

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ - UFPR  
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS**

**MESTRADO PROFISSIONAL EM DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO**

**CURITIBA  
2015**

**WILSON DE OLIVEIRA FRANCO CARNEIRO NETO**

**DESINDUSTRIALIZAÇÃO:  
UMA INVESTIGAÇÃO SOBRE OS IMPACTOS DO REGIME DE METAS DE  
INFLAÇÃO SOBRE A PARTICIPAÇÃO DA INDÚSTRIA NA ECONOMIA  
BRASILEIRA.**

Dissertação apresentada como requisito à obtenção do grau de Mestre em Desenvolvimento Econômico, no Curso de Pós-Graduação em Desenvolvimento Econômico, Setor de Ciências Sociais Aplicadas, da Universidade Federal do Paraná.

Prof. Orientador: Dr. José Guilherme Silva Vieira

**CURITIBA  
2015**

# **TERMO DE APROVAÇÃO**

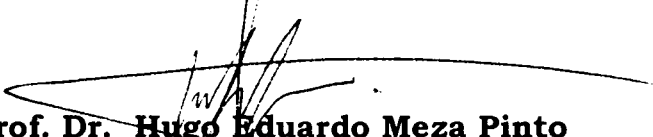
**WILSON DE OLIVEIRA FRANCO CARNEIRO NETO**

**“DESINDUSTRIALIZAÇÃO? UMA INVESTIGAÇÃO SOBRE OS IMPACTOS  
DO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO SOBRE A PARTICIPAÇÃO DA  
INDÚSTRIA NA ECONOMIA BRASILEIRA”**

**DISSERTAÇÃO APROVADA COMO REQUISITO PARCIAL PARA  
OBTENÇÃO DO GRAU DE MESTRE NO PROGRAMA DE PÓS-  
GRADUAÇÃO EM DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO DA UNIVERSIDADE  
FEDERAL DO PARANÁ, PELA SEGUINTE BANCA EXAMINADORA:**



**Prof. Dr. José Guilherme Silva Vieira  
(Orientador/UFPR)**



**Prof. Dr. Hugo Eduardo Meza Pinto  
(Examinador/EXTERNO)**



**Prof. Dr. Armando João Dalla Costa  
(Examinador/UFPR)**

**09 de fevereiro de 2015**

As pessoas só passam a entender o significado do amor incondicional quando tem um filho. Por isso dedico esse trabalho ao meu filho Miguel o qual eu amo incondicionalmente.

## **AGRADECIMENTOS**

Agradeço primeiramente a Deus, por me dar forças, sabedoria, fé e simplesmente a vida.

À minha família que é a base forte de qualquer indivíduo, em especial a minha mãe (dona Rose) que sempre cuidou bem de mim, mesmo na ausência de um pai, meus avós os quais considero meus pais só que mais velinhos, minha irmã por sempre me dar muito apoio e incentivo e mais do que tudo acreditar que eu seria possível.

Agradeço a Carol mãe do nosso filho – Miguel – que é a coisa mais linda do mundo, se não fosse ela certamente não teria conseguido e claro ao meu filho Miguel que mesmo tendo apenas três anos de idade mudou todo o sentido da minha vida, me tornei uma pessoa muito melhor depois dele e o sorriso sincero de uma criança não tem preço.

Às faculdades Santa Cruz a qual trabalho como professor e que sempre me incentivaram a crescer profissionalmente e a todos os professores da instituição que me ensinaram muita coisa.

À Universidade Federal do Paraná (UFPR) a qual me possibilitou um salto qualitativo em meu saber. E a todos os professores que fizeram parte da minha grade curricular.

Agradeço em especial a colega de turma Maricea Cezario e a funcionária da UFPR – Áurea, ambas quebraram inúmeros “galhos” para mim e sem vocês duas não teria conseguido.

Ao meu orientador Dr. José Guilherme e os professores da banca de qualificação Fernando Motta e Adriana Sbicca que me mostraram o caminho a ser percorrido.

E, por último, mas longe de ser menos importante ao professor e colega Paulo Vagner que fez várias sugestões ao meu trabalho.

Mais uma vez obrigado a todos!!

## RESUMO

Este trabalho busca investigar a influência da política de metas de inflação sobre a participação da indústria brasileira, no período de 2000 a 2010. Será investigado também se houve indícios do aprofundamento do processo de desindustrialização da economia brasileira neste período, ocasionado pela política de juros elevados o qual acarretaria a sobrevalorização da moeda brasileira em um cenário de queda de juros internacional e redução do risco Brasil. O objetivo central, portanto, é verificar os impactos da política monetária do Bacen sobre a valorização da taxa de câmbio e o conseqüente aprofundamento do processo de desindustrialização precoce da economia brasileira, no qual a indústria manufatureira perdeu espaço para o setor básico (commodities), evidenciando uma reprimarização da indústria brasileira. Os resultados da investigação sugerem que há uma forte relação entre a política monetária adotada pelo Bacen na década de 2000 com a valorização do câmbio e, por conseguinte com a perda de competitividade do país, com a redução da participação da indústria de maior valor agregado na economia brasileira.

**Palavras-Chave:** Desindustrialização; Valorização cambial; Metas de Inflação no Brasil.

## **ABSTRACT**

This dissertation investigates the influence of the general price level stabilization control policy in Brazil under the regime of inflation targets, from 2000 to 2010 and its impact on the exchange rate and check the consequent impact of this variable on the process the country's industrialization, the goal focus is to assess the impact of monetary policy on de-industrialization due to the appreciation of the exchange rate. The phenomenon of de-industrialization and its occurrence in the Brazilian economy and the causal relationship between the regime of inflation targets will be investigated, the appreciation of the exchange rate, and, finally, the loss of competitiveness of exports. The research results suggest that there is a strong relationship between monetary policy adopted by Brazil in the late 2000s with the appreciation of the exchange rate and the exchange with the country's loss of competitiveness by reducing the industry's participation in the Brazilian economy.

Keywords: Deindustrialization; Valluation Currency; Inflation Targets Brazil.

## LISTA DE ILUSTRAÇÕES

FIGURA 1 –	IMPACTOS DA POLÍTICA MONETÁRIA SOBRE A TAXA DE CÂMBIO .....	45
FIGURA 2 –	IMPACTOS DA VARIAÇÃO DO RISCO PAÍS SOBRE A TAXA DE CÂMBIO .....	46
GRÁFICO 1 -	PARTICIPAÇÃO DOS SETORES PRODUTIVOS NO PIB BRASILEIRO <sup>(a)</sup> .....	22
GRÁFICO 2 –	PARTICIPAÇÃO DOS SETORES PRODUTIVOS NO EMPREGO BRASILEIRO <sup>(a)</sup> .....	23
GRÁFICO 3 –	EMPREGO BRASILEIRO POR SETORES <sup>(a)</sup> .....	24
GRÁFICO 4 –	TAXA DE CÂMBIO NOMINAL R\$/US\$(a).....	38
GRÁFICO 5 –	TAXA SELIC META ANUAL – COPOM/BCB <sup>(a)</sup> .....	39
GRÁFICO 6 –	TAXA SELIC REAL (META SELIC– IPCA) <sup>(a)</sup> .....	40
GRÁFICO 7 –	RISCO BRASIL: EMBI+ JP MORGAN .....	47
GRÁFICO 8 -	CONTA CAPITAL E FINANCEIRA DO BRASIL (US\$ Bilhões).....	50
GRÁFICO 9 -	TAXA BÁSICA DE JUROS DO BRASIL (SELIC) E ESTADOS UNIDOS (FED FUNDS) – 2003 A 2012 .....	51
GRÁFICO 10 -	TAXA DE CÂMBIO REAL FRENTE AO DÓLAR.....	53
GRÁFICO 11 -	EXPORTAÇÃO BRASILEIRA DOS SETORES INDUSTRIAIS POR INTENSIDADE TECNOLÓGICA (1996 - 2012 EM %) .....	57
GRÁFICO 12 -	EXPORTAÇÕES BRASILEIRA POR CLASSE (Partic. %) .....	58
GRÁFICO 13 -	PREÇOS DAS PRINCIPAIS COMMODITIES EXPORTADAS PELO BRASIL .....	59
GRÁFICO 14 –	IMPORTAÇÃO DE BENS INDUSTRIAIS POR INTENSIDADE TECNOLÓGICA: BRASIL (US\$ Milhões).....	60
QUADRO 1 -	CLASSIFICAÇÃO SEGUNDO A INTENSIDADE TECNOLÓGICA.....	56
TABELA 1 –	PARTICIPAÇÃO DA RENDA ATÉ 5 SAL. MÍNIMOS POR SETOR PRODUTIVO NO BRASIL <sup>(a)</sup> .....	24
TABELA 2 –	PARTICIPAÇÃO DA RENDA ACIMA DE 5 SAL. MÍNIMOS POR SETOR PRODUTIVO NO BRASIL <sup>(a)</sup> .....	25
TABELA 3 –	EXPORTAÇÕES SEGUNDO FATOR AGREGADO - BRASIL (%).....	26
TABELA 4 -	METAS DE INFLAÇÃO E INFLAÇÃO NO BRASIL - 1999 A 2014 .....	38
TABELA 5 –	BALANÇO DE PAGAMENTOS DO BRASIL (US\$ milhões) .....	48
TABELA 6 -	BALANÇA COMERCIAL DO BRASIL – US\$ MILHÕES .....	55



## SUMÁRIO

<b>1 INTRODUÇÃO .....</b>	<b>8</b>
<b>2 DESINDUSTRIALIZAÇÃO NO BRASIL .....</b>	<b>11</b>
2.1 CAUSAS DA DESINDUSTRIALIZAÇÃO.....	14
2.2 CÂMBIO E COMPETITIVIDADE EXTERNA .....	20
2.3 A INDÚSTRIA BRASILEIRA NA DÉCADA DOS 2000 .....	24
<b>3 METAS DE INFLAÇÃO E TAXA DE CÂMBIO REAL NO BRASIL.....</b>	<b>31</b>
3.1 REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO NO BRASIL .....	33
3.1.1 Evolução da Inflação Brasileira sob o Regime de Metas de Inflação .....	40
3.2 A POLÍTICA MONETÁRIA NO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO .....	43
3.3 A TAXA DE JUROS E A TAXA DE CÂMBIO NO BRASIL .....	45
3.3.1 O Equilíbrio do Balanço de Pagamentos e a Taxa de Câmbio.....	46
3.4 BALANÇO DE PAGAMENTOS DO BRASIL .....	51
3.4.1 Os Investimentos em Carteira .....	53
3.5 OS INVESTIMENTOS EXTERNOS DIRETOS (IED) .....	55
3.6 BALANÇA COMERCIAL .....	58
<b>4 COMPETITIVIDADE EXTERNA DA INDÚSTRIA BRASILEIRA .....</b>	<b>60</b>
<b>CONCLUSÕES .....</b>	<b>65</b>
<b>REFERÊNCIAS .....</b>	<b>69</b>

## 1 INTRODUÇÃO

Na história econômica recente do Brasil, houve uma grande preocupação com a industrialização do país, a partir dos governos de Vargas, várias foram as políticas desenvolvimentistas que impunham à indústria o setor protagonista do crescimento econômico e, ao final da década de 1970 o Brasil havia conseguido “fechar a matriz industrial”, ao integrar verticalmente os principais elos das cadeias industriais, a indústria de base (de insumos), indústria pesada (bens de capitais e de bens duráveis) e a indústria leve (bens de consumo), num grau de diversificação compatível com os setores industriais de países desenvolvidos.

A indústria é considerada por muitos estudiosos como o setor mais dinâmico da economia, sendo o maior propulsor de novas tecnologias, com as médias de postos de trabalho mais bem remunerados dentre os demais setores e com o mais elevado grau de integração, de modo, que as políticas anticíclicas que afetam a demanda agregada invariavelmente quando são direcionadas para algum setor da economia, este setor é a indústria.

Ao final da década de 1970 a indústria de transformação chegou a representar 33% do PIB brasileiro, sendo um dos poucos países latino-americanos a conseguir instalar um parque industrial expressivo, no entanto, nas décadas seguintes, a indústria perde ano pós ano sua representatividade dentro da estrutura brasileira, primeiro em decorrência da década perdida de 1980 e posteriormente com as políticas neoliberais da década de 1990, a década de 2000 revela que a participação da indústria de transformação no país representa apenas 14,6% (2011). Estes dados mostram um primeiro indicio de desindustrialização precoce da economia brasileira. (CANO, 2012).

Logo, se há evidências da ocorrência de um processo de desindustrialização precoce no Brasil e sendo tal setor tão importante para o dinamismo das economias emergentes, este assunto merece uma investigação aprofundada, primeiramente para ser compreendido, ser constatado e por fim, verificar a sua ocorrência ou não, e então, confrontado com questões macroeconômicas que podem ser responsáveis por tal fenômeno, tal como, um processo continuado e consistente de valorização cambial, causada, intencionalmente ou não, pelo regime de metas de inflação.

Assim, o problema de pesquisa que se apresenta nesta investigação é a relação causal entre a política monetária perpetrada pelo governo brasileiro com a intenção de manter a inflação do país em torno da meta de inflação, com os efeitos negativos sobre a indústria causados pela valorização da taxa de câmbio. Assim, a questão central que esta pesquisa busca dar resposta é: A desindustrialização precoce brasileira ocorrida na década dos anos 2000 foi acentuada pela política monetária de controle da inflação?

Como o regime de metas de inflação tem como objetivo manter a taxa de inflação dentro dos parâmetros pré-estabelecidos pelo Conselho Monetário Nacional, as políticas econômicas que permitem controlar as condições de demanda e de oferta agregadas na economia podem gerar como resultados, esperados ou não, impactos sobre os determinantes da competitividade da indústria, dentre eles, a taxa de câmbio do país, assim, a hipótese que norteia a busca da resposta ao problema proposto é de que a política monetária mantida durante a década dos 2000 provocou uma forte entrada de capitais no Brasil, valorizando a taxa de câmbio e reduzindo a competitividade da indústria brasileira.

Para buscar resposta ao problema e testar a validade da hipótese sugerida, o objetivo central desta investigação é determinar se a política monetária praticada no Brasil, em função do regime de metas de inflação, alterou a capacidade competitiva da indústria brasileira entre os anos de 2000 e 2010.

Os objetivos específicos perseguidos para se alcançar o objetivo geral são:

Analisar o fenômeno da desindustrialização para compreender sua ocorrência, suas causas e suas tipologias.

Analisar o regime de metas de inflação implantado no Brasil e sua condução ao longo da década dos 2000 para identificar as alterações nas taxas de câmbio que comprometam a competitividade da indústria.

Analisar os indicadores de competitividade das exportações da indústria brasileira na década dos 2000 para avaliar a influência da taxa de câmbio sobre o desempenho da indústria brasileira no período.

O viés metodológico que norteou a feitura desta pesquisa foi baseado na dialética teórico-metodológica que por meio da revisão bibliográfica sobre os determinantes do processo de industrialização e desindustrialização fosse possível apurar os fatores causais deste fenômeno sobre diversas perspectivas e tipologias.

A partir da abordagem dialética por meio do confronto de argumentos entre autores que pesquisaram o tema, inferiu-se sobre variáveis capazes de produzir o fenômeno e, por meio de coleta e tratamento de dados secundários procurou-se avaliar as variáveis por meio de uma análise temporal para inferir sobre as relações de causalidades delas com o objeto desta pesquisa.

O desenvolvimento desta dissertação está estruturada, além desta introdução, em 3 seções, na primeira delas tem-se uma revisão teórico-bibliográfica acerca do tema da desindustrialização e suas evidências de ocorrência no Brasil, na segunda seção se apresenta uma investigação sobre a política econômica de controle da inflação do Brasil e seus impactos sobre a taxa de câmbio e, finalmente, na terceira seção tem-se uma investigação dos fatores de competitividade da indústria brasileira. E, por fim, serão feitas as conclusões acerca do tema.

Pretende-se, portanto, ao final deste trabalho – identificar o aprofundamento do processo de desindustrialização precoce da economia brasileira; analisar a valorização da taxa de câmbio e sua relação com o regime de metas de inflação e verificar o impacto da valorização do câmbio sobre a competitividade da indústria brasileira.

## 2 DESINDUSTRIALIZAÇÃO NO BRASIL

Neste capítulo busca-se a compreensão do fenômeno econômico chamado “desindustrialização”, em meio ao consenso entre os pesquisadores que se utilizam deste termo, para analisar as causas apontadas para a sua ocorrência na economia e, por fim, relacionar estas causas aos movimentos da taxa real de câmbio.

A desindustrialização no seu conceito clássico pode ser definida como a redução da participação da indústria na composição do PIB de uma economia, contudo, esta redução não é resultado do processo de desenvolvimento econômico, conforme descrito por Rostow (1971), no qual um país depois de ultrapassar diferentes estágios da economia, inicia sua transição de uma fase a outra, sendo uma etapa a pré-condição para a etapa posterior.

As etapas de Rostow (1971, p. 18-19) são: sociedade tradicional, a pré-condição para o avanço, avanço propriamente dito, marcha para a maturidade e a era do consumo em massa. Dentro da lógica de Rostow, a redução do emprego industrial, *vis-a-vis* o crescimento do emprego noutros setores, associado ao aumento da produtividade do trabalho no setor secundário da economia, pode revelar os impactos da evolução das técnicas e tecnologias de produção na indústria, logo, embora o sintoma seja parecido ao da desindustrialização, as causas se associam ao processo de crescimento da economia.

Logo, a redução da participação da indústria, seja no emprego, como no valor adicionado, pode ser uma constatação de sucesso na trajetória de crescimento, tal qual foi a transição das economias sustentadas pelas atividades primárias, que concentravam a maior parte do emprego e valor adicionado, para as atividades industriais na época da Revolução Industrial.

Assim, as conclusões de Rowthorn e Ramaswamy (1997) sobre a desindustrialização, que é tida como a redução do emprego industrial, bem como da participação do produto industrial no PIB, não deixa evidente se o fenômeno está ou não associado à trajetória de crescimento econômico da visão clássica de Rostow (1971), que implica a transição do emprego e da geração de valor adicionado do setor secundário para o terciário, entretanto, Rowthorn e Ramaswamy (1997, p. 6) apontam que “a desindustrialização não é sempre um fenômeno patológico, mas é o

resultado normal de um dinamismo industrial numa economia altamente desenvolvida”.

Logo, a perspectiva de Rowthorn e Ramaswamy (1997), procura analisar os impactos da redução do setor industrial numa economia que transita da fase industrial para a de serviços, de modo, este viés não atende as necessidades desta investigação.

Segundo Oureiro e Feijó (2010), Tregenna (2009) ampliou o conceito "clássico" de Rowthorn e Ramaswamy (1997) sobre desindustrialização, incluindo os casos nos quais a produção física da indústria cresce, pois, segundo Tregenna (2009) *apud* Oureiro e Feijó (2010), “uma economia não se desindustrializa quando a produção industrial está estagnada ou em queda, mas quando o setor industrial perde importância como fonte geradora de empregos e/ou de valor adicionado para uma determinada economia”.

Esta ampliação do conceito de desindustrialização permite a divisão entre os casos de desindustrialização positiva e negativa. Segundo Tregenna (2011, pp. 6-7), Rowthorn e Wells (1987) fizeram uma “distinção entre desindustrialização de carácter positivo e negativo. A desindustrialização positiva é consequência normal do crescimento económico de uma economia em pleno emprego, e já altamente desenvolvido”, que não provoca o desemprego na economia, pois os excedentes de produtividade do setor industrial, causador da redução do emprego neste setor, alimenta o crescimento do emprego nas atividades de serviço.

A desindustrialização negativa, segundo Tregenna (2011, p. 7) ocorre num cenário de “crise económica, quando a indústria está em sérias dificuldades” e o contingente de trabalhadores desempregados na indústria não são aproveitados nas atividades de serviços e a economia tem um aumento do desemprego.

Segundo Tregenna (2011), Rowthorn e Wells também identificaram um terceiro tipo de desindustrialização, derivado da transferência das atividades industriais de um país, esta transferência de atividades industriais, também pode estar associada ao crescimento da economia que transfere para fora atividades industriais cujos fatores de produtividade se reduzem em função do pleno emprego e perdem competitividade com os existentes noutras economias, contudo, quando esta transferência ocorre com a redução do emprego na economia como um todo, devido a não absorção dos desempregados da indústria pelo setor terciário, tem-se

uma desindustrialização de caráter negativo.

Palma (2005) observa que Rowthorn e Ramaswamy (1997) não abordaram todas as formas de desindustrialização, apenas aquela associada ao progresso tecnológico do setor industrial, o que Palma (2005, p. 5) definiu como “primeira fonte” de desindustrialização, advertindo que existem outras três causas para o processo:

Tipos de desindustrialização:

- 1) Causada pelo declínio da relação entre a renda per capita e o emprego industrial;
- 2) Causada pelo declínio absoluto da renda per capita provocado pela queda do emprego industrial; e
- 3) Causada pela “Doença Holandesa”.

Em síntese, o fenômeno da desindustrialização é uma consequência do crescimento continuado da economia, que transita da fase industrial como sustentadora da geração de emprego e renda, para os serviços. Contudo, quando o fenômeno ocorre desassociado desta transição, há uma perda líquida de emprego na economia e a desindustrialização é encarada como uma consequência de uma perda relativa de competitividade da indústria e entender as causas desta perda de competitividade relativa é importante para verificar se o câmbio é um fator relevante para sua geração.

## 2.1 CAUSAS DA DESINDUSTRIALIZAÇÃO

As causas para a desindustrialização estão associadas a fatores internos e externos às economias. Rowthorn e Ramaswany (1999) apontam como causa fundamental da desindustrialização os fatores internos relacionados ao processo de crescimento econômico.

*Deindustrialization is explained mainly by factors that are internal to the advanced economies—i.e., as a result of the interactions among changing preference patterns between manufactures and services, the faster growth of productivity in manufacturing as compared to services, and the associated relative decline in the price of manufactures. (ROWTHORN E RAMASWANY, 1999, p. 34)<sup>1</sup>*

Conforme observado por Oreiro e Feijo (2010) o processo de desindustrialização internamente induzido, definido por Rowthorn e Ramaswany (1999), está relacionado a dois fenômenos típicos do crescimento econômico, que é "a mudança na relação entre a elasticidade renda da demanda por produtos manufaturados e serviços e o crescimento mais rápido da produtividade da indústria do que no setor de serviços" (OREIRO e FEIJO, 2010).

Assim, as causas internas da desindustrialização estariam associadas à trajetória de crescimento econômico das economias e conduziriam as economias à convergirem para uma situação na qual a indústria não seria o principal setor dinamizador da produção e da renda, papel esse determinado pelas atividades de serviços.

Isso porque a elasticidade renda da demanda de serviços tende a crescer com o desenvolvimento econômico, tornando-se maior do que a elasticidade renda da demanda por manufaturados. Dessa forma, a continuidade do desenvolvimento econômico levará a um aumento da participação dos serviços no PIB e, a partir de um certo nível de renda *per capita*, a uma queda da participação da indústria no PIB. Além disso, como a produtividade do trabalho cresce mais rapidamente na indústria do que nos serviços, a participação do emprego industrial deverá iniciar seu processo de declínio antes da queda da participação da indústria no valor adicionado. (OREIRO e FEIJO, 2010, p.19).

---

<sup>1</sup> "A desindustrialização é explicada, principalmente, por fatores que são inerentes as economias avançadas, como um resultado das interações entre as mudanças nos padrões de preferência entre manufatura e serviços, o crescimento mais rápido da produtividade na indústria transformadora em relação aos serviços e o declínio relativo associado no preço de fábrica. "



Os fatores internos que conduzem as economias à redução da participação da indústria na geração de produto e renda, são inerentes ao processo de crescimento econômico das economias mais desenvolvidas, assim, as conclusões de Rowthorn e Ramaswany (1999) se coadunam com as de Rostow (1971), na qual as economias mais desenvolvidas são aquelas que tem nos serviços as principais atividades geradoras de emprego e renda na economia.

*The early contributions in this area by Baumol (1967) and Fuchs (1968), which were later extended more systematically by Rowthorn and Wells (1987) and Baumol, Blackman, and Wolff (1989), argued that deindustrialization in advanced economies is not necessarily an undesirable phenomenon, but is essentially the natural consequence of the industrial dynamism exhibited by these economies. (ROWTHORN E RAMASWANY, 1999, pp. 18-19)<sup>2</sup>*

Logo, os fatores internos que conduzem à desindustrialização, como a elevação da produtividade dos fatores nas atividades industriais devido ao aumento da intensidade tecnológica, a queda relativa dos preços dos bens manufaturados em função da “commoditização” proporcionalizada pela escala global dos mercados, *vis-a-vis* do aumento da importância e complexidade das atividades de serviços.

Contudo, a queda da participação da indústria pode não ser acompanhada pelo aumento das atividades de serviços que neutraliza o desemprego tecnológico da desindustrialização, este fenômeno de desindustrialização é explicado por fatores externos à indústria, uma vez que não são gerados pelos fenômenos da produtividade e da elasticidade-renda dos bens industriais, *vis-a-vis* a elasticidade-renda dos serviços.

Os fatores externos que induzem a desindustrialização estão relacionados à perda de competitividade da indústria de uma economia, perante as indústrias de outros países, esta perda de competitividade está associada a mudança nos preços relativos dos produtos industriais de uma economia em relação aos mesmos produtos industriais de outras economias.

A apreciação da taxa de câmbio que altera os termos de trocas e desfavorece a indústria doméstica num ambiente de comércio externo aberto, é um fator apontado como principal causa para a perda de competitividade da indústria ao

---

<sup>2</sup> “As contribuições iniciais nesta área de Baumol (1967) e Fuchs (1968), mais tarde foram ampliadas de forma mais sistemática por Rowthorn e Wells (1987) e Baumol, Blackman e Wolff (1989), que argumentaram que a desindustrialização das economias avançadas não é necessariamente um fenômeno indesejável, mas é essencialmente a consequência natural do dinamismo industrial exibido por essas economias.”

ponto desta, reduzir seu tamanho e importância na economia, tal fenômeno pode ser explicado como a “doença holandesa”, conforme aponta Palma (2005).

Segundo Oreiro e Feijó (2010), a desindustrialização gerada pela “doença holandesa” é também conhecida na literatura como “desindustrialização precoce”, já que ela antecipa o processo natural da desindustrialização, pois esta ocorre a um nível de renda *per capita* inferior ao observado nos países desenvolvidos e, além disso, em um momento onde a atividade produtiva não chegou à plena maturidade e sem dessa forma, esgotar todas as suas possibilidades.

Palma (2005) investigou a desindustrialização provocada pela doença holandesa e dividiu o fenômeno em quatro tipos diferentes:

- 1) A desindustrialização “ascendente”; gerada pela dinâmica do crescimento econômico, que conduz a transição do dinamismo econômico sustentado pelas atividades industriais para as de serviços em função da redução da taxa de rentabilidade da indústria e elevação da rentabilidade nas atividades de serviços, que atrai os excedentes de capitais.
- 2) Doença holandesa “normal”; neste caso a desindustrialização é resultado do excesso de receitas em divisas internacionais provenientes da exploração de algum recurso natural abundante, o excesso de divisas externas valoriza a taxa doméstica de câmbio e reduz a competitividade das atividades industriais, tanto das indústrias atuantes no mercado externo, como também, daquelas que atendem apenas o mercado interno.
- 3) Doença holandesa “descendente”; ocorre quando a valorização da moeda nacional prejudica um setor industrial ainda não “maduro” o necessário e que, portanto, não tem condições de competir no mercado global sem uma taxa de câmbio favorável.
- 4) E, por fim, a desindustrialização “reversa” onde a redução do emprego industrial pode ser associada ao declínio da renda per capita do país, pois com um poder de compra menor as indústrias vendem menos e conseqüentemente diminuem o ritmo da produção, entrando em um círculo vicioso que acarreta mais desemprego, menor renda, menor produção e, portanto, menor estímulo para os empresários industriais investirem. (PALMA, 2005, p. 22)

Sem entrar no mérito da validade da divisão proposta por Palma (2005), e tomando sua classificação como um elemento de apoio a investigação sobre a ocorrência de desindustrialização brasileira a partir de uma situação de piora nos termos de trocas dos produtos industriais no comércio exterior, provocada pela valorização da moeda nacional, tem-se que das quatro alternativas propostas por Palma (2005) a ocorrência de doença holandesa “descendente” é um caso de desindustrialização que se coaduna com a problematização desta pesquisa e, por ele relacionada aos países latino-americanos, dentre eles o Brasil.

Para resumir, temos no mínimo quatro tipos diferentes de desindustrialização: a desindustrialização “ascendente” (por ex., Europa

continental, Japão e países industrializados que exportam produtos primários tradicionais); doença holandesa "normal" (por ex., a Holanda e países com atividade de exportação-serviços recentemente desenvolvidas); doença holandesa "descendente" (por ex., América Latina); e desindustrialização "reversa" (por ex., África Sub-Sahariana e países da antiga União Soviética). (PALMA, 2005, p. 28)

Logo, segundo Palma (2005) o fenômeno da desindustrialização precoce, pode ocorrer devido a apreciação da taxa de câmbio que, pode não estar associado a exploração de commodities primárias para exportação, conforme o caso clássico de doença holandesa, mas, por causa do fenômeno da apreciação cambial sem causa específica, logo, resultado de superávits comerciais ou financeiros das contas externas.

Cano (2012) elenca ainda outros fatores que explicariam o processo de desindustrialização no Brasil, são eles:

i) Valorização excessiva da taxa de câmbio. Segundo o autor a âncora cambial implementada no Plano Real com um câmbio sobrevalorizado é utilizado até hoje como ferramenta complementar para combater à inflação e tal política impacta de forma negativa sobre a competitividade das indústrias nacionais;

ii) Um segundo fator que contribui para a desindustrialização foi a abertura comercial iniciada em 1989 e aprofundada em outros governos. Foram inúmeras as empresas que faliram depois da acentuada abertura comercial realizada no país, tal processo é necessário, no entanto, deveria ter sido feito de forma mais planejada e gradual. Dessa forma fica latente o problema com que as indústrias nacionais se deparam, de um lado um câmbio extremamente valorizado que diminuem a competitividade dos produtos manufaturados e por outro lado, menores tarifas e impostos de importação o que torna o produto importado ainda mais competitivo;

iii) Uma terceira razão seria a política de juros altos – Com uma taxa de juros real por volta de 9% a.a. na década de 2000, o empresário tem um bom motivo para não investir, porque correr risco contratando pessoas, comprando máquinas e equipamentos, sem ter a certeza do retorno. Dessa forma o empresário “prefere” comprar títulos do Governo com um retorno de 9% com risco praticamente nulo. Com isso, desviam-se recursos do setor produtivo da economia para o setor financeiro. Se tivéssemos uma taxa de juros menor, o empresário, sem dúvidas,

correria maiores riscos na produção, pois a expectativa de lucro seria maior. “Nessas condições, o investimento é fortemente inibido, o que deixa a indústria vulnerável. Uma indústria que não investe envelhece, torna-se, em parte, obsoleta, não cresce, tem dificuldades enormes de assimilar progresso técnico no dia-a-dia. Enfim, perde produtividade, novas oportunidades e competitividade. ” (CANO, 2012, p.5).

iv) Redução do Investimento Direto Estrangeiro (IDE) **no setor industrial**. O montante desse tipo de investimento entre 1990-1995 situava-se em torno de US\$ 25 bilhões por ano. Já entre 1996-2010 esse valor caiu significativamente e atingiu uma média de US\$ 8,5 bilhões por ano. Esse movimento pode estar sinalizando que o investidor estrangeiro percebeu as dificuldades para efetuar negócios no país e migrou para outros mercados principalmente a China, onde o câmbio é desvalorizado e a mão de obra extremamente barata, o que torna as empresas mais competitivas.

v) Por fim, Cano (2012) ressalta a questão da crise financeira ocorrida em 2008, às explicações para citar a crise seriam o baixo crescimento da economia mundial principalmente Estados Unidos e Europa e a maior concorrência internacional dado o protecionismo econômico, comuns em momentos de crise, principalmente da China o qual diminuiu o ritmo das exportações brasileiras. Outra variável que é impactada pela crise são as taxas de investimento, sendo que o investimento da indústria de transformação é o que demonstra maior queda quando se comparado a outros setores.

Há outra consequência desse cenário: a perda de posição relativa dos países subdesenvolvidos na produção industrial mundial. Incluindo ou não a China nesse rol, mostrando que o Brasil está perdendo terreno de maneira acentuada no panorama internacional. Com efeito, a participação do Brasil na produção da indústria de transformação mundial que era de 2,8% em 1980, vai caindo, para 2% em 1990 e atinge em 2010 1,7%. (CANO, 2012, p.7)

Após apresentar o conceito e as possíveis causas da desindustrialização, quais seriam as consequências de tal processo sobre a economia dos países?

De acordo com os modelos neoclássicos de crescimento econômico o fenômeno da desindustrialização não é relevante, pois para essa linha de

pensamento o crescimento de longo-prazo é apenas uma consequência da "acumulação de fatores" e do "progresso tecnológico", sendo irrelevante a composição setorial da produção. Dessa forma tanto faz qual foi o setor gerador da riqueza, indústria, agricultura e o setor de serviços tem o mesmo peso, além disso, para essa corrente econômica, os outros setores da economia (não incluindo a indústria) também podem ser propulsores de progresso tecnológico e transbordamentos benéficos para todo o elo produtivo. (OREIRO e FEIJO 2010)

Contudo, a corrente heterodoxa acredita que a indústria é o setor com maior dinamismo da economia e por essa razão é o motor que garante o crescimento de longo prazo das economias capitalistas. (Thirwall, 2002; Tregenna, 2009)

Os fatores que explicariam a importância dada à indústria na visão dessa corrente seriam:

(i) Os efeitos de encadeamento para frente e para trás na cadeia produtiva são mais fortes na indústria do que nos demais setores da economia.

(ii) A indústria é caracterizada pela presença de economias estáticas e dinâmicas de escala, de tal forma que a produtividade na indústria é uma função crescente da produção industrial. Esse fenômeno é conhecido na literatura econômica como "lei de Kaldor-Verdoorn"

(iii) A maior parte da mudança tecnológica ocorre na indústria. Além disso, boa parte do progresso tecnológico que ocorre no resto da economia é difundido a partir do setor manufatureiro.

(iv) A elasticidade renda das importações de manufaturas é maior do que a elasticidade renda das importações de *commodities* e produtos primários. Dessa forma, a "industrialização" é tida como necessária para aliviar a restrição de balanço de pagamentos ao crescimento de longo prazo. (OREIRO e FEIJO, 2010, p.23)

Portanto, devido as suas características peculiares a indústria é vista como um setor essencial, pois deriva dela a fonte de retornos crescentes de escala, "é a fonte e/ou principal difusora do progresso tecnológico e permite o relaxamento da restrição externa ao crescimento de longo-prazo". (OREIRO e FEIJO 2010)

Desta forma, ficam latente os mais diversos problemas causados pela desindustrialização precoce de uma economia que não tenha atingindo maturidade e nível de renda adequado para "passar" para uma nova "fase" do processo de desenvolvimento econômico puxado pelo setor de serviços, com mão de obra mais qualificada e com maior avanço tecnológico.

Para avançar na investigação sobre a ocorrência do fenômeno de

desindustrialização no Brasil, provocada pela apreciação da moeda brasileira frente às principais divisas internacionais, que, num ambiente de mercado exterior aberto reduz mercados externos ao produto nacional, bem como, os mercados nacionais pela concorrência externa, parte-se para uma investigação da relação entre a taxa de câmbio e a competitividade externa dos países.

## 2.2 CÂMBIO E COMPETITIVIDADE EXTERNA

A taxa de câmbio é uma variável de extrema importância e a escolha de uma boa política cambial pode ditar um futuro promissor ou não dos países. Um exemplo de sucesso de política cambial foi a do Leste Asiático que adotaram uma política industrial e cambial focada em exportações o que trouxe grande desenvolvimento para esses países, na outra ponta a maioria dos países latino americanos adotaram outra postura em relação à política cambial e passaram décadas de baixo crescimento econômico.

Eichengreen (2007) defende a manutenção de um câmbio real em nível competitivo, pois pode funcionar como uma estratégia de crescimento. No entanto, na opinião do autor, o país não pode depender única e exclusivamente dessa ferramenta para atingir tal crescimento, ela seria apenas uma variável facilitadora e não determinante do processo. (SILVEIRA, 2011)

Segundo Torracca (2012) "o enfoque econômico dado ao câmbio como fator de incentivo ao crescimento vem evoluindo nos últimos anos". Noura et al. (2001 *apud* Torracca 2012) ressalta que os primeiros trabalhos sobre o tema lidavam apenas com a dimensão comercial e analisavam de forma específica o impacto da eliminação ou redução das distorções aos preços relativos para as mercadorias exportadas.

No entanto, a partir do início da década de 1980, uma nova abordagem de administração cambial surgiu e conferiu ao câmbio um papel mais importante dentro da esfera econômica - seria ele um "instrumento de ajuste contra possíveis mudanças de variáveis que pudessem afetar o equilíbrio de longo prazo externo e interno" da economia. Essa visão questionava a ideia de que uma sobrevalorização cambial pudesse prover o crescimento e desenvolvimento econômico através do barateamento de máquinas e insumos com maior tecnologia importados para o setor

industrial.

Posteriormente, alguns autores como Rodrick (2008) encontrariam evidências de uma relação negativa entre valorizações cambiais e crescimento, chegando à conclusão de que pelo menos em países em desenvolvimento a taxa de câmbio é instrumento fundamental de política industrial e está deveria "operar" de forma mais equilibrada, ou seja, uma taxa de câmbio capaz de estimular o setor industrial e torná-lo mais competitivo mundialmente.

Segundo Torraca (2012), na análise de Rodrick (2008) existem duas razões para sustentar a defesa de um câmbio mais desvalorizado num cenário de mudanças estruturais, que justificaria uma estratégia ativa para desvalorizar a moeda nacional em termos reais e assim, acelerar o crescimento da economia pela dinamização do setor industrial, seriam:

Primeiro, a desvalorização teria um efeito positivo direto no tamanho relativo dos bens comercializáveis, especialmente aqueles relacionados às atividades industriais. Segundo, que os efeitos da taxa de câmbio real no crescimento operariam, ao menos em parte, por meio de mudanças associadas aos setores produtores de bens comercializáveis. Os países que desvalorizaram suas moedas na direção dos setores industriais cresceriam mais rapidamente. (RODRICK, 2008 *apud* Torraca 2012, p. 10)

Além disso, Torraca (2012) destaca o papel do câmbio competitivo, pois este seria capaz de estimular as exportações de bens industriais não tradicionais e o aumento da rentabilidade desse tipo específico de produto, com maior valor agregado, desencadearia um processo dinâmico que favoreceria o desenvolvimento e impediria a ocorrência da doença holandesa.

Diversos autores corroboram essa abordagem e defendem uma política cambial competitiva, vários países que obtiveram altas taxas de crescimento econômico servem de exemplo empírico das vantagens de adotar um câmbio desvalorizado dentre eles Hong Kong, Coréia, Cingapura, Taiwan, além do Leste Asiático.

Esses países adotaram uma estratégia com foco nas exportações de manufaturados simples, com baixo valor agregado, no entanto, com o passar do tempo tal estratégia alcançou tanto êxito que esses países conseguiram aumentar sua diversificação de produtos para exportação, aumentando o valor agregado de seus produtos, trazendo maior desenvolvimento tecnológico. Tal sucesso atraiu também maior parcela de Investimento Estrangeiro Direto (IED), o que explica em

grande monta o elevado crescimento e desenvolvimento econômico desses países.

Parece haver um consenso que a política de câmbio real desvalorizado pode ser coadjuvante à estratégia de desenvolvimento das economias orientada para fora com base na exportação de produtos industriais, pois a moeda nacional desvalorizada induziria o crescimento da indústria de bens de exportação. Contudo, será que a mesma regra aplica-se no sentido inverso, uma taxa real de câmbio valorizada induziria a contração das atividades industriais de bens de exportação?

Segundo Curado *et al.* (2011), valorização cambial afeta a macroeconomia ao dificultar o crescimento econômico devido a piora das contas externas, pois estimular o aumento das importações e a redução das exportações, que pode gerar uma crise no balanço de pagamentos ou à elevação da dependência e da vulnerabilidade ao capital estrangeiro.

No nível microeconômico, ROCHA *et al.* (2011) alerta que a valorização cambial deteriora as condições de competitividade externa das empresas nacionais, principalmente das atividades produtivas de maior valor agregado e conteúdo tecnológico, o que inclui os ramos mais dinâmicos da indústria.

A valorização cambial contribuiria, portanto, para reduzir a rentabilidade de uma série de atividades com maior valor agregado/conteúdo tecnológico, gerando desta forma uma tendência de aumento da participação dos setores exportadores de commodities na economia. Este é, em síntese, o resultado central literatura que estuda a “doença holandesa”. (ROCHA *et al.* 2011, 535)

Ocorre ainda, que a sobrevalorização cambial tende a reduzir os lucros dos empresários no setor de *tradables* nacional e com menores lucros, os investimentos se retraem.

Baseado em um modelo a la Bhaduri e Marglin (1990), onde o investimento é dependente da taxa de lucro e da capacidade de utilização e o lucro/consumo dependentes da taxa de salário real, é possível mostrar, portanto, que o nível da taxa de câmbio real pode indiretamente afetar o processo de acumulação de capital. Dado um nível suficiente para as elasticidades do investimento e das exportações, a desvalorização cambial pode conduzir a economia a uma trajetória de crescimento investment-led, enquanto a sobrevalorização reduz o emprego e o investimento (SILVEIRA, 2011 pg. 30).

Esse mecanismo enfatiza o papel do câmbio sobre o processo intersetorial da distribuição da renda, pode-se admitir que um país possua apenas dois setores,



um mais dinâmico que pode-se incluir os *tradables* (sujeito a retornos crescentes de escala) e mais sensível ao câmbio e um segundo setor com menor dinamismo onde são válidos os retornos decrescentes (*commodities*, *non-tradables* e não-manufatureiros) e menos dependentes do câmbio.

Portanto, caso haja uma apreciação cambial são desviados recursos (investimentos) para os setores menos dinâmicos, por possuírem uma vantagem comparativa derivadas de recursos naturais, afetando negativamente a produtividade de toda a economia ao bloquear, entre outros, o mecanismo de migração da mão-de-obra para setores de maior produtividade e, por sua vez, com melhores níveis salariais.

Segundo Gala (2007), esse processo de apreciação cambial e vantagem competitiva do setor de *commodities* podem causar a doença holandesa e a desindustrialização prematura da economia.

O argumento é especialmente relevante para países ricos em recursos naturais, onde a apreciação cambial gerada pela maciça entrada de divisas advindas das exportações de *commodities* pode impedir o desenvolvimento de setores industriais mais dinâmicos, bloqueando *spillovers* tecnológicos e economias de escala – isto é, o *catching-up* tecnológico. (GALA, 2007).

Em sua extensa investigação sobre os impactos da política cambial sobre o desenvolvimento das economias, Gala (2007), também não encontra evidências empíricas que corroborem a tese de que a valorização da moeda nacional estimula a importação de bens de capitais, a modernização da indústria, o crescimento de sua produtividade e competitividade externa.

As apreciações relativas nessa região tenderam a desencadear surtos de consumo e não de investimento como sugere o argumento favorável à relativa apreciação cambial. Os impactos da apreciação real parecem ser mais fortes no consumo do que no investimento agregados. (GALO, 2011, p. 121)

Assim, seja porque a valorização real da moeda nacional reduz a competitividade dos bens comercializáveis no mercado externo, reduzindo os mercados internacionais para bens industriais nacionais ou permitindo, em economias mais abertas, que os concorrentes externos avancem sobre o mercado doméstico que antes pertencia as indústrias locais, seja porque a valorização real da moeda reduz a taxa de rentabilidade e, portanto, de investimento das indústria

exportadora, reduzindo sua expansão e ameaçando a sua capacidade de resistência ao avanço tecnológico e aos ganhos de escala dos concorrentes externos.

A literatura sugere que a taxa de câmbio parece ter impacto sobre o desempenho das atividades industriais de um país, ao ponto de uma apreciação levar aos sintomas de sua retração compatíveis aos observados nos casos de “doença holandesa”, mesmo que esta valorização não tenha ocorrido em função de superávits comerciais da exportação de commodities primárias.

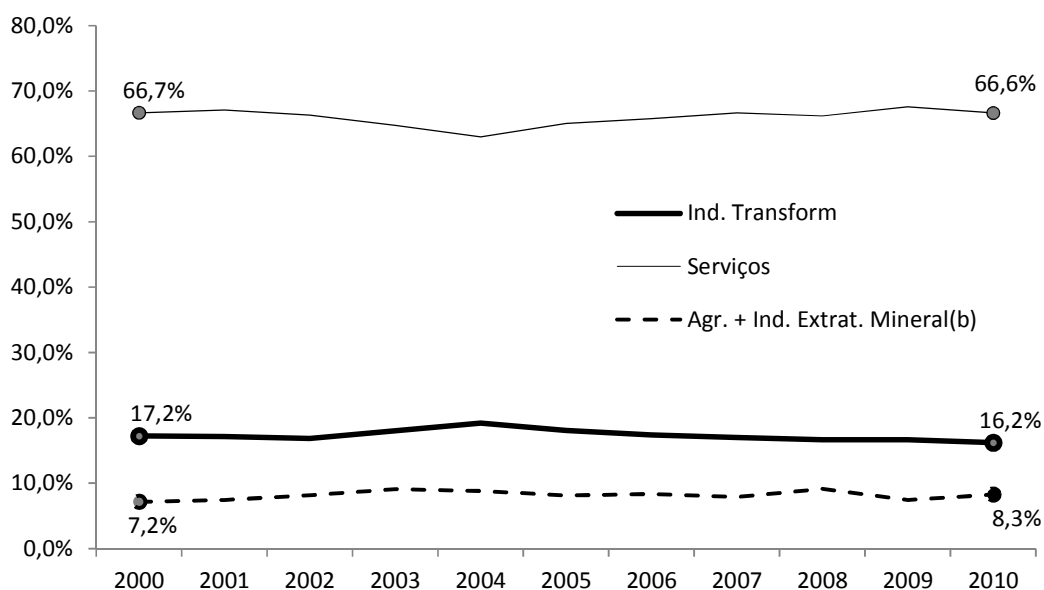
### 2.3 A INDÚSTRIA BRASILEIRA NA DÉCADA DOS 2000

Analisar a participação da indústria brasileira na economia do país na década dos anos 2000 é fundamental para enquadrar a situação brasileira como um país em desindustrialização ou não e, em caso positivo, classificar o tipo de desindustrialização que vem ocorrendo no Brasil.

Segundo Rowthorn e Ramaswamy (1997), a desindustrialização é a redução da participação do emprego industrial no emprego total, bem como da participação do produto industrial no PIB do país. Sendo assim, buscar-se-á evidências inicialmente da ocorrência destes dois fenômenos na economia brasileira.

O Gráfico 1 evidencia que no período de 2000 a 2010 houve uma queda da participação da indústria de transformação no PIB brasileiro, enquanto o PIB de serviços permaneceu estável e o PIB da agricultura somado ao da indústria extrativa mineral, cresceu de 7,2% para 8,3%.

GRÁFICO 1 - PARTICIPAÇÃO DOS SETORES PRODUTIVOS NO PIB BRASILEIRO<sup>(a)</sup>



FONTE: IBGE *in* IPEATA (2015)

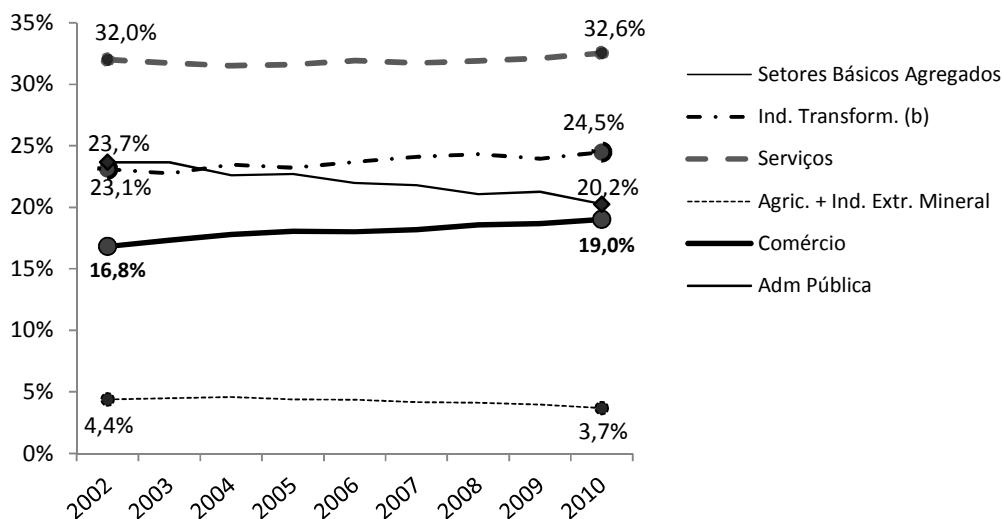
Notas: a) Percentuais calculados sobre os preços corrente básicos - ref. 2000.

b) O setor primário foi obtido pela agregação do PIB da agricultura e da indústria extrativa mineral.

Os dados revelam que a indústria de transformação perdeu espaço no PIB do Brasil, o que é aderente à hipótese de desindustrialização, contudo, esta queda do PIB industrial não foi resultado de um aumento do PIB do setor de serviços, não se enquadrando, no caso de desindustrialização como um processo de transição para uma economia sustentada nas atividades de serviços.

O crescimento da participação do setor primário no período parece corroborar a tese de que houve no período um processo de desindustrialização do tipo re-primarização da economia, uma investigação sobre o emprego industrial, *vis-à-vis* outros setores, poderá reforçar esta hipótese, contudo, ainda é prematura qualquer inferência sobre a ocorrência de “doença holandesa” no Brasil, antes de uma investigação sobre o comportamento do câmbio real no período.

GRÁFICO 2 – PARTICIPAÇÃO DOS SETORES PRODUTIVOS NO EMPREGO BRASILEIRO<sup>(a)</sup>



FONTE: RAIS/MTE (2015)

Notas: a) Percentuais calculados sobre o total de empregos formais da Relação Anual de Informações do Ministério do Trabalho e Emprego (RAIS/MTE).

b) A indústria de transformação agrega também os dados de emprego da construção civil e serviços industriais de utilidade pública como energia elétrica e água e saneamento.

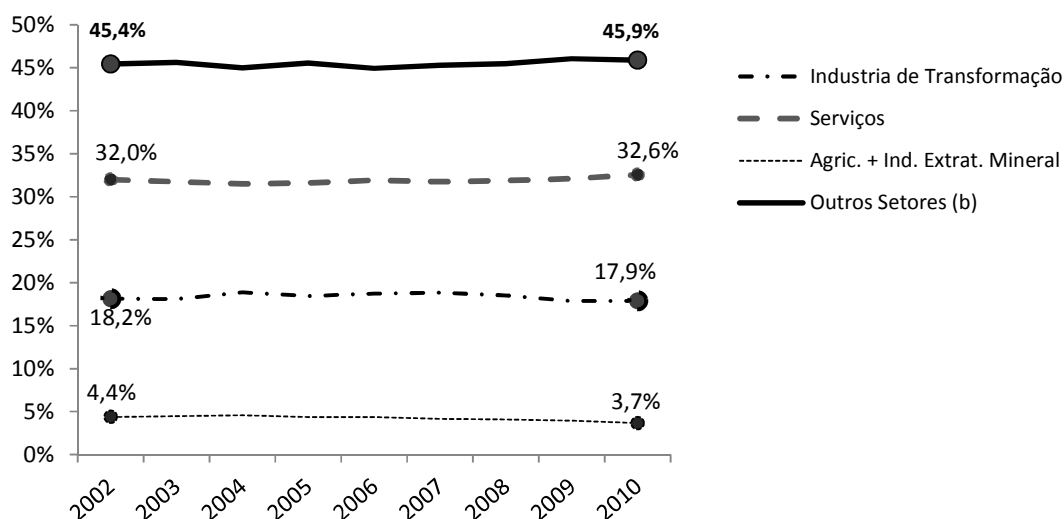
Os dados sobre a participação do emprego da indústria tornam inconclusiva a hipótese sobre a desindustrialização no Brasil, uma vez que o emprego industrial cresceu em importância em relação ao emprego total de 23,1% em 2002 para 24,5% em 2010<sup>3</sup>, por outro lado, nem os serviços crescem significativamente sua participação, nem o setor primário.

O fato da indústria de transformação incluir o setor da construção civil e dos serviços industriais de utilidade pública poderia afetar o resultado, revelando um movimento de crescimento da participação do emprego da indústria, mas este crescimento poderia ter ocorrido nestes dois setores.

Realmente, retirando os dois setores que não são considerados indústria de transformação, conforme se verifica no Gráfico 3, há uma pequena queda da participação do emprego industrial entre 2002 a 2010, de 18,2 para 17,9% do total do emprego formal no Brasil.

GRÁFICO 3 – EMPREGO BRASILEIRO POR SETORES<sup>(a)</sup>

<sup>3</sup> O banco de dados da RAIS no sistema do Ministério do Trabalho e Emprego tem como data mais antiga o ano de 2002, impedindo que a pesquisa avance até o ano de 2000.



FONTE: RAIS/MTE (2015)

Notas: a) Percentuais calculados sobre o total de empregos formais da Relação Anual de Informações do Ministério do Trabalho e Emprego (RAIS/MTE).

b) Outros Setores agrega o emprego do Comércio, Administração Pública, Construção Civil e Serviços Industriais de Utilidade Pública como energia elétrica e água e saneamento.

Embora o Gráfico 3 não seja conclusivo sobre a desindustrialização, pois a queda do emprego industrial é de apenas 0,3% em 9 anos, o crescimento da participação do emprego em serviços de apenas 0,6% no mesmo período também não permite ratificar que este setor está absorvendo os trabalhadores da indústria. A queda do emprego das atividades primárias, também sugere que a re-primarização da economia, se ocorreu na década dos 2000 foi acompanhada de tecnologias poupadoras de trabalho.

TABELA 1 – PARTICIPAÇÃO DA RENDA ATÉ 5 SAL. MÍNIMOS POR SETOR PRODUTIVO NO BRASIL<sup>(a)</sup>

Setores	2002	2004	2006	2008	2010	Variação % 2002/2010
Indústria de Transforma	86,4%	87,5%	89,7%	90,4%	91,5%	63,4%
Serviços	85,9%	87,9%	90,0%	90,5%	91,4%	71,3%
Agric. + Ind. Extr. Mineral	95,8%	95,9%	96,6%	96,2%	96,3%	27,1%
Outros Setores	82,8%	85,8%	88,3%	88,9%	90,2%	73,8%

FONTE: RAIS/MTE (2015)

Notas: a) Percentuais calculados sobre o total de empregos formais da Relação Anual de Informações do Ministério do Trabalho e Emprego (RAIS/MTE).

A Tabela 1 indica que a participação relativa dos trabalhadores que

recebiam rendimentos até 5 salários mínimos cresce em todos os setores, contudo, este crescimento nas atividades relacionadas ao setor primário da economia (agricultura, e a indústria extrativa mineral). Em valores absolutos, a quantidade de trabalhadores que recebem até 5 salários mínimos crescem 63,4% na indústria de transformação, 71,3% nas atividades de serviços e apenas 27,1% nas atividades primárias.

TABELA 2 – PARTICIPAÇÃO DA RENDA ACIMA DE 5 SAL. MÍNIMOS POR SETOR PRODUTIVO NO BRASIL<sup>(a)</sup>

Setores	2002	2004	2006	2008	2010	Varição % 2002/2010
Indústria de Transforma	13,6%	12,5%	10,3%	9,6%	8,5%	-4,3%
Serviços	14,1%	12,1%	10,0%	9,5%	8,6%	-1,4%
Agric. + Ind. Extr. Mineral	4,2%	4,1%	3,4%	3,8%	3,7%	11,5%
Outros Setores	17,2%	14,2%	11,7%	11,1%	9,8%	-8,6%

FONTE: RAIS/MTE (2015)

Notas: a) Percentuais calculados sobre o total de empregos formais da Relação Anual de Informações do Ministério do Trabalho e Emprego (RAIS/MTE).

Corroborando a hipótese de re-primarização da economia, percebe-se que o único setor da economia que em valores absolutos eleva a quantidade de trabalhadores com renda superior a 5 salários mínimos foram as atividades primárias, com um crescimento de 11,5%, ao mesmo tempo que foi o setor com menor participação relativa de trabalhadores, que em 2002 era de 4,2% e em 2010 reduziu para 3,7%.

A queda da participação generalizada dos trabalhadores com renda superior a 5 salários mínimos na economia brasileira deve-se, ao crescimento do valor do salário mínimo acima da inflação durante o período de análise, logo, houve um fenômeno de achatamento salarial das demais categorias de rendimentos não vinculadas ao valor do salário mínimo nacional.

De qualquer modo, os dados sobre renda setorial evidenciam que ao longo da década dos 2000 houve uma elevação na quantidade de trabalhadores com rendas mais elevadas apenas no setor primário, reforçando a hipótese de que a redução da participação da indústria na geração de renda e sua transferência para as atividades primárias no Brasil, é mais forte que a hipótese de uma transferência do emprego e da renda para as atividades de serviços.

TABELA 3 – EXPORTAÇÕES SEGUNDO FATOR AGREGADO - BRASIL (%)

Ano	Básicos	Semimanufaturados	Manufaturados
1970	74,8	9,1	15,2
1975	58,0	9,8	29,8
1980	42,2	11,7	44,8
1985	33,3	10,8	54,9
1990	27,8	16,3	54,2
1995	23,6	19,7	55,0
1990	27,8	16,3	54,2
1995	23,6	19,7	55,0
2000	22,8	15,4	59,0
2005	29,3	13,5	55,1
2006	29,2	14,2	54,4
2007	32,1	13,6	52,3
2008	36,9	13,7	46,8
2009	40,5	13,4	44,0
2010	44,6	14,0	39,4

FONTE: Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio (MDIC).

Os dados a respeito das exportações brasileiras revelam que até o ano 2000 houve uma queda, das exportações de produtos de origem primária, enquanto no mesmo período, a participação dos produtos manufaturados se eleva, contudo, a partir de 2005, verifica-se o movimento oposto, de aumento de participação dos bens primários e queda dos bens manufaturados na pauta de exportação do Brasil.

Os dados sobre as exportações revelam uma reversão de uma tendência de longo prazo e, que conforme Rowthorn e Ramaswamy (1997), é a trajetória “natural” do desenvolvimento econômico, para uma perda do dinamismo industrial, que permite novamente a ascensão do setor primário como líder das exportações brasileiras.

Os dados sobre a participação da indústria na economia brasileira, seja do PIB industrial no Produto Interno Bruto do Brasil, seja da quantidade de trabalhadores na indústria e sua massa salarial e, por fim, da participação do produto industrializado na pauta de exportação, estão consoantes com as premissas da desindustrialização e tendem para a uma reprimarização da economia brasileira

que, conforme a literatura propõe, é um fenômeno tipicamente relacionado a ocorrência da “doença holandesa” na economia, que por sua vez, está relacionada a valorização real da moeda nacional.



### 3 METAS DE INFLAÇÃO E TAXA DE CÂMBIO REAL NO BRASIL

Nesta seção investiga-se se o regime de metas de inflação implantado no Brasil a partir de 1999, sobrevalorizou a taxa de câmbio real ao ponto de provocar uma perda relativa de competitividade da indústria brasileira.

O regime de metas de inflação é caracterizado pelo anúncio oficial de uma meta a ser perseguida pelas autoridades monetárias para determinado índice de preços a ser atingido em determinado período, geralmente doze meses, levando-se em conta de que um país não consegue obter crescimento econômico sem controle inflacionário, desta forma o controle de preços é o principal objetivo a ser perseguido pelo Banco Central utilizando-se da política monetária.

A estabilidade de preços como objetivo prioritário de longo prazo se justifica pela proposição da ineficácia da política monetária em atingir variáveis reais no longo prazo. É interessante notar que a definição do controle da inflação como objetivo prioritário retira a relevância de outras variáveis econômicas, tais como produto e emprego, para a determinação da política do Banco Central. A prioridade do controle inflacionário tem como pressuposto que a manutenção de baixos níveis de inflação é uma condição necessária para o crescimento de longo-prazo. (NORONHA, 2007, p. 17)

O objetivo do regime de metas é atuar como uma âncora nominal, tanto para a inflação atual como para as expectativas de inflação futura. Com isso, o atingimento das metas se torna fator crucial para o sucesso desse arranjo monetário, pois caso a inflação atual não seja atingida deterioram-se as expectativas dos agentes quanto a inflação futura o que torna mais difícil a tarefa de se convergir a inflação futura para dentro da meta estabelecida, pois, tais metas coordenariam a formação de expectativas inflacionárias dos agentes e a fixação de preços e salários” (FERREIRA e JAYME JR, 2005, p. 2).

Algumas premissas para a implementação e um bom funcionamento do sistema de metas deve ser perseguida pelos *policymakers*, no caso brasileiro o Banco Central, deve ter maior grau de independência possível para que o objetivo maior que é o de controlar a inflação não seja deixado em segundo plano por questões eleitorais e políticas; Se faz necessário também que o Banco Central demonstre significativa capacidade de compreensão da dinâmica da economia “dos determinantes da inflação; dos mecanismos de transmissão da política monetária,

bem como das defasagens temporais envolvidas, dos choques a que a economia está sujeita, dentre outros” (FERREIRA e JAYME JR, 2005, p. 2).

Outro ponto a ser considerado diz respeito a política fiscal, os objetivos da política fiscal devem ir ao encontro da política monetária, pois se o governo adota uma política fiscal irresponsável gerando déficits fiscais, o financiamento dessa dívida pode gerar um processo inflacionário, podendo ocasionar o não atingimento das metas de inflação atual e deteriorando as expectativas dos agentes quanto a inflação futura.

Destaca-se ainda a ausência de outra âncora nominal. O objetivo do Banco Central deve ser o de alcançar a meta de inflação, não tendo, por exemplo, compromisso algum com o câmbio, já que como veremos adiante, um regime de metas de inflação é incompatível com um câmbio fixo dadas as limitações da política monetária.

No Regime de Metas de Inflação, a taxa de juros se torna o principal instrumento de política monetária para fazer com que a inflação convirja para a meta estabelecida.

A literatura empírica tem demonstrado que, nas últimas décadas, o comportamento da taxa de juros em diversos países é descrito de forma satisfatória por regras tipo Taylor. Esta regra pode ser entendida como uma função da reação do Banco Central, por meio da alteração da taxa de juros de curto prazo, a variações nas condições da economia. (FERREIRA e JAYME JR, 2005, p. 2)

Com relação ao índice de inflação a ser escolhido pelas autoridades monetárias alguns países adotam como referência apenas o núcleo da inflação, *core* da inflação, que exclui choques transitórios que “contaminariam” o índice, porém outros países preferem trabalhar com o índice ‘cheio’ pois acreditam que essa postura traz maior credibilidade e é de mais fácil entendimento dos agentes econômicos, essa escolha vai depender das peculiaridades de cada país.

Outro aspecto do Regime de Metas, é a adoção de bandas de tolerância para a meta de inflação com o intuito de absorver choques imprevistos na economia, desta forma o Banco Central teria algum “folego” onde mesmo não atingindo o centro da meta este pode alcançar o teto preestabelecido sem gerar desconfiança e perda de credibilidade. Cabe ressaltar que essa banda não pode ser

muito alta, pois pode passar a ideia de complacência das autoridades monetárias para com a inflação.

### 3.1 REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO NO BRASIL

No dia 14 de janeiro de 1999 a política de estabilização dos preços via câmbio teve que ser abandonada, a moeda doméstica foi liberada para flutuar e o valor da taxa de câmbio voltou a ser determinado pelo mercado<sup>4</sup>, com câmbio flutuante não havia mais possibilidade de ancorar os preços internos aos preços externos, sendo assim, havia a necessidade de se obter uma nova base (teórica e prática) para determinar a nova política de estabilização de preços.

Somente em junho de 1999 foi anunciada oficialmente a nova política de estabilização de preços que vigoraria na economia brasileira, o regime de metas de inflação ou *Inflation Target*, uma política econômica de estabilização do nível geral de preços que foi adotada primeiramente na Nova Zelândia, mas que rapidamente foi ganhando mais adeptos entre os países que pretendia implementar uma política de estabilização de preços, mas que não queriam ou não podiam mais se submeter à “camisa de força” do câmbio fixo para controlar os preços internos.

Segundo Mishkin (2000, p. 1), o regime de metas de inflação congrega cinco elementos de política simultaneamente:

- 1) O anúncio público da meta inflacionária pretendida no médio prazo;
- 2) Um compromisso institucional com a estabilidade de preço enquanto objetivo primário de política, sendo os demais objetivos a ele subordinado;
- 3) Uma estratégia que inclui a utilização de informações acerca de muitas variáveis, e não apenas os agregados monetários ou a taxa de câmbio, como instrumento de política;

---

<sup>4</sup> Logicamente que no Brasil esta flutuação livre sofreu e sofre influências da autoridade monetária que opera no mercado à vista ou de futuros para evitar movimentos indesejáveis do câmbio ou limitar a amplitude de suas variações.

4) Crescente transparência da estratégia de política monetária através da comunicação ao público em geral e aos mercados sobre os planos, objetivos e decisões da autoridade monetária; e

5) Aumento da responsabilidade do Banco Central para alcançar os objetivos inflacionários.

No contexto da política monetária conduzida sob o regime de metas de inflação, alcançar os objetivos inflacionários propostos é crucial para manter a confiança dos agentes na capacidade do Banco Central controlar a inflação. A credibilidade é a âncora nominal que irá atuar sobre as expectativas dos agentes e conduzir o nível geral dos preços às metas pré-estabelecidas, sendo um regime baseado na retro-alimentação das expectativas futura dos agentes.

Desse modo, as expectativas futuras do nível de preços e, por conseguinte, do cumprimento das metas pré-estabelecidas pela autoridade monetária<sup>5</sup>, é balizada na capacidade da autoridade monetária em cumprir as metas passadas. A questão da credibilidade do regime de metas é discutida por Mendonça (2001, p. 133), para o autor “o sucesso de uma política antiinflacionária depende do nível de confiança que os agentes econômicos depositam na exeqüibilidade da política anunciada ser implementada e cumprida até o fim”.

Por outro lado, Mendonça (2001) aponta que a credibilidade do regime de metas em última instância está assentada na capacidade (acurácia) da previsão inflacionária, isto porque, se há erro na estimação da inflação futura é certo que a metas estabelecida estará em dissonância com a realidade inflacionária, inviabilizando o controle da inflação com as políticas de controle estabelecidas.

A hipótese de a autoridade monetária definir uma trajetória para a inflação futura implica de antemão, conhecer o grau do impacto das políticas antiinflacionárias sobre as variáveis que compõe o arcabouço (modelo) de análise e de previsão do comportamento dos preços futuros. Ao determinar uma trajetória descendente para a inflação futura e as metas a serem perseguidas, a autoridade monetária está simultaneamente determinando a amplitude (grau) das mudanças na política, necessária a obtenção do êxito no cumprimento das metas.

---

<sup>5</sup> Há uma discussão sobre a responsabilidade de determinação das metas de inflação, embora essa discussão tenha enorme significância numa discussão sobre a adoção do regime de metas, se distancia dos objetivos aqui propostos.

Num regime de metas de inflação, o conjunto de variáveis que a autoridade monetária pode lançar mão para viabilizar uma política de estabilização e/ou redução do nível geral de preços da economia é indefinido *a priori*, pois, o regime de metas de inflação não determina a variável chave ou única que dominará a lógica de ação dos *policy makers*, ao invés disso, o regime de metas se caracteriza pela flexibilidade de instrumentos de política, de modo que, as políticas monetária, cambial e fiscal, podem ser utilizadas no intuito de alcançar as metas propostas.

Para o caso do Brasil o regime de metas serviu de alternativa ao controle inflacionário via controle cambial (*crawling peg*), sendo assim, desde o abandono do controle cambial em janeiro de 1999, a relação Real *versus* demais moedas estrangeiras é flutuante (com flutuação suja). Após seis anos de mudança da política de controle de preço, ficou evidente que o câmbio no Brasil não é ferramenta ativa de controle dos níveis internos de preços, o que faz com que a política cambial seja neutra para a análise do regime de metas aqui empreendido.

Quanto à política fiscal, os *policy makers* perseguem desde 1998 metas de superávit primário para os gastos públicos, essas metas de superávit foram inicialmente negociadas junto ao Fundo Monetário Internacional (FMI) para a obtenção de um acordo de liberação de reservas internacionais, este acordo firmado visa manter a liquidez brasileira e permitir com isso, garantir o cumprimento das obrigações em divisas externas durante a crise cambial que culminou com a liberação das rédeas cambiais em janeiro de 1999.

A manutenção das metas de superávit primário durante a década dos anos 2000 foi relaxada no final do período e abandonada após a deflagração da Crise Financeira Mundial de 2009. Mas, enquanto as metas fiscais perduraram, permitiram ao governo brasileiro administrar a dívida pública gerada pela política monetária<sup>6</sup>. Portanto, a conclusão é a de que a política fiscal de superávits primários adotada antes da implementação do regime de metas, serviu para dar sustentação ao financiamento da crescente dívida pública provocada pela política monetária, logo, a

---

<sup>6</sup> A política monetária pré desvalorização do Real era reflexiva, após o abandono do *crawling peg* em janeiro de 1999, a política monetária retoma sua efetividade, contudo, tanto antes como após a crise cambial, a política monetária produziu efeitos colaterais indesejáveis sobre a dívida pública e sobre a capacidade do Estado gerenciá-la, sem os superávits primários acordados com o FMI em 1998, não haveria como fazer frente às necessidades de pagamentos de juros da dívida e o Brasil correria o risco de *default* similar ao ocorrido na Argentina.

política fiscal, até o relaxamento da política de superávits primários, servia para dar sustentação financeira, logo, credibilidade, à política monetária.

A política monetária brasileira só se tornou ativa após o abandono da âncora cambial em início de 1999, sob o regime de controle cambial a política monetária era coadjuvante da política cambial e a taxa de juros doméstica servia para equacionar a necessidade de divisas internacionais que sustentasse o patamar cambial almejado pelos formuladores da política econômica brasileira.

É após o abandono do regime cambial que a autoridade monetária brasileira retoma sua capacidade de utilizar a política monetária como instrumento de controle do nível geral de preços. Segundo os modelos que procuram nortear as políticas econômicas sob um regime de metas de inflação, a política monetária, mais especificamente a política de juros praticada pela autoridade monetária, afeta o hiato de produto, o diferencial entre o produto potencial e o produto efetivo.

As regras básicas utilizadas pela autoridade monetária no Brasil para tomar as decisões de política monetária, são guiadas por um modelo estrutural que possui quatro equações econométricas, são elas<sup>7</sup>:

- a) Uma curva IS, expressando o hiato do produto em função de suas próprias defasagens (seus valores em períodos passados), da taxa real de juros (*ex ante* ou *ex post*), e da taxa real de câmbio;
- b) Uma curva de Phillips, expressando a taxa de inflação corrente em função de suas próprias defasagens e das expectativas de inflação, do hiato do produto, e da taxa de câmbio nominal (e impondo a condição de neutralidade no longo prazo);
- c) Uma equação de equilíbrio financeiro do mercado cambial, que relaciona o diferencial entre as taxas de juros domésticas e externas com a taxa esperada de desvalorização cambial e o prêmio de risco; e
- d) uma regra de juros, que pode ser uma trajetória futura exógena de taxas de juros nominais ou reais, uma regra de reação do tipo Taylor (com pesos para desvios contemporâneos da inflação e do hiato de produto), uma regra prospectiva (com pesos para desvios da inflação esperada em relação à meta), ou ainda uma regra de reação ótima, calculada determinística ou estocasticamente. (BCB;MAR/ 2000, p. 96).

---

<sup>7</sup> As equações e informações são baseadas no Relatório do Banco Central do Brasil (MAR/00; 97 - 103), mais detalhes em Bogdanski, J., Tombini, A.A. e Werlang, S.R.C.(2000): "*Implementing Inflation Targeting in Brazil*", BCB Working Paper.

Analisando a primeira equação do modelo de metas brasileiro, nota-se que essa equação é responsável por fornecer a resposta da taxa de juros sobre o hiato de produto ( $h_t$ ):

$$1) \quad h_t = \beta_0 + \beta_1 h_{t-1} + \beta_2 h_{t-2} + \beta_3 r_{t-1} + \beta_4 pr_{t-1} + \varepsilon_t^h$$

Pelas variáveis da equação que compõe a primeira parte do modelo, pode-se perceber que a variação esperada no produto, aqui entendida na forma linear pelo log do hiato do produto ( $h_t$ ), está dependente da taxa real de juros com a defasagem de um período ( $r_{t-1}$ ), do hiato do produto em um e dois períodos de defasagem ( $h_{t-1}$  e  $h_{t-2}$ )<sup>8</sup>, por uma variável fiscal, entendida como o superávit primário do setor público com uma defasagem ( $pr_{t-1}$ ) e por uma variável de resíduo que procura captar os choques de demanda ( $\varepsilon_t^h$ ).

É importante salientar que os hiatos de produto anteriores estão condicionados as mesmas variáveis do hiato presente e, por isso, a taxa de juro e o superávit primário com as devidas defasagens continuam sendo as variáveis determinantes. O fato dos hiatos passados definirem os hiatos presentes é que provoca a defasagem temporal entre a ação de política e a sua resposta sobre o comportamento do produto e como veremos a seguir, da inflação. Por causa dessa característica do modelo ele é conhecido como *forward looking*, ou seja, as políticas monetária e fiscal de hoje repercutirão gradualmente ao longo do tempo, que no caso brasileiro é definido pela autoridade monetária como de 6 a 9 meses.

Do conjunto de variáveis que determinariam o diferencial entre o produto efetivo e o potencial ( $h_t$ ), a taxa real de juros ( $r_{t-1}$ ), é variável de política monetária e o superávit primário ( $pr_{t-1}$ ), a variável de política fiscal. A ideia do modelo de determinação do hiato é muito simples, qualquer aumento nas variáveis independentes afeta positivamente o hiato do produto, ou seja, reduz o produto efetivo, fazendo ficar mais distante do produto potencial. Conforme dito

---

<sup>8</sup> Os hiatos de produto anteriores estão condicionados as mesmas variáveis, sendo as taxas de juros e o superávit primário com as devidas defasagens, as variáveis determinantes. O fato dos hiatos passados definirem os hiatos presentes é que provoca a defasagem temporal entre a ação de política e a resposta da ação sobre o comportamento do produto e como veremos a seguir, da inflação. Por essa característica do modelo é que ele é conhecido como *forward looking*, as ações de hoje repercutirão gradualmente num horizonte de tempo futuro, que no caso brasileiro é definido pela autoridade monetária como de 6 a 9 meses.

anteriormente, esse impacto é relativo, pois se dará ao longo do tempo e não de uma vez só.

A segunda parte do modelo estrutural que direciona a política econômica de combate a inflação no Brasil é composta por uma Curva de Phillips modificada, a equação 2 procura determinar o log da inflação presente ( $\pi_t$ ), dado o comportamento de um conjunto de variáveis reais e expectativas.

$$2) \pi_t = \alpha_1 \pi_{t-1} + \alpha_2 E_t(\pi_{t+1}) + \alpha_3 \pi_{t-2} + \alpha_4 h_{t-1} + \alpha_5 \Delta(p_t^F + e_t) + \varepsilon_t^n$$

Onde:

$\pi$	log da inflação	$h$	log do hiato do produto
$p^F$	log do índice de preços ao produtor externo	$e$	log da taxa de câmbio
$\Delta$	operador de primeira diferença	$E_t(\ )$	operador de expectativa, condicional à informação disponível em t
$\varepsilon_n$	choque de oferta		

Ao analisarmos a equação (2) da Curva de Phillips modificada, podemos observar que das variáveis que compõe o modelo, o hiato do produto ( $h$ ) e a taxa de câmbio nominal ( $e_t$ ), são as variáveis de política econômica direcionada. As demais variáveis que determinariam o nível geral de preços são variáveis exógenas e estão fora do controle da política econômica.

Com relação ao hiato do produto, já discutimos anteriormente sua determinação e sua resposta à política econômica, neste caso, nos resta entender a função da taxa de câmbio nominal sobre o modelo.

A taxa de câmbio nominal tem uma relação forte com a inflação brasileira, antes e depois da política de ancoragem do câmbio, no modelo estrutural orientador das políticas do BCB, a taxa nominal de câmbio ( $e_t$ ) é parte componente da taxa de câmbio real ( $p_t^F + e_t$ ), aqui tomada como a ponderação da taxa de câmbio nominal doméstica pelo nível de preço ao produtor externo.

Após a adoção do regime de metas de inflação no Brasil, a política econômica relegou à variável cambial um comportamento neutro, como veremos a seguir, embora não haja uma política cambial ativa e direcionada ao controle dos preços internos, essa variável é chave à determinação do nível de preços doméstico e merece especial atenção das medidas de política econômica do BCB.



A terceira parte do modelo estrutural utilizado pelo BCB para guiar as decisões de política monetária sob o regime de metas inflacionárias, procura identificar as variáveis que afetam a taxa de câmbio nominal. Esta parte do modelo está diretamente relacionada ao alto grau do efeito *pass-through* das economias emergentes e se mostrou crítico para o controle inflacionário durante o ano de 2002, ou seja, o quinto parâmetro ( $\alpha_5$ ) da equação (2), tem um enorme peso sobre a evolução dos preços domésticos.

Sendo assim, é importante identificar como o BCB enxerga o *modus operandis* das flutuações cambiais.

$$3) e_{t+1} - e_t = i_t - i_t^F - x_t$$

Onde:

$e \rightarrow$  log da taxa de câmbio

$i \rightarrow$  log da taxa de juros doméstica

$i^F \rightarrow$  log da taxa de juros externa

$x \rightarrow$  log do prêmio de risco

A equação (3) nos diz o seguinte: a diferença entre a taxa de câmbio nominal presente e a taxa esperada para o período seguinte, depende da diferença entre as taxas de juros doméstica e internacionais, descontado o prêmio de risco país. Se aumentar a taxa de juros doméstica ( $i_t$ ) e tudo mais permanecer constante, espera-se que no futuro haja uma taxa de câmbio menor que a atual, pois os maiores juros brasileiros atrairiam mais divisas externas ao mercado financeiro nacional e o aumento da oferta de divisas fariam com que a moeda doméstica se apreciasse.

Caso haja um aumento do risco país ( $x_t$ ), tudo mais constante, a taxa de câmbio nominal esperada cairia, haveria uma desvalorização da moeda doméstica, isto porque, o aumento do risco país sem a devida correção da taxa de juros brasileira desestimularia os investidores a entrar no mercado financeiro brasileiro e estimularia os investidores com aplicações no Brasil a reconsiderar suas posições em favor de economias onde os ganhos compensassem os riscos.

Percebe-se que a taxa de câmbio é uma variável passiva na equação, dependente da diferença entre a taxa de juros reais doméstica e externa que atrai ou

repele o capital financeiro, dado um fator de risco constante. Logo, uma política monetária que eleve a taxa de juros reais doméstica acima das taxas de juros reais externas, descontada a taxa de risco do país, haverá uma entrada líquida de capitais financeiros e, tudo mais constante, pressionará para a valorização da moeda nacional.

Por outro lado, a taxa de juros é uma variável definidora da taxa esperada de inflação segundo o modelo do Banco Central, uma queda no valor da taxa de câmbio ( $e$ ), que representa uma valorização nominal da taxa de câmbio, contribui para a redução da inflação esperada, conforme observada na equação 2), .

$$2) \pi_t = \alpha_1 \pi_{t-1} + \alpha_2 E_t(\pi_{t+1}) + \alpha_3 \pi_{t-2} + \alpha_4 h_{t-1} + \alpha_5 \Delta(\rho_t^f + e_t) + \varepsilon_t^n$$

Assim, a valorização da taxa de câmbio contribui para a queda das expectativas de inflação futura e, embora seja condicionada a política monetária, contribui com a política de metas de inflação.

### 3.1.1 Evolução da Inflação Brasileira sob o Regime de Metas de Inflação

O Índice de Preços ao Consumidor Amplo do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IPCA/IBGE), é o índice de inflação oficial do Governo, utilizado para acompanhar os resultados da política de metas de inflação.

A meta estabelecida segue o ano calendário e fica sob a responsabilidade do Banco Central do Brasil (Bacen) utilizar-se de seus instrumentos de política monetária para atingir tal meta anunciada. A meta para a taxa Selic é decidida em reuniões do Copom que acontecem a cada 45 dias.

Na tabela abaixo observa-se a evolução do regime de metas de inflação do Brasil de 1999 a 2010 com a meta estabelecida seus limites aceitáveis e a inflação verificada (IPCA).

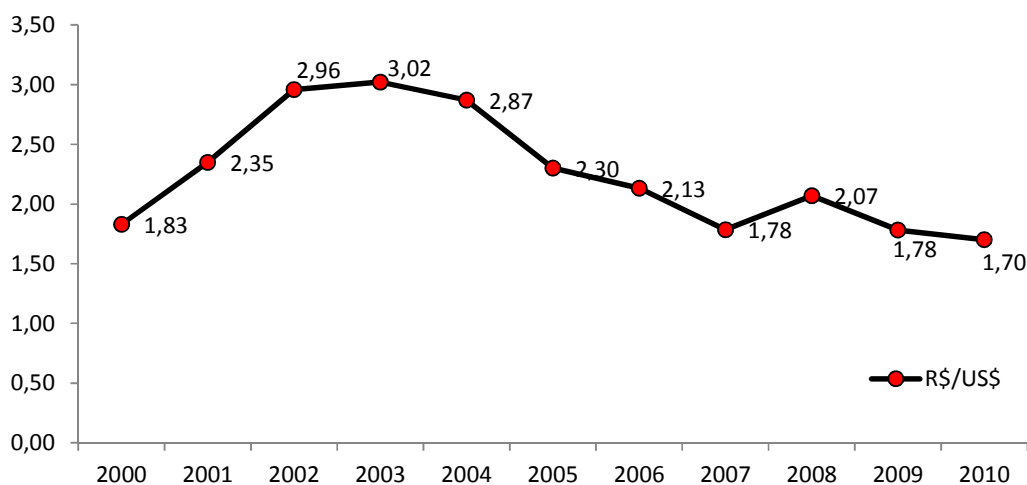
Tabela 4 - METAS DE INFLAÇÃO E INFLAÇÃO NO BRASIL - 1999 A 2014

Ano	Centro da Meta (%)	Limites Inferior e Superior (%)	Meta Ajustada (%)	Verificado IPCA (% a.a.)	O IPCA manteve-se entre os limites?
1999	8,00	6 – 10	-	8,90	SIM
2000	6,00	4 – 8	-	6,00	SIM
2001	4,00	2 – 6	-	7,70	NÃO
2002	3,50	1,5 – 5,5	-	12,50	NÃO
2003	3,75	1,25 – 5,5	8,5	9,30	NÃO
2004	3,75	1,25 – 6,25	5,5	7,60	NÃO
2005	4,50	2 – 7	5,1	5,69	SIM
2006	4,50	2,5 – 6,5	-	3,14	SIM
2007	4,50	2,5 – 6,5	-	4,46	SIM
2008	4,50	2,5 – 6,5	-	5,90	SIM
2009	4,50	2,5 – 6,5	-	4,31	SIM
2010	4,50	2,5 – 6,5	-	5,91	SIM

FONTE: Elaboração própria com base em BCB (2014)

O resultado geral da adoção do Regime de Metas de Inflação no Brasil até o ano de 2010 foi positivo, dos doze anos observados na Tabela 4, apenas em 4 anos a inflação do ano, de janeiro a dezembro, ficou acima do teto da meta estabelecida, anos de intensa valorização do câmbio que provocou um forte efeito de transmissão dos custos externos para os preços internos.

GRÁFICO 4 – TAXA DE CÂMBIO NOMINAL R\$/US\$(a)



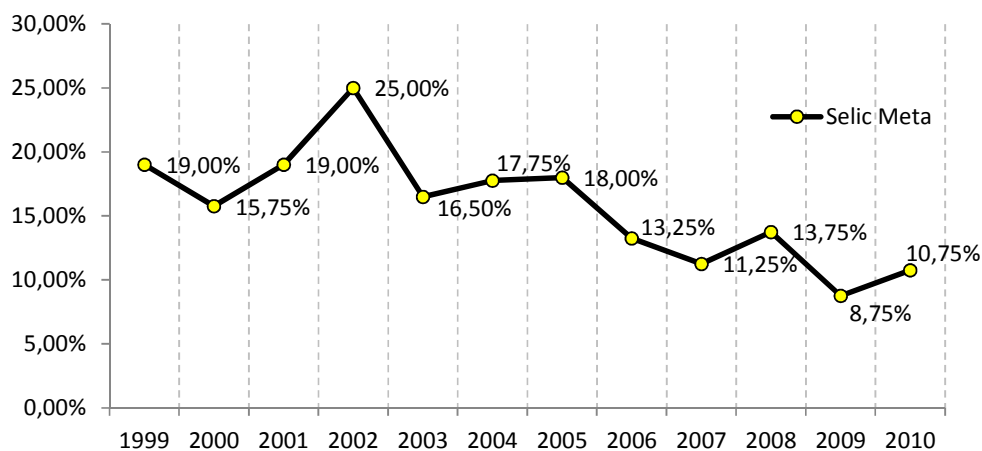
FONTE: BCB *in* IPEADATA (2015)

Nota: <sup>a)</sup> Taxa média do ano, obtida a partir das taxas médias de cada mês.

A taxa de câmbio nominal entre o Real e o dólar sofreu uma forte alta entre os anos 2001 e 2003, mantendo-se elevada até o ano de 2004. Esta desvalorização nominal do câmbio e seu efeito *pass-through* para a economia brasileira é apontada como motivo para o não cumprimento das metas para a inflação nos anos de 2001, 2002, 2003 e 2004, obstante os esforços fiscais e as elevadas taxas de juros praticadas nestes quatro anos.

A Taxa Selic definida como meta pelo Comitê de Política Econômica (COPOM) do Banco Central do Brasil foi elevada bruscamente nos anos de 2001 e 2002 para conter a elevação da inflação provocada pela desvalorização da moeda brasileira, conforme esperado pela equação das expectativas futuras de inflação perante o aumento da taxa de câmbio.

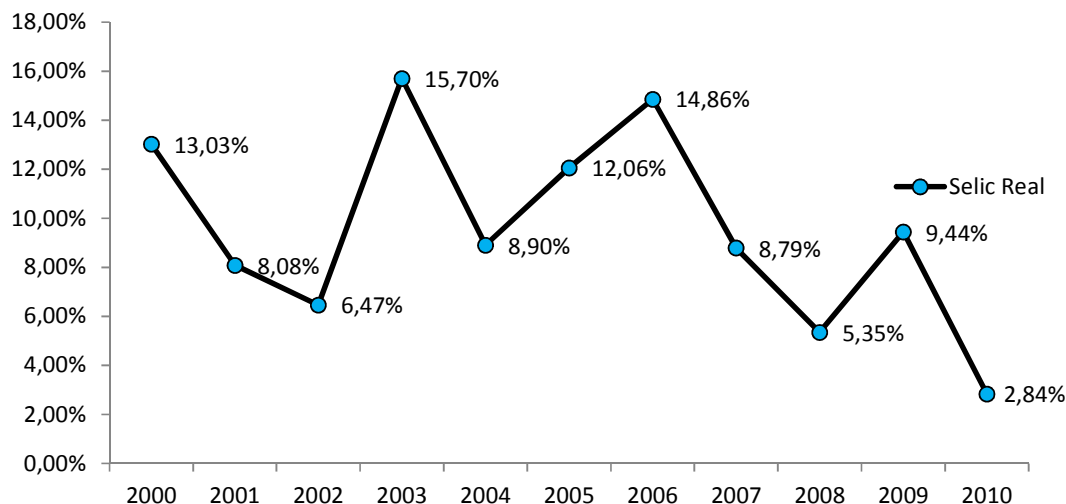
GRÁFICO 5 – TAXA SELIC META ANUAL – COPOM/BCB<sup>(a)</sup>



FONTE: BCB (2014)

Nota: <sup>a)</sup> Taxa da Meta Selic vigente em dezembro de cada ano.

Observando o Gráfico 5 percebe-se que após a elevação da meta para a Taxa Selic, nos anos de 2001 e 2002, houve uma tendência decrescente para a Selic, com um mínimo de 8,75% no ano de 2009, tendência está que também se verificou para a taxa real de juros no período, mas, com menor intensidade e alinhamento.

GRÁFICO 6 – TAXA SELIC REAL (META SELIC– IPCA)<sup>(a)</sup>

FONTE: BCB (2014) e IBGE in IPEADATA (2014)

Nota: <sup>a)</sup> Taxa da Meta Selic vigente em dezembro de cada ano e IPCA acumulado de janeiro a dezembro de cada ano.

O Gráfico 6 revela que a taxa real de juros básica da economia oscilou fortemente no período entre os anos de 2000 e 2010, contudo, os valores reais de juros em 5 anos ficaram acima de 10% ao ano e, somente no ano de 2010 ficou abaixo de 5%.

Esta elevada taxa de juros reais, descontado o risco cambial e o risco país, pode ter representado um atrativo para a entrada de capitais estrangeiros para aplicações financeiras no Brasil, elevando a entrada de capital em carteira e assim, elevado a oferta de divisas internacionais no mercado de câmbio brasileiro e favorecendo o movimento observado no Gráfico 4 de valorização da taxa nominal de câmbio no Brasil.

### 3.2 A POLÍTICA MONETÁRIA NO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO

Segundo Mendonça (2001) existem cinco canais de transmissão da política monetária que são usualmente utilizados por Bancos Centrais sob o regime de metas de inflação: taxa de juros; preço dos ativos; expectativas inflacionárias; crédito e a taxa de câmbio. No Brasil os mais representativos são: taxa de juros; expectativas inflacionárias e a taxa de juros.

O primeiro canal, o da taxa de juros, impactaria sobre a inflação da seguinte forma: um aumento da taxa nominal da taxa de juros, elevaria a taxa real de juros (assumindo certa rigidez dos preços); O empresário então compara a “nova” taxa real com a eficiência marginal do capital, caso a taxa seja mais atraente que o retorno do seu investimento na produção, o empresário não investe o que reduz a demanda agregada, gerando queda no produto e por fim o desaquecimento da economia a redução da inflação. (Noronha, 2007)

O segundo mecanismo, expectativas inflacionárias, depende da credibilidade e confiança que os agentes depositam no Banco Central. Ocorre após uma alteração da política monetária, caso seja uma política restritiva os agentes acreditam no desaquecimento da economia o que sustenta expectativas de menores taxas de inflação no futuro.

Por fim, há o efeito sobre a taxa nominal de câmbio, a variação da taxa de juros doméstica pode alterar a direção dos fluxos de capitais financeiros que entram e saem de uma economia, dado o diferencial da taxa de juros nacional e internacional e considerando algum grau de mobilidade de capitais.

Assim, uma elevação da taxa de juros na economia, por meio dos efeitos de transmissão da política monetária sobre o câmbio, causa uma valorização da taxa de câmbio nominal.

A taxa de câmbio é uma variável significativa na transmissão de política monetária, em países em desenvolvimento o câmbio assume papel ainda mais importante dada sua maior volatilidade e repasse cambial para os demais preços da economia.

Noronha (2007, p. 24) ao citar Taylor (1995), adverte que “de acordo com a paridade da taxa de juros, deve existir uma relação negativa entre a taxa de juros e a taxa de câmbio”. Logo, um a política monetária restritiva levaria a taxa de câmbio a valorizar-se como forma de equalizar o retorno das moedas local e estrangeira.

De acordo com Noronha (2007), a previsão da inflação e a transmissão da política monetária via mecanismo cambial podem ser afetadas das seguintes maneiras:

- (i) grandes desvalorizações podem fazer com que as previsões de inflação não se concretizem, tornando os efeitos de políticas monetárias passadas inócuos;
- (ii) movimentos na taxa de câmbio podem ser independentes da política monetária, interferindo no funcionamento do mecanismo cambial; e
- (iii) por mensurarem sua riqueza em dólares, os agentes econômicos

podem ser estimulados, através do efeito riqueza de uma valorização cambial, a despender mais ao invés de menos, como previsto. (NORONHA, 2007, p. 25)

Segundo Noronha (2007), o efeito direto do câmbio sobre a inflação ocorre pela mudança nos preços dos bens e serviços transacionados com o mercado externo. Já os efeitos indiretos ocorrem pelo canal do barateamento ou encarecimento dos insumos importados (que não entram diretamente nos IPC's) e pela substituição de bens domésticos por bens importados.

Desta forma valorizações nas taxas de câmbio favorecem importações, aumentam a concorrência e auxiliam no controle da inflação; desvalorizações nas taxas de câmbio favorecem as exportações tornando as empresas mais “competitivas”, mas podem causar tensões inflacionárias caso as desvalorizações perdurem por um longo período de tempo.

Noronha (2007) ressalta, com base nos estudos de Goldfajn e Werlang (2000), que o repasse cambial para a inflação não ocorre de forma homogênea e imediata, para alguns bens e setores ela é maior e para outros esse repasse é menor, mas, o efeito total de um movimento na taxa cambial sobre a inflação cresce com o tempo e seu efeito máximo ocorre após um ano.

Além dos efeitos diretos e indiretos do câmbio sobre a inflação discutidos anteriormente, um outro efeito especificamente pode ser observado no Brasil: a relação entre a taxa de câmbio e os preços administrados<sup>9</sup>. Esses preços no Brasil são reajustados pelo índice IGP-M<sup>10</sup> que são muito mais sensíveis às oscilações cambiais, dado o peso da participação dos preços no atacado no índice.

### 3.3 A TAXA DE JUROS E A TAXA DE CÂMBIO NO BRASIL

Como visto nas seções anteriores, o Regime de Metas de Inflação implantado no Brasil relaciona a taxa esperada de inflação ao hiato de produto, ou seja, a diferença entre a oferta e a demanda interna e os preços relativos

---

<sup>9</sup> Segundo o BCB (2014, p. 2), “preços administrados referem-se aos preços que são insensíveis às condições de oferta e de demanda porque são estabelecidos por contrato ou por órgão público”.

<sup>10</sup> Índice Geral de Preços de Mercado: Corresponde a soma ponderada de outros três índices de inflação – IPA (60%); IPC (30%); INCC (10%).

domésticos e externos que sofrem impactos da produtividade dos fatores e da taxa de câmbio.

A taxa de câmbio entra no modelo de Metas de Inflação com sinal positivo, ou seja, quanto menor a taxa de câmbio (mais valorizada), menor tende a ser a inflação esperada se as demais variáveis do modelo permanecerem constantes, o contrário é verdadeiro, uma elevação da taxa de câmbio, *ceteris-paribus*, eleva as expectativas de inflação futura.

Haveria, portanto, uma vontade, mesmo que velada, da autoridade monetária responsável pela condução do Regime de Metas de Inflação, para manter a taxa de câmbio valorizada ou para evitar sua desvalorização, caso as demais variáveis do modelo não abram espaço para sua elevação sem comprometer o cumprimento da meta de inflação futura.

Por outro lado, há uma relação entre a taxa de juros doméstica e a taxa de câmbio, analisado no Modelo Mundell-Fleming, desenvolvido em meados da década de 1960 a partir dos trabalhos de J. Marcus Fleming e Robert Mundell.

Segundo Noronha (2007, p.51), “o modelo Mundell-Fleming incorpora a abordagem do mercado dos ativos para a determinação da taxa de câmbio sob regime de câmbio flexível”, por meio do modelo é possível determinar os efeitos da política monetária sobre a taxa de câmbio, se esta for flutuante, na ocorrência de livre mobilidade de capitais.

Tendo em vista que a partir de 1999 o Brasil abandonou o regime de câmbio fixo com flutuações controladas dentro de bandas e adotou o câmbio flutuante com algum grau de intervenção indireta da autoridade monetária, flutuação suja, no mesmo ano em que adotou o Regime de Metas para Inflação, cuja principal variável de controle da inflação é a taxa básica de juros da economia. Assim sendo, o modelo Mundell-Fleming é um importante instrumento para a compreensão dos impactos da política monetária adotada no Brasil sobre a taxa de câmbio.

### 3.3.1 O Equilíbrio do Balanço de Pagamentos e a Taxa de Câmbio

Segundo Blanchard (2011), a premissa básica do Modelo Mundell-Fleming é que há um nível de taxa de juros que equilibra o mercado de moeda (LM), o Mercado de Bens (IS) e o Balanço de Pagamentos (BP = 0) numa economia.



Para obter a relação entre a taxa de juros da economia e a taxa de câmbio, é preciso analisar a equação de equilíbrio do Balanço de Pagamentos, conforme sugere RIVERA-BATIZ (1994).

$$(4) BP = X_0 + eX - M_0 - mY + F_0 + f(r - r^*)$$

Onde, “ $X_0$ ” é o nível das exportações que não dependem da taxa de câmbio, “ $e$ ” é a taxa de câmbio, “ $X$ ” são as exportações geradas a cada nível de taxa de câmbio, “ $M_0$ ” é o nível das importações que independe da Renda interna, “ $m$ ” é propensão marginal a importar da Renda “ $Y$ ”, “ $F_0$ ” é o fluxo de capitais que não depende do diferencial de taxas de juros doméstica e externa, “ $f$ ” é a quantidade de capital financeiro que entra ou sai da economia em função do diferencial entre a taxa de juros doméstica “ $r$ ” e a taxa de juros internacional de maior segurança “ $r^*$ ”.

Assim, a taxa de câmbio pode ser obtida pela seguinte equação:

$$(5) e = \frac{M_0 - X_0 + mY - F_0 - f(r - r^*)}{X}$$

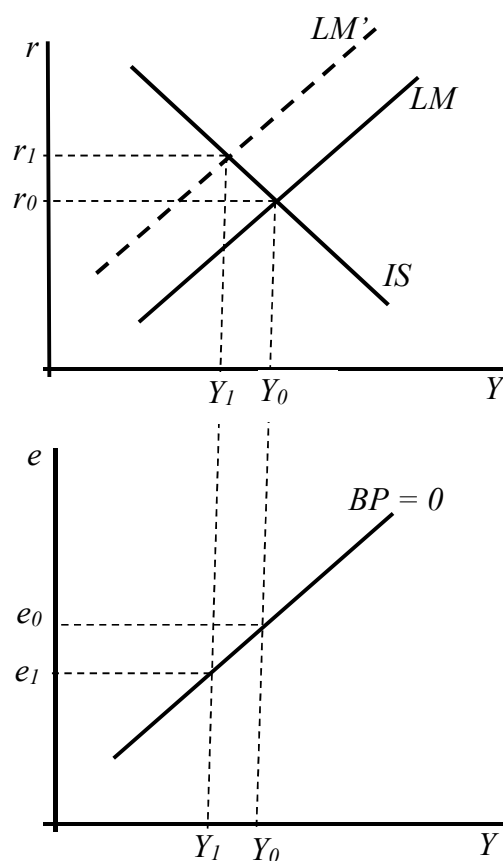
A equação 5 é elucidativa, um aumento nos valores das variáveis com sinal positivo ( $M_0 + mY$ ), elevam a taxa de câmbio, *ceteris-paribus*, provocam a desvalorização da moeda nacional, bem como, uma redução nos valores das importações (autônomas e dependentes da renda), irão pressionar para a valorização da moeda nacional.

Os componentes com sinal negativo e o valor das exportações condicionadas à taxa de câmbio, tem impacto inverso sobre a taxa de câmbio, quando seus valores aumentam, *ceteris-paribus*, haverá uma pressão para reduzir o valor de “ $e$ ”, logo, valorizar o câmbio e quando seus valores se reduzem a taxa de câmbio sofre pressão se desvalorizar.

O elemento chave desta análise é o componente “ $f(r - r^*)$ ”, que determina o fluxo de capitais financeiros em função do diferencial de taxas de juros doméstica e da opção de menor risco no mercado internacional. Como este componente entre na equação com sinal negativo, sua elevação, tudo mais constante, irá provocar uma elevação da entrada de capitais financeiros no país na ordem do coeficiente “ $f$ ”, elevando o valor de “ $e$ ” que é a valorização da moeda nacional.

A equação da taxa de câmbio revela que a política monetária, além dos impactos esperados no equilíbrio do mercado de bens e de moeda (IS-LM), também altera a taxa de câmbio que equilibra o Balanço de Pagamento, caso provoque uma variação do hiato entre as taxas de juros domésticas e externa ( $r - r^*$ ), como um efeito colateral da variação da taxa de juros. Assim como, alterações na taxa de risco país irão afetar o valor do coeficiente “ $f$ ”, quando menor o risco do país, maior será a quantidade de divisas externas entrando ou saindo do país para qualquer oscilação em “ $r - r^*$ ”, logo, maior é a mobilidade do capital financeiro.

FIGURA 1 – IMPACTOS DA POLÍTICA MONETÁRIA SOBRE A TAXA DE CÂMBIO

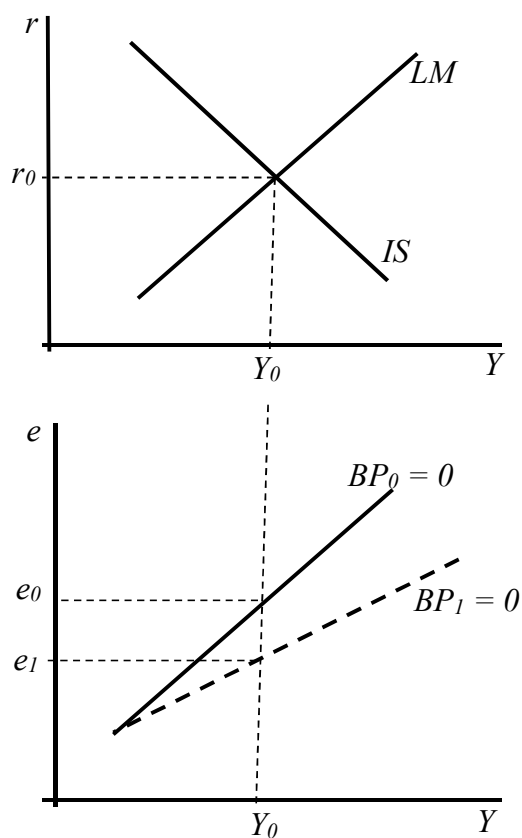


A Figura 1 representa graficamente os impactos de uma política monetária contracionista que eleva a taxa de juros real na economia, além dos impactos sobre o produto ( $Y$ ) que se contrai, haverá também os impactos sobre a taxa de câmbio

que equilibrará o Balanço de Pagamentos que se reduz de  $e_0$  para  $e_1$ , o que é uma valorização da taxa de câmbio na economia.

O grau de inclinação da reta BP dependerá da sensibilidade da taxa de câmbio às variações da taxa de juros, logo, o grau de inclinação da reta BP será o valor do coeficiente “ $f$ ”, logo, quanto maior é o grau de mobilidade de capitais, maior tende a ser o valor de “ $f$ ” e, logo, mais horizontal a reta BP será, por outro lado, quanto menor o grau de mobilidade, menor o valor de “ $f$ ” e mais vertical será a reta BP.

FIGURA 2 – IMPACTOS DA VARIAÇÃO DO RISCO PAÍS SOBRE A TAXA DE CÂMBIO

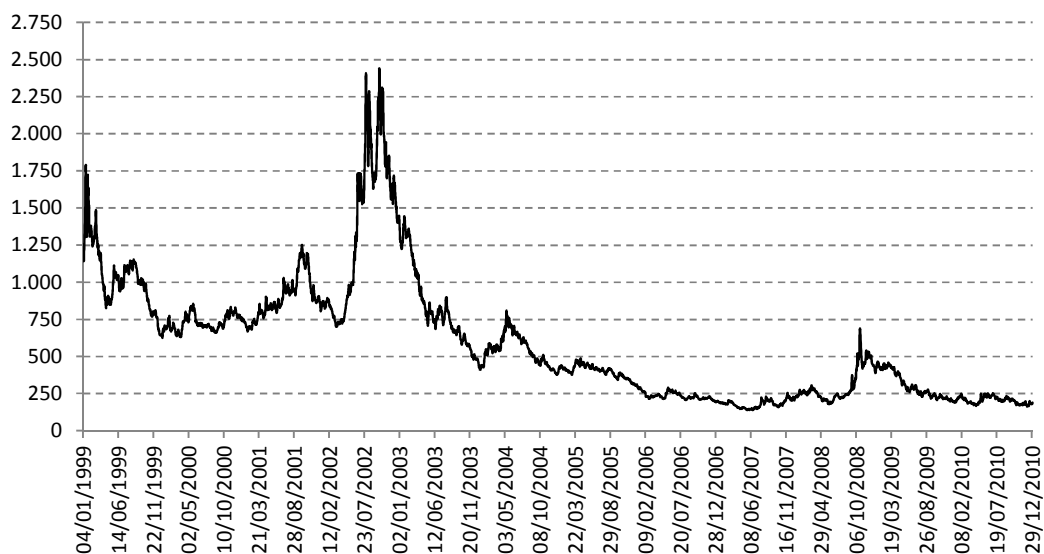


O valor de “ $f$ ” está relacionado, portanto, ao grau de risco do país, quanto menor for o grau de risco, maior tende a ser os valores direcionados para as

economias que oferecem diferenças de rentabilidade positiva perante a opção mais conservadora, logo, de menor risco, no mercado financeiro internacional.

Assim, uma reclassificação do grau de risco país, como uma queda do risco representado pela da Figura 2, feito pelas agências internacionais de *rating*, provoca uma mudança no coeficiente “*f*” e altera o grau de sensibilidade da taxa de juros em relação à taxa de câmbio e, portanto, altera o grau de inclinação da reta BP=0 e, para o mesmo nível de taxa de *spread* de juros internos e externo, haverá uma taxa de câmbio menor, mais valorizada.

Gráfico 7 – RISCO BRASIL: EMBI+ JP MORGAN



FONTE: JP MORGAN in IPEADATA (2015)

O EMBI+ é um índice de risco criado para classificar os países com base no preço de seus bônus (títulos de dívida) emitidos e com circulação no mercado internacional. O EMBI+ revela o diferencial de retornos oferecidos entre os títulos destes países e a oferecida pelos títulos do Tesouro americano, quanto maior for o spread entre os rendimentos, maior é o valor do EMBI+ e maior é o risco país, como a unidade de medida é o ponto-base, a cada dez pontos-base equivalem a um 1% a mais que os países estão pagando em seus bônus, em relação aos títulos do Tesouro americano, para compensar a diferença de risco.

A curva de risco país para o Brasil, conforme descreve o Gráfico 7, cresce fortemente no início da década, motivado pelas incertezas de uma transição política

interna, mas, após o ano de 2003 há uma tendência firme de queda, apenas suspensa, momentaneamente, no final do ano de 2008 em função da Crise Financeira Mundial.

A queda do nível de risco país do Brasil ao longo da década dos 2000 elevaria o coeficiente “*f*” que determina a quantidade de moeda estrangeira que fluiria para o país em função dos diferenciais das taxas de juros internas e externas, atraindo para o país investimentos em carteira e investimentos externos diretos. Logo, esta redução do risco país e a manutenção de elevadas taxas internas de juros reais, conforme revelou o Gráfico 6, deveria motivar uma crescente entrada de capitais estrangeiros no país no período e, assim, contribuiria para a valorização da moeda brasileira.

### 3.4 BALANÇO DE PAGAMENTOS DO BRASIL

A análise do Balanço de Pagamentos do Brasil no período entre 2000 e 2010 pode revelar algumas pistas sobre as condições que propiciaram a evolução da taxa de câmbio no período e, avaliar se as mudanças na percepção de risco país favoreceram a entrada de capitais estrangeiros e se esta entrada foi motivada por condições impostas pela política de estabilização de preços da economia brasileira.

TABELA 5 – BALANÇO DE PAGAMENTO DO BRASIL (US\$ milhões)

Período	Balança Comercial	Serviços e Rendas	Transações Correntes	Conta capital e financeira	Balanço Pagamentos
2000	-697,74	-25.047,84	-24.224,52	19.325,80	-2.261,65
2001	2.650,46	-27.502,52	-23.214,52	27.052,26	3.306,60
2002	13.121,29	-23.147,74	-7.636,62	8.004,42	302,08
2003	24.793,92	-23.483,22	4.177,28	5.110,94	8.495,65
2004	33.640,54	-25.197,65	11.679,23	-7.522,86	2.244,02
2005	44.702,87	-34.275,99	13.984,65	-9.464,04	4.319,46
2006	46.456,62	-37.120,35	13.642,60	17.021,06	30.569,11
2007	40.031,62	-42.509,88	1.550,73	89.085,59	87.484,24
2008	24.835,75	-57.251,64	-28.192,02	29.357,08	2.969,07
2009	25.289,80	-52.929,58	-24.302,26	71.300,60	46.650,98
2010	20.146,85	-70.321,51	-47.273,10	99.911,77	49.100,50
<b>Totais</b>	<b>274.972,031</b>	<b>-418.787,96</b>	<b>-109.808,56</b>	<b>349.182,637</b>	<b>233.180,104</b>

FONTE: Elaboração própria com base em dados do IPEADATA

O saldo do balanço de pagamentos, consiste na soma dos saldos das Transações Correntes e dos Saldos da Conta Capital e Financeira de país, conforme apresentado na Tabela 5. A conta de transações correntes é o resultado da soma do saldo da balança comercial, serviços e renda e transferências correntes.

A balança comercial é o saldo das exportações menos as importações e a conta de serviços e rendas, registra os saldos dos recebimentos menos os pagamentos de serviços e os fluxos de pagamentos e recebimentos de rendas diversas.

As somas dos saldos das contas do Balanço de Pagamentos entre 2000 e 2010 revelam que no período, não obstante um forte crescimento das exportações no início do período e uma soma de saldos da Balança Comercial próxima a 275 bilhões de dólares, o saldo das Transações Correntes foi negativo em quase US\$ 110 bilhões devido aos crescentes déficits da conta de Serviços e Rendas que somaram quase 419 bilhões de dólares de déficit no período.

Quanto ao balanço da conta de serviços e rendas, Cano (2012) destaca:

o câmbio barato estimula os gastos de vários tipos de serviços. Os gastos líquidos em serviços (turismo, aluguel de filme, serviços de engenharia, serviços de transporte internacional, serviços financeiros etc.) saltaram de – US\$ 8,3 em 2005, para -US\$ 37,9 bilhões em 2011.

O câmbio barato e a baixa oportunidade de investimentos geram efeitos ainda piores na conta de rendas, fazendo com que diminuam os reinvestimentos e aumentem as remessas de lucros e dividendos. Os números também são assustadores: seu déficit, que em 2005 somou – US\$ 26 bilhões salta em 2010 e 2011, respectivamente, para – US\$ 39,6 bilhões e – US\$ 47,3 bilhões. Assim, serviços e rendas somaram em 2011 – US\$ 85,2 bilhões. Como se sabe, a soma algébrica do balanço de serviços e do balanço de rendas com a balança comercial indica (aproximadamente) o saldo em transações correntes, que atingiria ao final de 2011, cerca de – US\$ 53 bilhões. (CANO, 2012, p. 13-14)

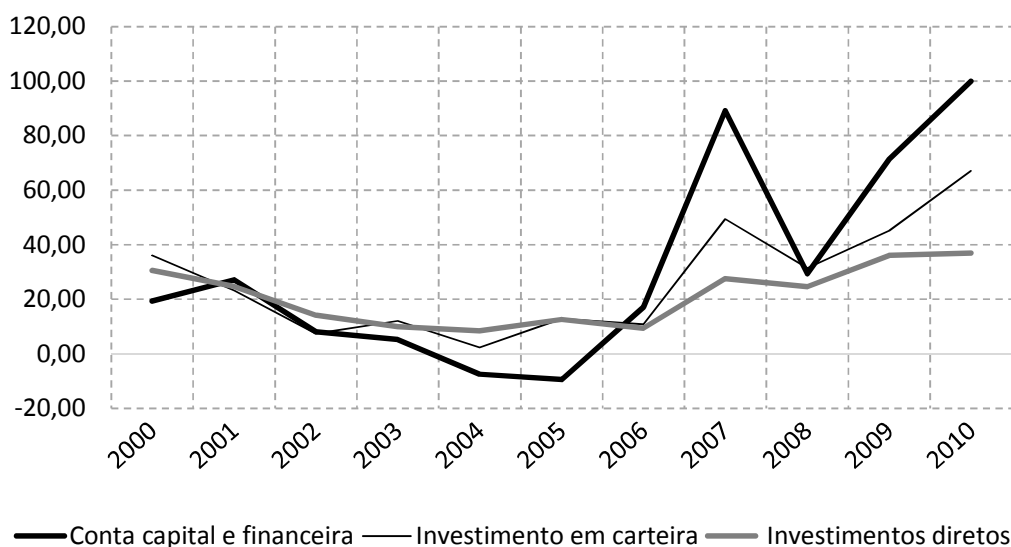
Logo, para fechar o Balanço de Pagamentos, o Brasil neste período deveria contar com entradas de capitais de cerca de 110 bilhões de dólares, total do déficit das Transações Correntes e, neste período, a entrada líquida de capitais, seja de investimentos externos diretos, investimentos em carteira ou empréstimos externos, somou quase US\$ 350 bilhões, mais do que suficiente para cobrir o déficit das Transações Correntes e, portanto, capaz de elevar as reservas internacionais do Brasil.

Cabe investigar as prováveis causas para a forte entrada de capitais estrangeiros no Brasil e verificar se estas entradas, podem ter sido afetadas pela política monetária de combate da inflação.

### 3.4.1 Os Investimentos em Carteira

Os investimentos em carteira são fluxos de capitais que compram ativos financeiros, como títulos de dívida públicos e privados, derivativos, ações ou aplicam em fundos de investimentos de instituições financeiras. Logo, há uma preferência pela liquidez, este tipo de capital tem alta volatilidade ao risco, logo, quando as condições de risco e retorno de uma economia se mostram favorável à obtenção de diferenciais de rentabilidade em relação a economias de mesmo grau de risco, haverá um crescimento dos fluxos de entrada nestas economias, contudo, a partir da percepção de reversão das expectativas de riscos ou da redução das condições de rentabilidade aos riscos, haverá uma tendência a uma forte saída de capitais.

GRÁFICO 8 - CONTA CAPITAL E FINANCEIRA DO BRASIL (US\$ Bilhões)



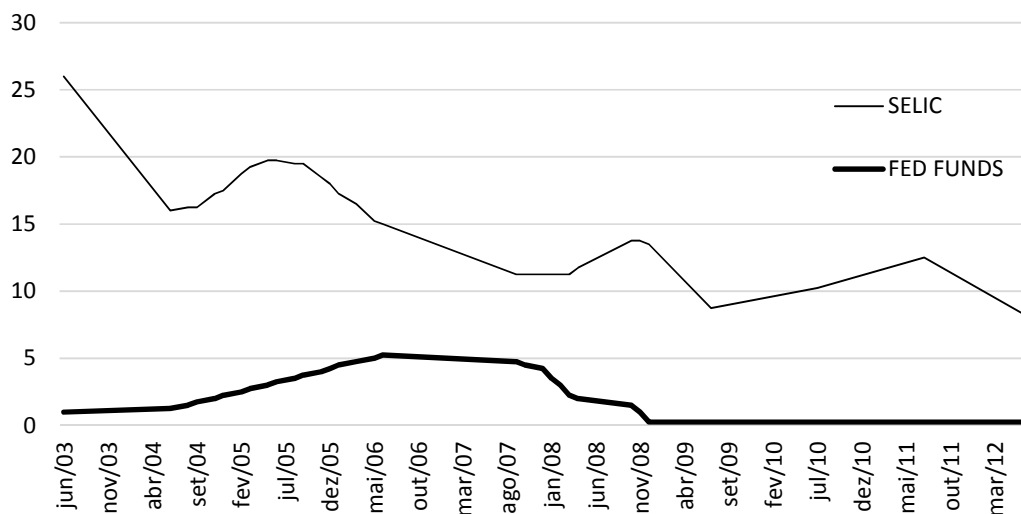
FONTE: BCB *in* IPEADATA (2014)

Esta alta volatilidade é possível perceber no Gráfico 8, entre os anos de 2000 a 2006 há um movimento de fuga de capitais financeiros do Brasil e este fluxo

de saída ocorreu num momento de elevação das taxas nominais de juros internos, mas, a percepção de alto risco associado a transição política anulou completamente a elevada rentabilidade oferecida internamente. Contudo, a partir da reversão das expectativas de risco, observa-se o retorno deste capital num ritmo crescente e acima até do fluxo de IED.

A redução do risco país ao longo dos anos 2000, conforme observado no Gráfico 7, aliado à manutenção de elevados *spreads* entre as taxas domésticas e externas, conforme o Gráfico 9 apresenta, habilitou o Brasil a receber fluxos crescentes de capital financeiro para investimento em carteira a partir de 2007 e esta crescente entrada de divisas internacionais também contribuíram para uma valorização da taxa de câmbio nominal no Brasil no período.

GRÁFICO 9 - TAXA BÁSICA DE JUROS DO BRASIL (SELIC) E ESTADOS UNIDOS (FED FUNDS) – 2003 A 2012



FONTE: Elaboração própria com base nos dados de BCB e Federal Reserve

Percebe-se nitidamente o diferencial entre a taxa de juros doméstica e a taxa norte-americana em termos nominais, no caso do Brasil, é a taxa nominal que interessa ao investidor externo, uma vez que a inflação interna do país onde aloca seus recursos não afetará sua rentabilidade, caso esta inflação não seja corrigida por uma desvalorização cambial, logo, o maior risco do investidor em carteira, depois dos riscos institucionais, é a desvalorização da moeda do país onde os recursos foram alocados.



Para fechar o déficit das transações correntes, a política macroeconômica adotada no regime de metas de inflação, mantém a economia desregulada com juros reais em níveis surpreendentemente elevados, com o objetivo óbvio de atrair capitais externos, os quais, com a volúpia dos juros altos, muito acima dos juros internacionais, entram em maior quantidade do que o necessário. Sendo assim, a origem do acúmulo de reservas torna-se mais financeira do que comercial. (CANO, 2012).

No Brasil, a partir de 2004 a tendência da taxa de câmbio mudou de uma forte desvalorização para uma lenta e consistente valorização da taxa de câmbio brasileira de 2004 a 2010, mesmo com a forte oscilação de 2008, os menores valores da taxa de câmbio foram registrados no ano de 2010 e essa valorização tem como impacto um aumento dos ganhos dos investimentos em carteira no mercado financeiro brasileiro, uma vez que ao entrar no país a moeda estrangeira compra mais Reais e na saída, a mesma quantidade de Reais compram mais divisas estrangeiras.

### 3.5 OS INVESTIMENTOS EXTERNOS DIRETOS (IED)

Segundo a definição do Banco Mundial os investimentos externos diretos são fluxos de capitais que entram numa economia para deter pelo menos 10% do capital de uma empresa. Logo, este capital ao entrar numa economia não está interessado na rentabilidade de juros, seja de curto, médio ou longo prazo, mas na rentabilidade de lucros<sup>11</sup>, assim, ao serem internalizados na economia perdem fortemente seu grau de liquidez, ao se converterem em ativos produtivos específicos.

Logo, o menor grau de liquidez para a saída do IED sob condições de risco adversas, envolve considerações mais complexas das variáveis de risco e retorno, num planejamento de longo prazo, a aversão ao risco para a entrada deste capital tende por isso, a ser mais elevada, contudo, as mudanças nas condições de risco país são menos relevantes para a sua saída, uma vez que a sua reconversão de

---

<sup>11</sup> Exceção ao IED que se destina a compra de participações acionárias de empresas com alto grau de liquidez no mercado de capitais.

ativos específicos em moeda, além de moroso, pode representar grandes perdas de capital.

Assim, os fluxos de IED entre países dependerão, a princípio, da existência de liquidez internacional para ser direcionada para outros mercados que possam oferecer oportunidades de investimentos com taxas de retornos esperadas acima daquelas obtidas nos mercados financeiros e, dentre os mercados receptíveis aos fluxos de IED, os quais apresentam um ambiente institucional e condições de mercado que ofereçam uma avaliação de retorno e risco compatíveis com os interesses dos detentores da liquidez externa.

Assim, algumas variáveis econômicas, sociais e políticas a respeito das economias, poderão impactar sobre as expectativas de risco e/ou de retorno, favorecendo ou não o recebimento de Investimentos Externos Diretos.

Segundo Dunning (1996), é possível dividir os fatores determinantes dos fatores de risco e retorno que afetam os fluxos de IED em fatores do macroambiente, definidos pelas características estruturais, políticas, sociais, etc. do país e em fatores do microambiente, relacionados às características dos mercados, tamanho, grau de concentração e concorrência, taxa de crescimento, etc.

Segundo o Banco Central do Brasil, durante os anos 2000 a 2010 o Brasil recebeu liquidamente cerca de US\$ 234,5 bilhões em Investimentos Externos Diretos, deste total, 53% adentrou o país nos últimos 4 anos da década, evidenciando uma clara mudança da avaliação das condições de recebimento deste tipo de capital por parte dos investidores internacionais.

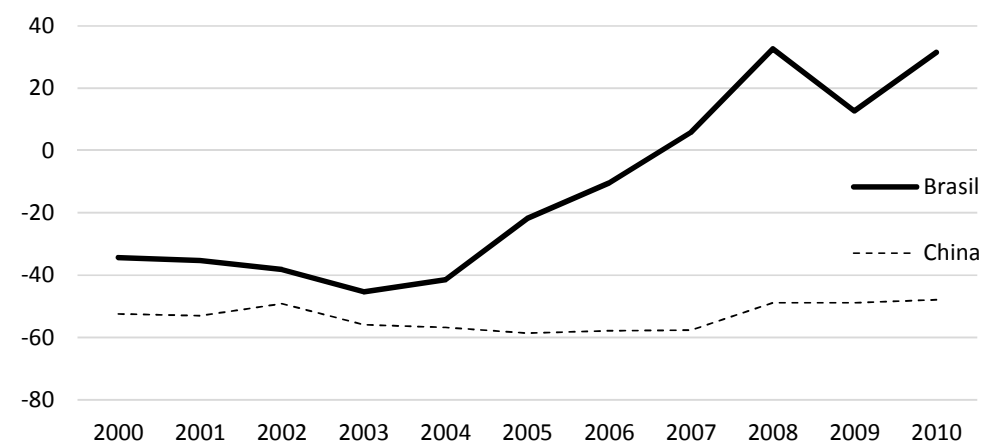
Quanto ao saldo e a série dos IED, Cano (2012), ressalta:

A série histórica do Ambiente Integrado de Desenvolvimento (IDE) no Brasil, feita pelo Banco Central, mostra dados inequívocos: na década de 1980, a participação da indústria de transformação no IDE total girava em torno de 75%; essa cifra cai para cerca de 60% na década de 1990 e flutua entre 30% e 40% a partir de 2001. Ao mesmo tempo, a participação dos serviços sobe e, com eles, a das atividades financeiras. O mais grave, porém, é que a média anual do IDE na indústria, o qual girava em torno de US\$ 17 bilhões na década de 1980, sobe para US\$ 25 entre 1990 e 1995, mas cai fortemente a partir daí para US\$ 8,5 bilhões entre 1996 e 2010. (CANO, 2012, p. 5)

O Gráfico 8 revela que a partir do ano de 2006 os saldos de IED encerram uma tendência de queda e inicia uma tendência de alta constante até o ano de 2010, esta alta se procede com pouca volatilidade e se associa com fatores macro e microambientais favoráveis que neste período a economia brasileira proporciona, dentre elas, a segurança institucional com a garantia de contratos, uma política econômica clara e conduzida com objetivos pré-estabelecidos e com um elevado grau de autonomia, uma decrescente relação dívida/PIB, assim como, uma tendência decrescente da inflação.

Aliado a estes fatores do macroambiente, os fatores de microambiente também apresentaram uma tendência favorável na economia brasileira, como o crescimento do emprego e da renda que ampliou o mercado doméstico, a queda nominal da taxa de juros e a elevação do crédito, favorecendo o crescimento dos mercados de bens duráveis, como de veículos e de imóveis. Todos estes fatores micro e macroambientais favoreceram, portanto, a entrada destes montantes de investimento externo direto e contribuíram para garantir o crescimento da oferta de divisas internacionais no mercado cambial doméstico.

GRÁFICO 10 - TAXA DE CÂMBIO REAL FRENTE AO DÓLAR



FONTE: Elaboração própria com base em dados do FUNCEXDATA

O Gráfico 10 revela claramente uma tendência de valorização da taxa de câmbio no Brasil, que estava desvalorizada em cerca de 40% no início da década perante o dólar americano e no final da década a valorização beirava os 40%. Em comparação, observa-se que a China manteve sua moeda desvalorizada perante o

dólar americano em cerca de 50% ao longo do período.

O aumento na oferta de moeda estrangeira no Brasil provocado pela entrada de investimentos em carteira e dos investimentos externos diretos, contribuiu para aumentar a oferta de divisas externas no mercado de câmbio e, conforme visto no Gráfico 4, causou uma valorização nominal da taxa de câmbio a partir do ano de 2003 quando a taxa de câmbio R\$/US\$ teve uma média de 3,02 para uma média em 2010 de 1,70. Mas, dado a evolução do nível de preços da economia brasileira e da inflação norte-americana neste período, a valorização da taxa de câmbio real também foi elevada, conforme se verifica no Gráfico 10.

### 3.6 BALANÇA COMERCIAL

A Balança Comercial é muito suscetível aos movimentos da taxa de câmbio, uma vez que uma valorização ou apreciação da taxa de câmbio, irá impactar a capacidade de exportar e importar de uma economia. Assim, a análise da Balança Comercial busca verificar o impacto da taxa de câmbio sobre os fluxos de exportações e importações e, no capítulo 4, verificar se os fluxos de exportação estão associados aos fatores cambiais ou a demanda externa.

Entre os anos de 2000 a 2003 as exportações brasileiras cresceram de modo lento e inconstante, mas, entre 2000 e 2010 o crescimento foi de 265% e o crescimento das importações foi de 226%. Os dados da evolução do comércio exterior ao longo desta década, como se pode acompanhar na Tabela 6, evidencia um crescimento *pari-passu* entre as exportações e importações.

Este crescimento do comércio exterior brasileiro de maneira quase homogênea entre os dois fluxos comerciais, a princípio, parece evidenciar que a valorização da taxa de câmbio brasileira perante as principais divisas estrangeiras, não afetou a capacidade de exportação do país e não gerou um problema similar ao da “doença holandesa” no Brasil.

TABELA 6 - BALANÇA COMERCIAL DO BRASIL – US\$ MILHÕES

Período	SALDO B.C.	Importações (FOB)	Exportações
2000	-697,7475	55.783,342	55.085,595
2001	2.650,4670	55.572,176	58.222,643

2002	13.121,2970	47.240,488	60.361,785
2003	24.793,9241	48.290,216	73.084,140
2004	33.640,5407	62.834,698	96.475,238
2005	44.702,8783	73.605,509	118.308,387
2006	46.456,6287	91.350,841	137.807,470
2007	40.031,6266	120.617,446	160.649,073
2008	24.835,7524	173.106,691	197.942,443
2009	25.289,8057	127.704,937	152.994,742
2010	20.146,8579	181.768,427	201.915,285

---

FONTE: Elaboração própria com base nos dados do IPEADATA

No entanto, apenas uma parte das exportações é impactada pela taxa de câmbio, são aqueles produtos no qual a competitividade do país é determinante para conquistar, manter e ampliar mercados externos, como bens manufaturados com diversidade de ofertantes com características de qualidade e preço distintos no mercado externo e, outra parte das exportações, independem da taxa de câmbio, como são as commodities minerais e agrícolas, cuja demanda externa estão associadas ao crescimento da demanda mundial e, todos os países com capacidade de produzir e oferecer tais produtos à cotação internacional, venderão a sua produção a qualquer nível de taxa de câmbio vigente no país de produção.

Desta forma, analisar em detalhe as exportações brasileiras no período, bem como as importações, poderá evidenciar até que ponto a valorização da taxa de câmbio ao longo dos anos 2000 influenciou a composição dos produtos transacionados pelo Brasil.

#### 4 COMPETITIVIDADE EXTERNA DA INDÚSTRIA BRASILEIRA

Esta seção pretende investigar os impactos da valorização cambial sobre a indústria brasileira para verificar a queda da capacidade de competição externa dos produtos industriais brasileiros. Conforme visto anteriormente, as exportações e as importações brasileiras cresceram ao longo da década dos anos 2000, mas, este crescimento pode ter mascarado um efeito de queda das exportações de bens manufaturados de alto valor agregado em detrimento de um crescimento das exportações de commodities sem beneficiamento ou com baixo grau de beneficiamento, assim como, o crescimento das importações brasileiras ocorreu mais no segmento de bens de alta tecnologia e valor agregado e menos em insumos.

A partir da divisão dos produtos industrializados por intensidade tecnológica, procura-se definir se os impactos sobre as exportações industriais brasileiras ocorreram igualmente entre as diferentes classes de produtos. A intensidade tecnológica é definida pelos investimentos em pesquisas e desenvolvimento como proporção do valor da produção, em quatro grupos: alta, média-alta, média-baixa e baixa tecnologias – segundo a metodologia elaborada pela Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) em 1984, conforme sugerido por Negri (2006).

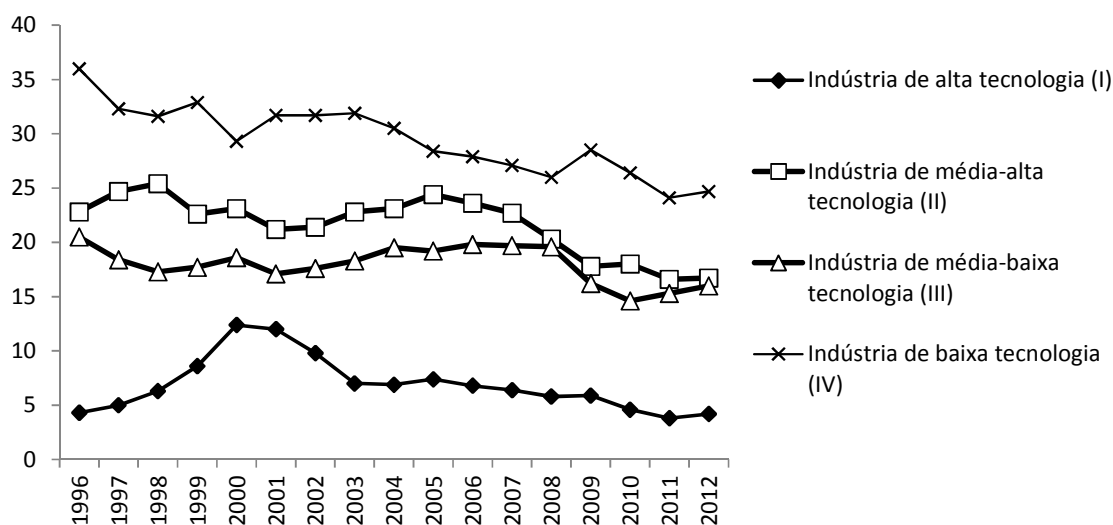
QUADRO 1 - CLASSIFICAÇÃO SEGUNDO A INTENSIDADE TECNOLÓGICA

<b>Intensidade tecnológica</b>	<b>Tipo do produto</b>
Baixa intensidade tecnológica	Produtos manufaturados (não especificados) e bens reciclados, madeira e seus produtos, papel e celulose, alimentos, bebidas e fumo e têxteis, couro e calçados.
Média-baixa intensidade tecnológica	Construção e reparação naval, borracha e produtos plásticos, produtos de petróleo refinado e outros combustíveis, outros produtos minerais não metálicos e produtos metálicos.
Média-alta intensidade tecnológica	Máquinas e equipamentos elétricos, veículos automotores, reboques e semirreboques, produtos químicos, equipamentos para ferrovia e material de transporte e máquinas e equipamentos mecânicos.
Alta intensidade tecnológica	Aeronáutica e aeroespacial, farmacêutica, material de escritório e informática, equipamentos de rádio, TV e comunicação e instrumentos médicos de ótica e precisão.

FONTE: Elaboração própria com base em Negri (2006)

O Gráfico 10 revela que ao longo da década de 1990 houve um aumento das exportações de produtos de alta tecnologia em contrapartida com uma queda das exportações dos produtos industriais de baixa tecnologia, contudo, a partir do ano de 2001 os produtos de alta tecnologia revertem a tendência de aumento na participação da pauta de exportações da indústria para os produtos de média alta e média baixa tecnologia, para, finalmente, no final do período, os produtos de média alta também perderem participação.

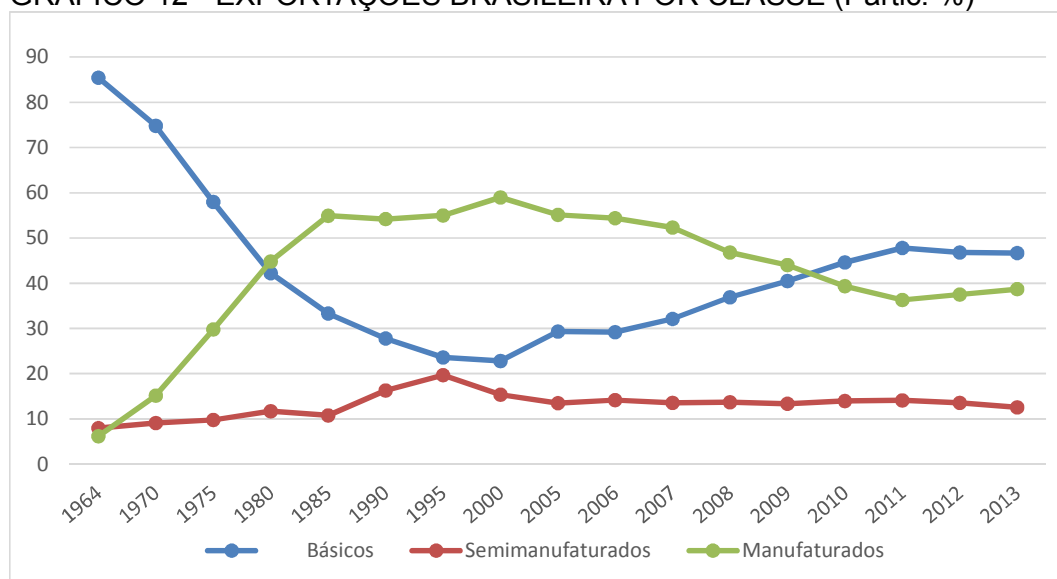
Gráfico 11 - EXPORTAÇÃO BRASILEIRA DOS SETORES INDUSTRIAIS POR INTENSIDADE TECNOLÓGICA (1996 - 2012 EM %)



FONTE: Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio (MDIC).

O desempenho das exportações segundo fator agregado (básicos, semimanufaturados e manufaturados), reforça a avaliação de perda de competitividade do setor industrial como um todo. Conforme se percebe no Gráfico 11, as exportações de bens básicos são em percentual do todo das exportações brasileiras, as mais importantes na pauta de exportação, contudo, essa situação era diferente antes do movimento cambial ocorrido na década dos 2000.

GRÁFICO 12 - EXPORTAÇÕES BRASILEIRA POR CLASSE (Partic. %)



FONTE: Elaboração própria com base em Min. do Desenv. Ind. e Com. (MDIC)

O setor classificado como “Básicos” é caracterizado por possuir baixo valor agregado e baixa transformação na cadeia produtiva. Seu comportamento apresenta um crescimento significativo entre 2000 a 2013.

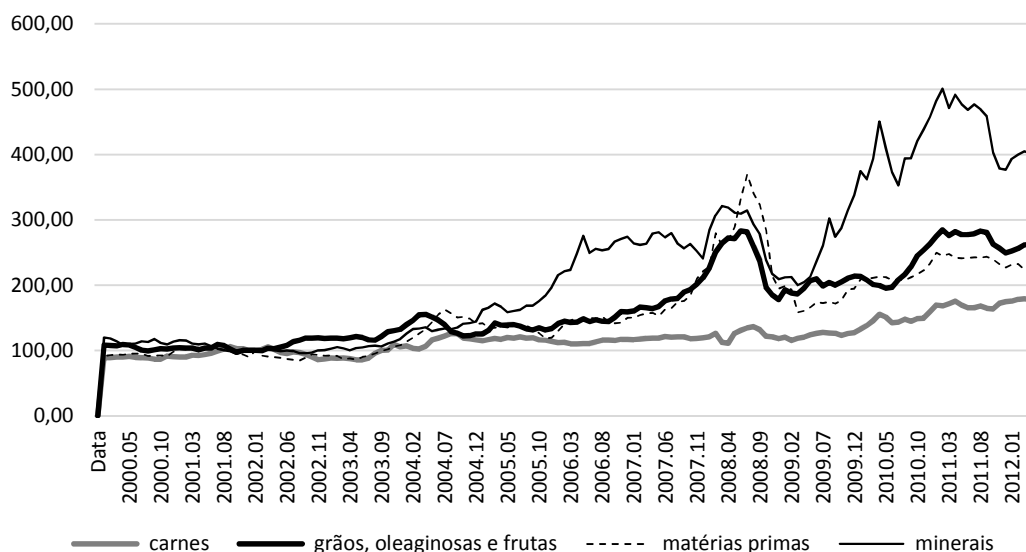
Os produtos manufaturados (alto valor agregado e geralmente maior conteúdo tecnológico) por sua vez vem perdendo espaço para os produtos básicos ao considerarmos o mesmo período, o comportamento dos semimanufaturados segue a mesma trajetória, porém com uma menor representatividade dentro da pauta exportadora.

Conforme exposto no Gráfico 12, nota-se que durante a década dos anos 1990, mais da metade das exportações brasileiras eram de bens manufaturados e, entre as décadas de 1980 e 1990 as exportações de produtos básico (sem manufatura), estiveram acima da participação das exportações de manufaturas.

Porém, ao longo dos anos 2000 percebe-se claramente uma tendência de elevação das exportações de produtos básicos e uma queda das exportações de manufaturas e, no ano de 2010 os produtos básicos retomam a liderança da pauta de exportações brasileiras perdida no ano de 1980.



GRÁFICO 13 - PREÇOS DAS PRINCIPAIS COMMODITIES EXPORTADAS PELO BRASIL



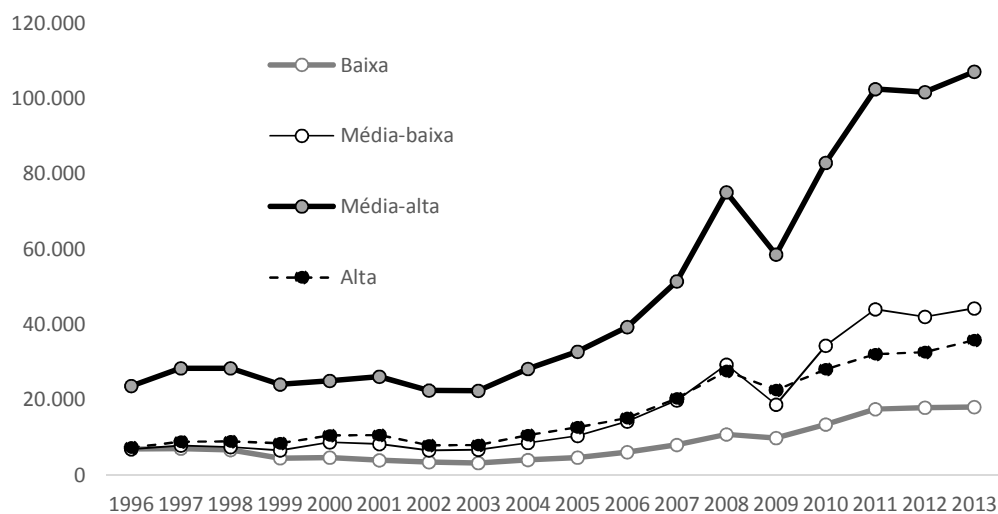
FONTE: Elaboração própria com base em dados do FUNCEXDATA.

O Gráfico 13 revela que os preços das principais commodities da pauta de exportação do Brasil estavam estagnados entre 2000 e 2004, porém, a partir de 2004 os preços delas dobram em dólares antes da crise de 2008, com exceção do preço da carne e os preços dos minerais sextuplicam seus preços até o fim de 2010.

Este movimento dos preços das commodities, principalmente minérios e minério de ferro mais especificamente, explicam em grande parte o desempenho da balança comercial brasileira e, como as exportações destas commodities não estão condicionadas a taxa de câmbio vigente no período, o desempenho comercial das exportações de produtos primários contribuem também para um aumento da oferta de moeda estrangeira no mercado de câmbio brasileiro e para a apreciação da taxa de câmbio.

As importações por seu turno revelam a extrema dependência que o país sofre com relação a produtos de maior valor agregado e conteúdo tecnológico, conforme os dados revelam mais representativas as importações de produtos de média-alta intensidade tecnológica que compreendem máquinas e equipamentos elétricos, produtos químicos, material de transporte entre outros.

GRÁFICO 14 – IMPORTAÇÃO DE BENS INDUSTRIAIS POR INTENSIDADE TECNOLÓGICA: BRASIL (US\$ Milhões)



FONTE: Elaboração própria com base nos dados da FuncexData

O Gráfico 14 revela que as importações de produtos industriais que mais crescem no Brasil são as de produtos com média-alta intensidade tecnológica, entretanto, as que menos crescem são as de baixa intensidade tecnológica, ao mesmo tempo que são as menos representativas da pauta de importações. Assim, a medida que a indústria brasileira perde seu dinamismo para a produção de bens industriais de alta e média intensidade para exportação, aumenta as exportações destes segmentos de produtos da indústria do resto do mundo.

Os dados apresentados nesta seção sugerem que houve uma queda de competitividade da indústria brasileira, o que pode explicar os dados apresentados na seção 2, onde se constatou que o setor industrial perdeu espaço na geração de produto e de renda na economia brasileira ao longo da década dos anos 2000.

## 5 CONCLUSÕES

A investigação do fenômeno econômico chamado de desindustrialização revelou que, apesar de soar pejorativamente, sob certas condições, é um fenômeno compatível com as fases de desenvolvimento das economias maduras, que marca a transição de uma economia baseada na renda gerada pelas atividades industriais, para uma economia na qual as atividades de serviços assumem o protagonismo na geração de emprego e renda na economia, uma vez que a indústria converteu-se, mediante a intensificação do uso da tecnologia, em um setor de baixa intensidade de trabalho e alta intensidade de capital e tecnologia, onde as economias de escalas reduzem os preços e, portanto o valor do produto industrial, sem contudo, reduzir e até permitir aumentar o *quantum* de produção da indústria.

Entretanto, quando o fenômeno da desindustrialização não acontece em função da transição de uma fase industrial para uma fase de serviços, pode ocorrer uma redução da participação da indústria na economia em função de um retrocesso da lógica normal do desenvolvimento, o que se chamou de reprimarização da economia, um processo no qual as atividades primárias, geralmente associadas à exportação de commodities, crescem e as rendas das exportações impactam sobre a taxa de câmbio, valorizando a moeda nacional e reduzindo a competitividade da indústria internamente estabelecida, levando a uma substituição da produção interna de bens industrial pela importação dos mesmos itens, mais baratos externamente em função da nova realidade cambial do país, esse fenômeno foi diagnosticado como “doença holandesa”.

Finalmente, a desindustrialização pode ocorrer pela valorização da taxa de câmbio do país, sem contudo, essa valorização do câmbio estar associada exclusivamente ao desempenho de um setor primário exportador, mas, pode acontecer em virtude de uma valorização cambial derivada de fluxos de capitais financeiros ou produtivos que adentram em uma economia para aproveitar-se de diferenças de juros domésticos em relação a rentabilidades comparativas externas, ou entrar em busca de aquisições ou criação de empresas em função de condições de crescimento do mercado interno atraentes à obtenção de rentabilidade de lucros.

A investigação sobre a desindustrialização do Brasil durante a década dos anos 2000 converge para um mix de causas, uma vez que a taxa de juros doméstica

esteve durante todo o período, acima das taxas de juros internacionais de referências, neste período também ocorreu um forte movimento de inversão de capitais produtivos na economia, bem como, foi um período de elevação dos preços das principais *commodities* internacionais, de modo que as exportações de bens primários foram os que mais cresceram no período.

A análise sobre a influência do regime de metas de inflação implantado no Brasil, sobre a taxa de câmbio é compatível com a teoria do equilíbrio do balanço de pagamentos com imperfeita mobilidade de capitais e taxas de câmbio flutuante. A investigação constatou que a condução do regime de metas de inflação no Brasil, embora tenha permitido uma queda constante nas taxas nominais de juros e, por consequência, do *spread* entre os juros domésticos e externos, ainda é muito elevada quando comparada internacionalmente, resultando em uma forte e crescente entrada de capitais financeiros para investimento em carteira no Brasil entre os anos de 2004 e 2010, com um repique de baixa apenas em 2008 por causa dos efeitos de liquidez internacionais provocados pela crise financeira daquele ano.

Logo, constata-se que a queda do diferencial de rentabilidade financeira interna em relação a externa foi compensada pela queda constante e forte da taxa de risco país do Brasil, essa queda não afetou somente a predisposição dos investidores internacionais que buscam rentabilidade financeira, mas, também contribuiu para a elevação dos fluxos de entrada do capital produtivo, os investimentos externos diretos no Brasil cresceram constantemente, em função das melhorias nas condições macroeconômicas internas (crescimento do mercado interno), mas também afetados positivamente pelas novas condições de risco e de estabilidade de preços, alcançados pelo política econômica de regime de metas de inflação e câmbio flutuante.

A relação causa e direta entre a política monetária no regime de metas de inflação brasileiro e a valorização da taxa de câmbio é evidente em função de dois critérios de análise: Primeiramente, porque as taxas de juros internas sempre permitiram *spreads* que, descontado o grau de risco país, ainda tornava o mercado financeiro brasileiro uma boa oportunidade de rentabilidade financeira e, em segundo lugar, porque a queda nominal na taxa de juros ocorrida no período, em aderência a queda da taxa de inflação do país, permitiu o crescimento do consumo interno e tornou o Brasil um destino interessante ao capital produtivo internacional.

A entrada de capitais estrangeiros no Brasil durante a década dos anos 2000, conciliada com o bom desempenho do setor exportador, provocou uma valorização nominal e real da taxa de câmbio, impactando na competitividade das atividades industriais de média-alta e alta intensidade tecnológica; neste período as exportações de produtos básicos cresceu sua participação na pauta das exportações brasileiras, chegando a superar a participação dos bens industriais, fato que não acontecia desde o ano de 1980.

Essa reversão da composição da pauta de exportação brasileira evidencia o forte impacto da taxa de câmbio sobre a competitividade da indústria brasileira no mercado internacional.

Ao mesmo tempo, a pauta de importações teve nos produtos de alta e média intensidade tecnológica um aumento da participação, reforçando a tese de que a indústria brasileira reduz seu tamanho perante a economia e, os setores que mantém-se na nova realidade cambial são os setores tradicionais e menos suscetíveis a concorrência estrangeira.

A desindustrialização brasileira ocorrida na década dos anos 2000 foi acentuada pela política monetária de controle da inflação? A melhor resposta ao problema de pesquisa que se pode oferecer a partir desta investigação é, aparentemente sim, pois a política monetária adotada permitiu elevados *spreads* entre as taxas internas e externa de juros e este diferencial de rentabilidade elevou a entrada de capitais e valorizou a moeda brasileira, bem como, o bom desempenho da condução da política de estabilização de preço por meio do regime de metas de inflação permitiu a redução do risco país e potencializou os efeitos da taxa de juros internos para atrair capital financeiro internacional, bem como, favoreceu a entrada de investimentos externos diretos.

Logo, aceita-se a hipótese de que a política monetária praticada no Brasil, em função do regime de metas de inflação, alterou a capacidade competitiva da indústria brasileira entre os anos de 2000 e 2010.

No entanto, vale ressaltar as limitações deste estudo, pois existem inúmeras variáveis que afetam o câmbio e também a participação da indústria não analisadas neste trabalho. Desta forma, cabe futuros estudos na área, adicionando novas variáveis para reforçar ou refutar a hipótese levantada.

E, quais seriam as possíveis soluções para o problema que se defronta o país?

Primeiramente se faz necessário resolver as questões de políticas econômicas, adotando uma política fiscal mais responsável para que a política monetária não necessite ser tão austera, abrindo espaço para a redução da taxa de juros e conseqüentemente uma possível desvalorização da taxa de câmbio.

O país necessita também de uma política industrial mais ampla, a qual não beneficie apenas determinados setores da economia, como o governo brasileiro vem fazendo nos últimos anos, beneficiando principalmente as montadoras.

Se faz necessário, ainda, criar uma agenda de investimentos para melhorar a infraestrutura do país a qual certamente possibilitaria uma maior competitividade para as empresas brasileiras.

E, por fim, incentivar o desenvolvimento de novas tecnologias apoiando as empresas no quesito P&D, criando desta forma, condições para que o país se insira no comércio internacional de forma mais significativa e com produtos de maior valor agregado, trazendo com isso uma melhora no longo prazo da balança comercial do país.

## REFERÊNCIAS

ARAUJO, E, C. **Nível do câmbio e crescimento econômico**: teorias e evidências para países em desenvolvimento e emergentes – 1980-2007 Texto para discussão nº 1425 IPEA Rio de Janeiro, outubro de 2009.

ARAUJO E. BRITO M. PIMENTEL D., **Regime cambial e mudança estrutural na indústria de transformação brasileira**: novas evidências para o período (1994-2008), Ver. Econ. Polit. vol.32 n.3 São Paulo jul/set. 2012. Disponível em:< <http://dx.doi.org/10.1590/S0101-31572012000300005>> Acesso em: 25 de janeiro, 2013

BARBOSA-FILHO, Nelson (2007). **Inflation targeting in Brazil**: 1999-2006. Disponível em [www.networkideas.org](http://www.networkideas.org). International Review of Applied Economics Vol. 22, No. 2, March 2008, 187–200 paper  
Institute of Economics, Federal University of Rio de Janeiro, Brazil

RIVERA-BATIZ, F. L., e RIVERA-BATIZ, L. A. **International Finance and open Economy Macroeconomics**. 2ª ed. Macmillan, 1994.

BCB. **Preços Administrados**. Diretoria de Política Econômica. Departamento de Relacionamento com Investidores e Estudos Especiais. Disponível em <<http://www4.bcb.gov.br/pec/gci/port/focus/faq%205-pre%C3%A7os%20administrados.pdf>>, acesso em 16/05/2015.

BOGDANSKI, J, TOMBINI, A.A. & WERLANG, S.R. **Implementing Inflation Target in Brazil**. Banco Central do Brasil Working Paper Series, Brasília, n. 1, 2000.

BLANCHARD, O. **Macroeconomia**. 5. ed. Pearson Prentice Hall, São Paulo, 2011.

CAMPOS M. T., RESENDE M. F. C. **Taxa de câmbio real e crescimento econômico**: novos canais de transmissão. Disponível em: < <http://www.anpec.org.br/encontro2009/inscricao.on/arquivos/000-f1b57918aae7f668605c7a986302cb17.pdf>> Acesso em: 10 de março de 2014

CANO, W. **A desindustrialização no Brasil**. Texto para discussão n 200, IE/UNICAMP, Campinas, jan. 2012.

CARNEIRO F. **Estimando a influência da taxa de câmbio sobre os fluxos de comércio exterior brasileiros**. Disponível em:< [http://repositorio.ipea.gov.br/bitstream/11058/3130/1/TD\\_1968.pdf](http://repositorio.ipea.gov.br/bitstream/11058/3130/1/TD_1968.pdf)> Acesso em: 13 de junho, 2014.

CAVALCANTI M. A. F. H., FRISCHTAK C.R. , **Crescimento Econômico, Balança Comercial e a Relação Câmbio-Investimento 2001**. Texto para discussão n.0821 – IPEA, Rio de Janeiro, set. 2001. Disponível em:<[http://www.ipea.gov.br/portal/index.php?option=com\\_content&view=article&id=4380](http://www.ipea.gov.br/portal/index.php?option=com_content&view=article&id=4380)> Acesso em: 12 de maio, 2013.

CRUZ, M. J. V. , Nakabashi, L., Porcile, J.G. Scatolin, F. D. (2007) **Uma análise do impacto da composição ocupacional sobre o crescimento da economia brasileira**, UFPR, junho 2008

DE NEGRI, F. **Inovação tecnológica e exportações das firmas brasileiras**. Texto para discussão – Disponível em: < <http://www.anpec.org.br/encontro2005/artigos/A05A100.pdf>>. Acesso em: 05 de outubro, 2013.

DUNING, J. H. **The Geographical Source of Competitiveness of Firms**: Some Results of a New Survey. *Transnational Corporations*, v. 5, n. 3, 1996.

FERREIRA, B. F. e JAYME JR., **Metas de Inflação e Vulnerabilidade Externa no Brasil**. XXXIII Encontro Nacional de Economia - ANPEC 2005, Anpec. Disponível em < <http://www.anpec.org.br/encontro2005/artigos/A05A035.pdf> >, acesso em 16/06/2015.

GALA, P. **Política Cambial e Macroeconomia do Desenvolvimento**. 2006. 167f. Tese (Doutorado) Programa de Pós-Graduação da USP, São Paulo, São Paulo.

GALA, P., ARAÚJO E., PEREIRA B., **Efeitos da taxa de câmbio na poupança interna: Análise Teórica e Evidências empíricas para o caso brasileiro**. Disponível em: < <http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/6625/TD%20252%20%20Paulo%20Gala%3B%20Eliane%20Ara%3B%20Bresser%20Pereira.pdf?sequence=1>>. Acesso em: 18 de abril, 2014.

KUME H; PIANI G. **Desempenho das exportações e política comercial**. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA) Brasil em desenvolvimento 2010.

MISHKIN, F. **Inflation Targeting in Emerging Market Countries**. NBER Working Paper, Cambridge, MA, n.7618, 2000.

MOTTA P. V.; IGLESIAS R. **Políticas de incentivo às exportações no Brasil entre 1964 e 2002**: resenha de estudos selecionados Ministério da Fazenda – Secretaria de Assuntos Internacionais vol. 02; Brasília dez 2003.

NORONHA, L. E. P. de. **O canal cambial de transmissão da política monetária no regime de metas de inflação no Brasil**. Dissertação (Mestrado em Economia) – Instituto de Economia, UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO, Rio de Janeiro, 2007

OREIRO J. L., FEIJÓ C. A., **Desindustrialização**: Conceituação, Causas, Efeitos e o Caso Brasileiro. Disponível em: < <http://dx.doi.org/10.1590/S0101-31572010000200003>> Acesso em: 05 de março, 2014.

PALMA José G. **Quatro Fontes de “Desindustrialização” e um novo conceito de “Doença Holandesa”**. Disponível em: <



[http://macrodesenvolvimento.files.wordpress.com/2013/06/52020quatro20fontes20\\_2\\_.pdf](http://macrodesenvolvimento.files.wordpress.com/2013/06/52020quatro20fontes20_2_.pdf)> Acesso em: 15 de março, 2014.

PEREIRA B. **Doença holandesa e sua neutralização**: uma abordagem ricardiana. Disponível em: <[http://www.bresserpereira.org.br/papers/2010/2010.Doenca\\_holandesa\\_neutralizacao\\_abordagem\\_ricardiana.pdf](http://www.bresserpereira.org.br/papers/2010/2010.Doenca_holandesa_neutralizacao_abordagem_ricardiana.pdf)> Acesso em: 05 de agosto, 2013.

\_\_\_\_\_. **A Tendência à Sobreapreciação da Taxa de Câmbio no Brasil**. Disponível em: <[http://www.bresserpereira.org.br/Papers/2010/2010.A\\_tendencia\\_sobreapreciacao\\_taxa\\_cambio\\_Brasil.pdf](http://www.bresserpereira.org.br/Papers/2010/2010.A_tendencia_sobreapreciacao_taxa_cambio_Brasil.pdf)>. Acesso em: 08 de agosto, 2013.

\_\_\_\_\_. **Maldição dos Recursos Naturais**. Disponível em: <<http://www1.folha.uol.com.br/fsp/dinheiro/fi0606200505.htm>>. Acesso em: 05 de agosto, 2013.

\_\_\_\_\_. **Taxa de câmbio, doença holandesa, e industrialização**. Disponível em: <[http://www.bresserpereira.org.br/papers/2010/10.19.C%C3%A2mbio\\_doen%C3%A7a\\_holandesa-FGVProjetos-mudada.pdf](http://www.bresserpereira.org.br/papers/2010/10.19.C%C3%A2mbio_doen%C3%A7a_holandesa-FGVProjetos-mudada.pdf)>. Acesso em: 08 de agosto, 2013.

PEREIRA B., MARCONI N., **Existe Doença Holandesa no Brasil?** Disponível em: <<http://www.bresserpereira.org.br/papers/2008/08.14.Existe.doen%C3%A7a.holandesa.comNelson.Marconi.5.4.08.pdf>> Acesso em: 08 de agosto de 2013.

ROCHA M; CURADO M; DAMIANI D (2011). Taxa de câmbio real e crescimento econômico: uma comparação entre economias emergentes e desenvolvidas. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.1590/S0101-31572011000400002>> Acesso em: 25 de maio, 2014.

SCHUMPETER, Josef A. **Teoria do desenvolvimento econômico**. Col. Os Economistas. São Paulo: Abril Cultural, 1983

SERRANO F. **Juros, câmbio e o sistema de metas de inflação no Brasil**. Revista de Economia Política, V. 30, nº 1 (117), p. 63-72, janeiro-março/2010

SICSU J. **Taxa de Câmbio e Projeto de Desenvolvimento** – Artigo – Valor Econômico Disponível em: <[http://ipea.gov.br/portal/index.php?option=com\\_content&view=article&id=262](http://ipea.gov.br/portal/index.php?option=com_content&view=article&id=262)> Acesso em: 12 de abril, 2014.

SILVEIRA F. **Taxa de Câmbio e Mudança Estrutural**: teoria e evidência – Dissertação apresentada ao curso de Mestrado em Economia do Centro de Desenvolvimento e Planejamento Regional da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Minas Gerais – UFMG, Belo Horizonte 2011.

STRACK D., AZEVEDO A. F. Z. A doença Holandesa no Brasil: Sintomas e Efeitos. Economia e Desenvolvimento, V. 24, N. 2, jul./dez. Disponível em <<http://cascavel.ufsm.br/revistas/ojs-2.2.2/index.php/eed/article/view/6432>>, acesso em 25/01/2015.

TORRACCA J. F., **A Evolução da Taxa de Câmbio Efetiva Real Setorial e a Mudança Estrutural no Padrão de Comércio da Indústria Brasileira**, UFRJ, 2011.

WILLIAMSON, J. **Exchange rate policy and development**. Presented in Initiative for Policy Dialogue Task Force on Macroeconomics, Columbia, New York, 2003.

ZINI JÚNIOR, A. **A política cambial em discussão**. Disponível em: <<http://www.rep.org.br/pdf/33-4.pdf> > Acesso em: 10 jul. 2012.  
Taxa de câmbio e política cambial no Brasil. 2. ed. São Paulo: Universidade de São Paulo, 1995.

