio flexível em uma economia dependente, como a brasileira, em um contexto de liquidez mundial gerou uma extrema valorização cambial. Observou-se que essa tendência a apreciação que pode ser em parte justificada pelos superávits da balança comercial (nos quais o aumento do preço das *commodities* teve grande peso) e da conta capital e financeira frente a um cenário de ampla liquidez internacional associada a elevação da taxa de juros interna, queda dos riscos país e cambial. Os superávits da conta capital que favoreceram a formação de uma expectativa de apreciação cambial que também impactou na formação de preço dos contratos derivativos de câmbio, influenciando a taxa de câmbio no mercado à vista. (Prates, 2007, p. 18)

É importante destacar que o processo contínuo de valorização cambial, além de provocar um efeito negativo de retração no investimento, provocou alterações na estrutura produtiva no sentido de um perfil primário-exportador.

Destaca-se também o perfil volátil da taxa de câmbio, reflexo do viés especulativo presente tanto nas negociações contempladas na conta capital, quanto nas operações nos mercados derivativos, ambas considerada de curto prazo. Nessa linha, Rossi (2012, p. 115)

afirma que em termos de volume mensal bruto no mercado primário, há um predomínio das operações de câmbio financeiro em relação ao câmbio comercial, o que sugere um padrão de maior volatilidade nesse mercado.

Ao avaliar as diferentes estruturas do mercado de câmbio observou-se que a tendência a apreciação da taxa de câmbio nos últimos anos pode ser explicada pelos altos volumes de fluxos de capitais, com destaque para os investimentos estrangeiros em carteira. Essa tendência também se justifica por uma expectativa dos agentes que atuam nos mercados derivativos e *offshore* de apreciação cambial que se concretiza pelas negociações nesses mercados e que se estende ao mercado à vista por meio do processo de arbitragem realizado pelos bancos.

Uma política cambial cujo objetivo seja manter uma taxa de câmbio desvalorizada requer uma atenção a essa estrutura seja em termos de uma melhora na efetividade da intervenção do Banco Central, seja em termos de reequilibrar a dinâmica do mercado de câmbio.

CONCLUSÃO

Este trabalho apresentou a importância de se discutir a política cambial no contexto mundialização financeira que resulta em um predomínio do capital financeiro sobre a dinâmica econômica mundial.

O processo de mundialização financeira submeteu as economias periféricas à lógica do capital portador de juros que busca sua remuneração dentro da esfera financeira, resultando em uma perda da autonomia sobre as políticas nacionais e a adoção de políticas liberalizantes.

A dinâmica do mercado internacional e o aumento dos fluxos de capitais passaram a coordenar os ciclos e o ritmo da evolução das economias em desenvolvimento diante da influência que exercem sobre as diferentes variáveis macroeconômicas. Uma importante forma de transmissão dessa influência se dá através da formação da taxa de câmbio desses países.

Os movimentos da taxa de câmbio provocam alterações na estrutura de preços que impactam os salários, consumo, competitividade e investimento dos países em desenvolvimento.

O aumento da liquidez mundial e a adoção de altas taxas de juros nas economias periféricas provocou uma expansão dos fluxos de capitais em direção a essas economias, produzindo efeitos diretos nas taxas de câmbio. Diante de um predomínio de regimes de câmbio flexível, o aumento da entrada de capitais provoca uma pressão no sentido de gerar uma tendência à apreciação das taxas de câmbio e aumento da volatilidade cambial resultante de um predomínio do fluxo especulativo, resultando em um aumento da vulnerabilidade externa, da fragilidade econômica e de instabilidade financeira.

Nesse contexto, argumentou-se que esse movimento cambial provoca o aumento da incerteza dos agentes econômicos e a perda de competitividade no mercado internacional, que reduz a pauta de exportação, além de estimular o aumento do volume de importação. Esses fatores podem provocar um efeito destrutivo nas economias dependentes ao gerar um desestímulo ao investimento e uma conseqüente retração da indústria nacional que seria capaz de alterar a estrutura produtiva, tornando as economias periféricas cada vez mais primário-exportadoras e prejudicando o processo de crescimento econômico.

Por outro lado, argumentou-se que a política cambial para as economias em desenvolvimento pode ser um importante instrumento para estimular o investimento produtivo, proporcionando expansão da capacidade produtiva, ganhos tecnológicos e de

produtividade, que resulte no desenvolvimento do setor industrial e em um crescimento econômico. Nesse sentido, apresentou-se o embasamento teórico que sustenta a defesa de uma taxa de câmbio desvalorizada nos países em desenvolvimento como uma estratégia para estimular o crescimento econômico.

A relação entre a taxa de câmbio e o crescimento econômico pode ser explicada por diferentes canais de influência relacionados à questão da competitividade das economias periféricas.

Uma taxa de câmbio desvalorizada permitiria o aumento da receita de exportação, bem como ampliaria a competitividade dos produtos no mercado internacional, o que pode resultar em uma expansão da exportação em termos de quantidade e tipos de produtos. A melhora nos componentes de exportação estimularia o investimento nos setores que atendem o mercado internacional, o que resulta em expansão das plantas industriais e da tecnologia inserida na produção. O desenvolvimento nesse setor tem como consequência uma ampliação no produto, no emprego e renda, efeito esse que pode se estender aos setores que não estão diretamente voltados para o mercado internacional.

Dessa maneira, ao alterar as relações de preços internacionais, uma taxa de câmbio desvalorizada produz ganhos de competitividade que pode estimular o investimento e ampliar a pauta de exportação ao compensar a menor eficiência diante do atraso tecnológico dos países em desenvolvimento e à existência de falhas de mercado e contratuais. O aumento do investimento resultaria em um aumento da produtividade e do desenvolvimento tecnológico, promovendo o crescimento econômico. Os estudos empíricos analisados no trabalho corroboraram com a existência de uma relação entre a taxa de câmbio e a taxa de crescimento econômico nos países em desenvolvimento, indicando que taxas de câmbio desvalorizadas estariam associadas a maiores taxas de crescimento econômico, enquanto taxas de câmbio valorizadas estariam associadas a menores taxas de crescimento.

Ao identificar a relação teórica e empírica entre a taxa de câmbio e o crescimento econômico e a necessidade de uma taxa de câmbio desvalorizada para promover o crescimento nas economias periféricas discutiu-se as propostas apresentadas pelos diferentes regimes cambiais e as implicações de sua escolha no sentido de identificar de que maneira poderiam estar associados à estratégia de crescimento econômico.

Uma possibilidade de reduzir os impactos dos fluxos de capitais, abordada no trabalho, foi a adoção de um regime de câmbio fixo. Ao estabelecer uma taxa de câmbio (ou uma banda fixa na qual a taxa possa oscilar) favorável ao setor exportador, pode-se reduzir os efeitos negativos nas expectativas do investimento, preservando o desejo de investir dos

empreendedores. No entanto, o custo econômico para manter essa taxa de câmbio é elevado e torna-se crescente diante da expansão do capital que circula pelos mercados internacionais. Ao se comprometer com um regime de câmbio fixo, o país torna a política monetária dependente do regime cambial e faz uso dos ajustes na taxa de juros como um instrumento para manter a paridade cambial, nesse sentido, poderá transferir a instabilidade para a taxa de juros. A possibilidade de aumento dos déficits fiscais é elevada, podendo tornar a política insustentável, como ocorreram nas crises cambiais que resultaram de crises dos balanços de pagamentos.

Para compreender a proposta do regime de câmbio flexível e a sua dinâmica fez-se necessária uma abordagem mais detalhada no sentido de identificar a base de pressupostos envolvida na proposta para que fosse possível identificar de que maneira estaria relacionada com a questão do crescimento econômico.

A proposta do regime de câmbio flexível é sustentada pelas teorias ortodoxas e pelos pressupostos aceitos na formulação de seus modelos que conduziram para um entendimento de que o mercado, ao se livrar das barreiras regulamentares e das interferências exógenas aos desejos maximizadores dos agentes econômicos, se tornaria eficiente, resultando em um mercado equilibrado e estável. Nesse sentido, os defensores do regime de câmbio flexível acreditam que sua adoção conduziria as economias para um processo de ajuste automático das contas nacionais, bem como para um crescimento convergente.

No entanto, argumentou-se que os modelos ortodoxos não consideraram em sua formulação o problema da incerteza existente na formação das expectativas dos agentes e da importância do investimento, independente da existência de poupança, para conduzir o crescimento econômico. Ao desconsiderarem esses fatores, seria possível que houvesse um distanciamento entre a proposta do regime de câmbio flexível defendida pelos modelos ortodoxos e os seus resultados observados.

O que na realidade se observa é que a adoção do regime de câmbio flexível pelas economias periféricas, diante do aumento do fluxo de capital financeiro, não parece confirmar as expectativas dos seus defensores, produzindo um forte movimento especulativo e uma expressiva pressão apreciativa nas taxas de câmbio das economias emergentes.

Diante desses dois regimes extremos, prevalece a defesa a um regime de câmbio intermediário, isto é, uma taxa de câmbio administrada que seja capaz de conciliar a necessidade de um câmbio desvalorizado e uma preservação das contas nacionais, na tentativa de solucionar o conflito dos países periféricos entre demanda por estabilidade e demanda por flexibilidade.

Ao analisar a economia brasileira a partir da flexibilização do câmbio observou-se evidências favoráveis aos argumentos apresentados anteriormente, isto é, uma taxa de câmbio desvalorizada pode gerar efeitos positivos na economia e a adoção do regime de câmbio flexível resulta em uma tendência a apreciação cambial, bem como em um aumento da volatilidade, apresentando alguns indícios prejudiciais ao crescimento econômico.

No período em que prevaleceu uma taxa de câmbio desvalorizada, observou-se uma redução nos déficits nas transações correntes resultado de uma inversão da balança comercial e um aumento nos investimentos diretos estrangeiros destinados à indústria. A partir do início do processo de valorização da taxa de câmbio brasileira, identificou-se um aumento das importações (principalmente dos bens de consumo) e crescimento moderado da formação bruta de capital fixo e baixo crescimento do PIB quando comparados com os principais concorrentes comerciais.

Destacou-se que comportamento da taxa de câmbio brasileira no período analisado pode ser explicado por dois componentes: o mercado primário (considerando-se o fluxo comercial e de investimentos) e a dinâmica produzida pela estrutura do mercado cambial brasileiro.

No primeiro componente observou-se o aumento das exportações e o superávit das transações correntes entre 2003 e 2006, justificado em grande parte pelo aumento do preço das *commodities*, e a expansão do influxo de capitais sob a forma de investimento estrangeiro direto e em carteira, principalmente, a partir de 2006, diante de um cenário de ampla liquidez internacional, elevação da taxas de juros interna e queda dos riscos país e cambial brasileiros.

O segundo componente está relacionado à estrutura do mercado de câmbio brasileiro que apresenta certa complexidade nas suas relações e a dinâmica produzida por essas relações pode provocar impactos na formação da taxa de câmbio brasileira. Argumentou-se que os superávits crescentes da conta capital e financeira favoreceram a formação de uma expectativa de apreciação cambial por parte dos agentes especuladores, que em grande parte são representados pelos estrangeiros e investidores institucionais. Essas expectativas foram refletidas nas operações realizadas nos mercados derivativos. Os bancos, por sua atuação simultânea no mercado à vista e no mercado de derivativos, ao observarem a possibilidade de arbitragem entre as taxas negociadas para os períodos futuros e as taxas do mercado à vista transferiram essas expectativas para o preço da moeda à vista. No entanto, deve-se destacar que devido a sua complexidade, alguns elementos importantes podem não ser observados se não realizar uma análise exaustiva sobre as relações do mercado cambial.

O importante a ser destacado sobre a estrutura do mercado de câmbio brasileiro é que sua dinâmica pode prejudicar a política cambial de câmbio desvalorizado, tornando-a ineficiente. Essa compreensão é decisiva na elaboração de uma políticas econômicas voltadas para o crescimento econômico. Rossi argumenta que:

“uma política cambial concebida e aplicada de forma isolada tendo em vista apenas uma parte do mercado de câmbio pode estar fadada a ser neutralizada, dada a complexidade da dinâmica cambial no Brasil. Nesse sentido, a política cambial deve ser pensada de forma integrada.” (ROSSI, 2012, p. 140)

O autor defende ainda que “na atual conjuntura, os desalinhamentos cambiais são aprofundados e perpetuados pelos mercados financeiros.” (ROSSI, 2012, p. 151)

Nesse sentido, uma política cambial com uma estratégia de crescimento nas economias periféricas deverá envolver um regime de câmbio administrado, considerando a estrutura do mercado de câmbio e os fatores condicionantes do fluxo de capitais e levando-se em consideração o papel fundamental exercido pelos mercados financeiros.

BIBLIOGRAFIA

AGUIRRE, Á.; CALDERÓN, C. Real Exchange Rate Misalignments and Economic Performance. *Central Bank of Chile* (Working Papers 315), abril. 2005.

ALVES JÚNIOR, A. J.; FERRARI FILHO, F.; PAULA, L. F. Crise cambial, instabilidade financeira e reforma do sistema monetário internacional. In: FERRARI FILHO, F.; PAULA, L. F. *Globalização Financeira: Ensaio de macroeconomia aberta*. Petrópolis, RJ: Vozes. 2004. p. 369-401.

ARAÚJO, E. C. *Política Cambial e Crescimento Econômico: Teorias e Evidências para os Países em Desenvolvimento e Emergentes*. 2009. 138 p. Tese (Doutorado em Economia) - Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, UFRJ, Rio de Janeiro (RJ).

ARCHER, D. *Foreign exchange market intervention: methods and tactics*. *BIS Paper*, Basle: Bank of International Settlement, n. 24, may. 2005

BALASSA, B. *Development strategies in semi-industrial economies*. Baltimore: Johns Hopkins University Press for the World Bank. 1982.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Notas Metodológicas do Balanço de Pagamentos. *Notas Técnicas do Banco Central do Brasil*, n.1, junho. 2001.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Boletim do Banco Central do Brasil - Relatório 1999*. Brasília. 1999.

BARRO, R. J.; SALA-I-MARTIN, X. *Economic Growth*. Cambridge, Massachusetts: The MIT Press. 2003.

BAUMANN, R., CANUTO, O.; GONÇALVES, R. *Economia internacional: teoria e experiência brasileira*. Rio de Janeiro: Elsevier. 2004.

BLANCHARD, O. J. *Macroeconomia: teoria e política econômica*. Rio de Janeiro: Campus. 2003.

BRESSER-PEREIRA, L. C.; NAKANO, Y. Crescimento econômico com poupança externa? In: FERRARI FILHO, F.; PAULA, L. F. *Globalização financeira: ensaios de macroeconomia aberta*. Petrópolis, RJ: Editora Vozes. 2004. p. 497-535.

BRUNHOFF, S. A instabilidade monetária internacional. In: CHESNAIS, F. *A finança mundializada: raízes sociais e políticas, configuração, consequências*. São Paulo: Boitempo. 2005. p. 69-84.

CHESNAIS, F. *Tobin or not Tobin?* São Paulo: Editora UNESP: Attac. 1999.

CHESNAIS, F. O capital portador de juros: acumulação, internacionalização, efeitos econômicos e políticos. In: CHESNAIS, F. *A finança mundializada: raízes sociais e políticas, configuração consequências*. São Paulo: Boitempo. 2005. p. 35-67.

CORDEN, W. M. Regimes e Políticas Cambiais: Uma Visão Geral. *Revista de Economia Política*, v. 21, n. 83, jul/set. 2001. p. 103-120.

CORDEN, W. M. *Too sensational: on the choice of exchange rate regimes*. Cambridge, Massachusetts: The MIT Press. 2002.

CORRÊA, V. P.; ALMEIDA, C. P. Balanço de Pagamentos Brasileiro, câmbio e reservas - análise de um indicador de STRESS de mercado. *III Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira, 2010. v. 1*. São Paulo: Anais do III Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira. 2010. p. 1-25.

DAVIDSON, P. Especulação cambial e moeda internacional: Tobin versus Keynes. In: FERRARI FILHO, F.; PAULA, L. F. *Globalização financeira: ensaios de macroeconomia aberta*. Petrópolis, RJ: Editora Vozes. 2004. p. 335-368.

DOLLAR, D. Outward-oriented developing economies really do grow more rapidly: evidence from 95 LDCs, 1976-1985. *Economic Development and Cultural Change*, n. 40. 1992. p. 523-544.

EASTERLY, W. *The Lost Decades: Developing Countries' Stagnation in Spite of Policy Reform 1980-1998*. World Bank. 2001.

EICHENGREEN, B. J. *A Globalização do Capital: Uma História do Sistema Monetário Internacional*. São Paulo: Editora 34. 2000.

FERRARI FILHO, F. Regime Cambial para países emergentes: uma proposição a partir de Keynes. *Economia e Sociedade*, v. 17 n.33, ago. 2008. p. 1-16.

FILGUEIRAS, L.; PINTO, E. C. Governo Lula: Contradições e Impasses da Política Econômica. *IX Encontro de Economia Política*. Uberlândia: IX Encontro de Economia Política. 2004.

FMI - FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL. *Annual Report 2012 - Working Together to Support Global Recovery*. 2012.

FMI - FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL. Exchange Rate Arrangements and Economic Performance in Developing Countries. *IMF World Economic Outlook (WEO)*. 1997. p. 78-97.

FREITAS, M. P.; PRATES, D. M. Investimentos Estrangeiros nos Sistemas Financeiros Latino-Americanos: Os Casos da Argentina, do Brasil e do México. *Revista de Economia Contemporânea*, v. 12, n.2. 2008. p.189-218.

FRENKEL, R. Real Exchange Rate and Employment in Argentina, Brazil, Chile and Mexico. *Paper presented to the G24*. Cedec, Buenos Aires. (2004).

FRIEDMAN, M. *Capitalismo e Liberdade* (2a ed.). São Paulo: Nova Cultural. 1985.

FRIEDMAN, M. The Case for Flexible Exchange Rates. In: FRIEDMAN, M. *Essays in Positive Economics*. Chicago: The University of Chicago Press. 1953. p. 157-203.

FRIEDMAN, M.; ROOSA, R. V. *Balança de Pagamentos: taxas de câmbio livres versus taxas de câmbio fixas*. Rio de Janeiro: Victor Publicações. 1968.

GALA, P. Real Exchange Rate Levels and Economic Development: theoretical analysis and empirical evidence. *XXXV Encontro Nacional de Economia*. Recife. 2007.

GAROFALO FILHO, E. *Câmbios no Brasil - As peripécias da moeda nacional e da política cambial, 500 anos depois*. São Paulo: Cultura Editores Associados e Bolsa de Mercadorias & Futuros. 2000.

GIAMBIAGI, F. et al. *Economia Brasileira Contemporânea* (2a reimpressão ed.). Rio de Janeiro: Elsevier. 2005.

HERMANN, J. Crescimento, restrição externa e fluxos de capital: uma análise da experiência brasileira nos anos 1990-2000. In: SICSÚ, J.; FERRARI FILHO, F. *Câmbio e Controle de Capitais: Avaliando a eficiência de modelos macroeconômicos*. Rio de Janeiro, RJ, Brasil: Elsevier. 2006.

HULL, J. C. *Fundamentos dos Mercados Futuros e de Opções* (4. ed. rev. e ampl. ed.). São Paulo: Bolsa de Mercadorias & Futuros. 2005.

JOHNSON, H. G. UK and Floating Exchanges - The Case For Flexible Exchange Rates, 1969. *Hobart Papers*, n. 46, may. 1969. p. 12-24.

KEYNES, J. M. *A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*. São Paulo: Editora Nova Cultural. 1996.

KRUGMAN, P. R.; Obstfeld, M. *Economia Internacional - Teoria e Política* (5a ed.). São Paulo: MAKRON Books. 2001.

LAAN, C. R.; CUNHA, A. M.; LÉLIS, M. T. Desregulamentação financeira externa no Brasil: reestimando o ICC e alguns impactos macroeconômicos em um modelo VEC (1995-2011). In: ANPEC, *XXXIX Encontro Nacional de Economia da ANPEC, 2011, Foz do Iguaçu. 1*. Rio de Janeiro: Anais do XXXIX Encontro Nacional de Economia da ANPEC. 2011.

LACERDA, A. C. *Globalização e investimento estrangeiro no Brasil*. São Paulo: Saraiva. 2004.

LACERDA, A. C.; OLIVEIRA, A. Política cambial: uma análise teórica e do debate contemporâneo no Brasil. *III Encontro da Associação Keynesiana Brasileira*. 2010.

LACERDA, A. C.; OLIVEIRA, A. Influxos de Investimento Direto Estrangeiro (IDE) no Brasil: Uma Análise da Desnacionalização da Estrutura Produtiva nos Anos 2000. *VII Ciclo de Debates em Economia Industrial, Trabalho e Tecnologia - EITT*. São Paulo: VII Ciclo de Debates em Economia Industrial, Trabalho e Tecnologia - EITT. 2009.

LEVY-YEYATI, E.; STURZENEGGER, F. *Fear of Floating in Reverse: Exchange Rate Policy in the 2000s*. 2007.

MARCONI, N.; ROCHA, M. Taxa de câmbio, comércio exterior e desindustrialização precoce – o caso brasileiro. *Economia e Sociedade*, v. 21 (Número Especial). 2012. p. 853-888.

MOLLO, M. R.. Ortodoxia e Heterodoxia Monetárias: a Questão da Neutralidade da Moeda. *Revista de Economia Política*, 24 (n. 3), jul-set. 2004. p. 323-343.

MORENO, R. Motives for intervention. *BIS Paper*. Basle: Bank of International Settlement, n. 24, may. 2005.

MUNHOZ, V. *Vulnerabilidade Externa no Brasil: Ensaio sobre Fluxos Internacionais de Capitais, Instabilidade Financeira e Controles de Capitais*. 2010. 198 p. Tese (Doutorado em Economia) - Centro de Desenvolvimento e Planejamento Regional, Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade Federal de Minas Gerais, UFMG, Belo Horizonte - MG. (2010).

MUNHOZ, V.; CORRÊA, V. P. Volatilidade dos Fluxos Financeiros no Brasil: uma Análise Empírica por meio do Modelo ARCH (Modelo Autorregressivo com Heterocedasticidade Condicional). *Análise Econômica*, ano 27, n. 52, set. 2009. p. 201-232.

NASSIF, A.; FEIJÓ, C.; ALMEIDA, M. A. Why Does Real Exchange Rate Overvalue in Brazil? Theoretical Determinants, Empirical Evidence and Economic Policy Dilemmas. *Anais do XXXVIII Encontro Nacional de Economia*. Salvador: ANPEC. (2010).

NOVELLI, J. N. A questão da continuidade da política macroeconômica entre o governo Cardoso e Lula (1995-2006). *Revista de Sociologia e Política*, v. 18, n. 36. 2010. p. 227-240.

PAULA, L. F.; OREIRO, J. L.; SILVA, G. J. Fluxos e Controles de Capitais no Brasil: avaliação e proposta de política. In: SICSÚ, J. et al. *Agenda Brasil: políticas econômicas para o crescimento com estabilidade de preços*. Barueri, SP: Manole. 2003. p. 65-115.

PRATES, D. M. A gestão do regime de câmbio flutuante nos países emergentes. *Texto para Discussão IE/UNICAMP*, n. 133, set. 2007.

PRATES, D. M.; FARHI, M. A Crise Financeira Internacional, o Grau de Investimento e a Taxa de Câmbio do Real. *Texto para Discussão, IE/UNICAMP*, n. 164, ago. 2009.

RAZIN, O.; COLLINS, S. M. Real Exchange Rate Misalignments and Growth. *National Bureau of Economic Research Working Paper*, n. 6174. 1997.

RODRIK, D. The Real Exchange Rate and Economic Growth: Theory and Evidence. *Working Paper 2008-0141*, Weatherhead Center for International Affairs, Harvard University, aug. 2007.

ROSSI, P. L. *Taxa de Câmbio no Brasil: Dinâmicas da Especulação e da Arbitragem*. 2012. 207 p. Tese (Doutorado em Economia) - Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, UNICAMP, Campinas - SP. 2012.

SAWAYA, R. R. Inflação, crescimento e desenvolvimento: como a macroeconomia neoclássica impede o desenvolvimento. *V Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira*. São Paulo. 2012.

SICSÚ, J. *Emprego, juros e câmbio*. Rio de Janeiro: Elsevier. 2007.

SNOWDON, B.; VANE, H. R. *Modern Macroeconomics - Its Origins, Development and Current State*. Cheltenham, UK: Edward Elgin. 2005.

TEIXEIRA, R. A.; PINTO, E. C. A economia política dos governos FHC, Lula e Dilma: DOMINÂNCIA financeira, bloco no poder e desenvolvimento econômico. *Economia e Sociedade*, v. 21 (Número Especial), dez. 2012. p. 909-941.

TRIFFIN, R. A Evolução do Sistema Monetário Internacional: Reavaliação Histórica e Perspectivas Futuras. In: SAVASINI, J. A.; MALAN, P. S.; BAER, W. *Economia Internacional*. São Paulo: Saraiva. 1979. p. 335-400.

WILLIAMSON, J. Exchange Rate Economics. *Commission on Growth and Development Working Paper*, no. 2, mar. 2008.

WILLIAMSON, J. *Exchange Rate Policy and Development*. Columbia: Presented in Initiative for Policy Dialogue Task Force on Macroeconomics. 2003.