

HORST LUCHT FILHO

**ESTUDO COMPARATIVO SOBRE O IMPACTO DAS TAXAS DE CâMBIO
NO CRESCIMENTO DO PIB *PER CAPITA* DO BRASIL E DA CORÉIA DO
SUL DE 1960 A 2000.**

**Monografia apresentada para a
conclusão do curso de Ciências
Econômicas da Universidade Federal
do Paraná.**

**Orientador: Prof^o Dr. José Gabriel
Porcille Meirelles**

CURITIBA

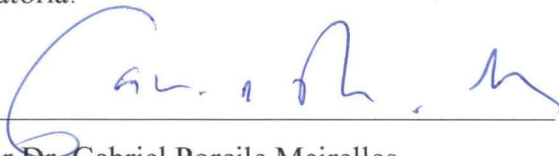
2007

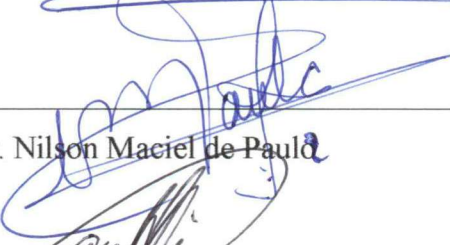
TERMO DE APROVAÇÃO

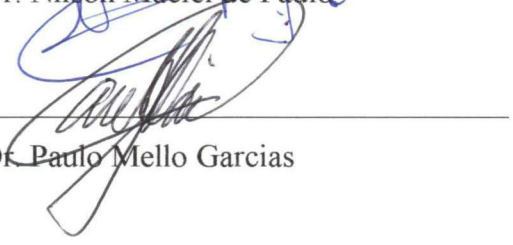
Horst Lucht Filho

Estudo Comparativo sobre o Impacto das Taxas de Câmbio no Crescimento do PIB per capita
do Brasil e da Coréia do Sul de 1960 a 2000

Monografia aprovada como requisito parcial para obtenção do título bacharel no curso
de graduação em Ciências Econômicas, Setor de Ciências Sociais Aplicadas da UFPR, pela
seguinte banca examinatória:

Orientador: 
Professor Dr. Gabriel Porcile Meirelles


Professor Dr. Nilson Maciel de Paula


Professor Dr. Paulo Mello Garcias

Curitiba, _____ de _____ de 2007

DEDICATÓRIA

Dedico este trabalho a minha família, que esteve presente e me apoiou com carinho todas as vezes que precisei, a minha namorada Natali, sempre presente e as pessoas que contribuíram direta e indiretamente para que eu conseguisse terminar esta monografia.

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	9
2. MODELOS TEÓRICO DE DETERMINAÇÃO DO CÂMBIO	11
2.1 Câmbio	11
2.2 Abordagem das Elasticidades	12
2.3 Enfoque da Absorção	15
2.4 Abordagem Monetária da Balança de Pagamentos	16
2.5 Teoria da Determinação da Taxa de Câmbio flutuante com Mobilidade de Capital... 17	
2.6 Abordagem da Conta Corrente/Equilíbrio de Portfólio	18
2.7 Modelo de dois Hiatos	20
2.8 Análise IS/LM/BP	21
3. EFEITOS DE UMA POLÍTICA CAMBIAL NO CURTO E NO LONGO PRAZO	23
4. TAXA DE CÂMBIO DE EQUILÍBRIO VS TAXA DE CÂMBIO COMPETITIVA... 25	
5. INSERÇÃO HISTÓRICA DE BRASIL E CORÉIA DO SUL	30
5.1 Brasil: Anos 60 e 70	30
5.2 Brasil: Anos 80 e 90	36
5.3 Coréia do Sul: Anos 60 e 70	40
5.4 Coréia do Sul: Anos 80 e 90	42
6. CRESCIMENTO ECONÔMICO E TAXA DE CÂMBIO	44
6.1 Estratégia Sul Coreana de Crescimento	44
6.2 As Exportações e seu Impacto sobre o Crescimento Econômico	45
6.3 Taxa Real de Câmbio e Crescimento Econômico no Brasil	47
6.4 O Ponto de Ultrapassagem da Economia Sul Coreana pela Brasileira	49
6.5 Análise da Pauta de Exportação	52
6.6 Baixo Nível de Investimentos e Desvalorização da Moeda	56
7. CONCLUSÃO	58
8 BIBLIOGRAFIA	60

LISTA DE GRÁFICOS

GRÁFICO 1 – Taxa de Crescimento versus Tempo	20
GRÁFICO 2 – Deslocamento da demanda agregada	25
GRÁFICO 3 – Inflação Mensal (IPCA) da Coreia do Sul.....	42
GRÁFICO 4 – Crescimento Percentual Nominal do PIB da Coreia do Sul.....	47
GRÁFICO 5 – Taxa Real do Câmbio do Brasil.....	47
GRÁFICO 6 – Crescimento das Importações no Brasil	48
GRÁFICO 7 – Crescimento das Exportações no Brasil	48
GRÁFICO 8 – Produto Interno Bruto per capita Real (Mil US\$)	49
GRÁFICO 9 – Valor das Exportações (US\$ Bilhões)	50
GRÁFICO 10 – Importações versus Exportações Sul-coreanas.....	51
GRÁFICO 11 – Importações versus Exportações Brasileiras	51
GRÁFICO 12 – FBKF do Brasil e da Coreia do Sul em Proporção do PIB	52
GRÁFICO 13 – Exportações do Brasil e da Coreia do Sul em proporção ao PIB	53
GRÁFICO 14 – Pauta de Exportação da Coreia do Sul 1980-2000.....	53
GRÁFICO 15 – Pauta de Exportação do Brasil 1980-2000	54
GRÁFICO 16 – Taxa de crescimento do PNB per capita (PPP) de 1970 a 2000 e participação dos produtos de alta tecnologia na pauta de exportação de produtos manufaturados.....	55

LISTA DE TABELAS

TABELA 1 - Taxa de Câmbio Efetiva Real do Brasil (1957-85).....	31
TABELA 2 - Taxa de Crescimento Real das Exportações: Brasil e Mundo 1962 A 1985.	32
TABELA 3 - Média de Crescimento das Exportações do Brasil e Mundo	33
TABELA 4 - Taxa de crescimento real das exportações e importações do Brasil de 1962 a 1985.....	34
TABELA 5 - Balança comercial - (FOB) - saldo - US\$ correntes (milhões)	35
TABELA 6 - Taxa de câmbio - efetiva real -	37
TABELA 7 - Balança comercial - (FOB) - saldo - US\$ correntes (milhões).....	37
TABELA 8 - Balança comercial - (FOB) - saldo - US\$(milhões)	39
TABELA 9 – Câmbio Real Efetivo e Câmbio Nominal da Coréia do Sul.....	44
TABELA 10 – Investimento e Poupança como percentual do PIB na Coréia do Sul.....	46

RESUMO

O PIB per capita da Coréia do Sul, comparativamente ao do Brasil, mais que dobrou de 1960 até 2000. A taxa de câmbio é um elemento fundamental para determinação dos investimentos, decisões de consumo de bens quaisquer, aplicações financeiras, determinação do rumo da política fiscal e principalmente monetária. Através deste trabalho é apresentada uma análise do papel da taxa de câmbio no crescimento dessas duas economias. A pesquisa está fundamentada em teorias de determinação do câmbio, e a base empírica foi extraída principalmente dos dados estatísticos do Banco Mundial. O câmbio possui um papel central nas decisões de investimento dos agentes, e impacta o crescimento da economia tanto da Coréia do Sul quanto do Brasil. Por um lado temos o Brasil que sofre grandes desvalorizações de seu câmbio, muitas vezes tendo picos muito elevados de variação, principalmente durante a década de 80 e início dos anos 90 (antes do plano Real), enquanto que a Coréia mantém-se coerente com relação a sua política cambial, ou seja, realiza poucas mudanças em sua taxa de câmbio ao longo do tempo, o que permite aos agentes realizarem previsões mais precisas. Por outro lado, é justamente durante o início dos anos 80 que o PIB per capita da Coréia do Sul ultrapassa o do Brasil. O que fica muito claro é a grande instabilidade e volatilidade do câmbio brasileiro frente ao câmbio da Coréia do Sul. O presente trabalho mostra que este ambiente de incerteza (grande volatilidade do câmbio), onde o câmbio desenvolve um papel central, tem impacto sobre o crescimento dos dois países.

1 INTRODUÇÃO

No início da década de 60 o Brasil possuía uma renda *per capita* uma vez e meia maior que a da Coreia. Em 2000 a renda *per capita* da Coreia era o dobro da brasileira (BARBOSA, 2006). Muitos fatores contribuem para explicar o melhor desempenho da economia sul-coreana frente a brasileira. Um desses fatores, que estará sendo analisado neste trabalho, é a taxa de câmbio.

A importância do câmbio dentro da discussão sobre o crescimento se dá na medida em que este influencia as exportações líquidas de um país, uma das variáveis que compõem a renda nacional. O câmbio é um dos preços básicos em uma economia. Ele dá a relação pela qual pode-se negociar uma unidade da moeda nacional por uma unidade de moeda estrangeira, regulando assim a competitividade externa dos países.

Em uma economia o governo pode atuar de várias formas sobre o câmbio, com o objetivo de atingir metas de política econômica, como crescimento econômico ou controle da inflação, que podem ser conflitantes. Em fins da década de 60 o governo brasileiro passou a utilizar, por exemplo, uma política de minidesvalorizações cambiais, com o fim de evitar ataques especulativos ao cruzeiro e criar condições de pagamento mais estáveis das exportações e importações (GREMAUD, 2006). O “milagre econômico”, foi chamado no Brasil esse período, em que se registrou taxas de crescimento do PIB acima de 8% ao ano. A Coreia do Sul manteve ao longo das quatro décadas em análise uma taxa de câmbio relativamente estável, mas com constantes desvalorizações nominais ao longo do tempo. Essas desvalorizações nominais no entanto, não caracterizaram necessariamente desvalorizações reais, pelo que podemos dizer, que o câmbio real mantém-se estável. O Brasil modificou novamente sua política cambial em 1995, ao estabelecer um câmbio fixo que estava valorizado, até 1999, quando voltou ao regime de taxas de câmbio flutuante.

Esse trabalho procurará identificar as políticas cambiais nesses países, Brasil e Coreia do Sul, analisando o comportamento do câmbio e relacionando este ao crescimento do PIB per capita no período de 1960 a 2000.

O presente trabalho está dividido em duas partes principais. Numa primeira parte será discutida a importância da taxa de câmbio e as teorias de determinação do câmbio, assim como seu relacionamento com o crescimento econômico, em nível teórico.

Numa segunda parte será abordado o caso específico do Brasil e da Coreia do Sul, e será analisado de maneira mais detalhada o contexto econômico que envolveu essas duas

economias durante as quatro últimas décadas do século 20, assim como dados mais precisos a respeito da taxa de câmbio e do crescimento econômico.

2 MODELOS TEÓRICOS DE DETERMINAÇÃO DO CÂMBIO

2.1 Câmbio

O câmbio é um dos preços básicos de uma economia. O conceito de câmbio é simples, ele é o preço de uma unidade monetária nacional em moeda estrangeira. O câmbio normalmente é representado pelo símbolo e na nomenclatura econômica. As interpretações sobre sua função e impactos na economia são diversas, tais como o ponto de vista keynesiano, que acredita que este pode influenciar a economia real, e o ponto de vista monetarista, onde o câmbio é simplesmente um elemento pelo qual os mercados internos e estrangeiros regulam suas trocas comerciais.

O câmbio, como um preço mede, portanto, o valor de bens e mercadorias que adentrarem as fronteiras de um país sobre uma bandeira estrangeira. Este preço é um preço corrente, ou seja, ele oscila ao longo do tempo e está a mercê dos movimentos de entrada e saída de capital.

Um conceito mais preciso do câmbio, seria o de taxa real de câmbio. Através da taxa real de câmbio conseguimos estimar o valor real de uma moeda nacional contra uma moeda estrangeira, e obter o poder de compra dos cidadãos de um país. A taxa real de câmbio por sua vez, é definida como a capacidade de compra da moeda nacional de uma cesta de bens de consumo: $q = \frac{P^* E}{P}$. Onde “q” é a taxa real de câmbio, P^* preços de uma cesta de bens no país estrangeiro, E a taxa de câmbio nominal e P os preços de uma cesta de bens no país.

Um exemplo muito simples do que seria a taxa real de câmbio é o índice publicado pela revista *The Economist*, o chamado índice Big Mac, onde são comparados os preços de um produto tido como idêntico entre todos os países (são preparados da mesma forma com os mesmo ingredientes) em uma moeda de aceitação mundial, o Dólar. Podemos, a partir deste índice, obter uma estimativa aproximada do poder de compra do Real, do Peso, do Yuan, etc.

O câmbio é uma medida de muito valor para estudos que se prestam a avaliar e comparar países. No entanto lidamos com uma variável que pode, em vista de diversas outras variáveis (inflação, instabilidade política, opção de política econômica, etc), possuir uma trajetória instável e volátil, e produzir efeitos diversos sobre o lado real da economia, como variações na balança comercial, queda da produção interna, encolhimento do setor exportador,

assim como sobre o lado monetário desta, aumento dos fluxos de capitais, redução da dívida pública, queda dos juros internos, etc.

O papel desempenhado pelo câmbio na macroeconomia é ambíguo. Se analisarmos as diversas correntes do pensamento econômico, assim como sua real relevância para os formuladores de política econômica, interessados em alavancar o crescimento de seus países. Existem duas abordagens diferentes de analisar o câmbio. Os neoclássicos tendem a mostrar o câmbio com um papel secundário dentro de um modelo de crescimento. No entanto o câmbio é para estes, fundamental na determinação do equilíbrio externo. Keynesianos enxergam o câmbio como variável importante, pois influi na tomada de decisões dos agentes a respeito de investimentos, condição básica para qualquer país crescer.

Nas próximas seções serão abordados modelos que determinam o câmbio em uma economia, com considerações sobre seus impactos principalmente na balança comercial e sobre o crescimento econômico.

2.2. Abordagem das Elasticidades

A abordagem das elasticidades é focada sob o ponto de vista keynesiano. Os primeiros artigos a tratarem do câmbio sob a abordagem das elasticidades são Marshall (1923)¹, Robinson (1937)² e Lerner (1944)³, citados por Zini Jr (1995, pg. 45).

O câmbio é tratado aqui como o preço que equilibra o mercado de divisas, onde receitas de exportação mais o influxo de capital, dividido pelos dispêndios com importação mais o fluxo de saída de capitais nos dão a taxa de câmbio que equilibra a oferta e demanda de divisas.

Zini Jr. aborda essa questão e resolve a equação que dá a variação do total do balanço comercial, que pode ser definido como:

$$\Delta TB \equiv \hat{e} \left[X \frac{\varepsilon_X (\eta_X - 1)}{\varepsilon_X + \eta_X} + M \frac{\eta_M (\varepsilon_M - 1)}{\varepsilon_M + \eta_M} \right] \quad (1)$$

Sendo que ΔTB é a variação de valor da balança comercial, X o valor das exportações, M o valor das importações, $\hat{e}$ é a taxa de desvalorização em percentual, ε_X a

¹ Marshall. A. (1923). "Money Credit and Commerce". London. Macmillan.

² Robinson. J. (1937). "The Foreign Exchanges". London. Macmillan

³ Lerner. A. (1936). "The Symmetry between Import and Export Taxes". *Econômica*. III (11):306-313.

elasticidade da oferta por importações, ε_X a elasticidade da oferta por exportações, η_X a elasticidade da demanda por exportações e η_M a elasticidade da demanda por importações.

Por esta relação podemos analisar que quanto maiores forem a elasticidade da demanda por importação e da demanda por exportação, maiores serão os impactos na balança comercial decorrentes de depreciações cambiais.

Países pequenos podem usar este modelo assumindo $\eta_M = \eta_X = \infty$, pois possuem mercado pequenos incapazes de afetar ofertas e demandas mundiais, ao ponto que países industrializados e grandes assumem $\varepsilon_X = \varepsilon_M = \infty$. No caso dos países pequenos, sempre haverá uma melhora da balança comercial após ocorrerem desvalorizações cambiais, pois a condição necessária para que isto ocorra é que $\varepsilon_X + \eta_M > 0$. Para que a balança comercial seja positivamente afetada em países grandes, a condição necessária é a de que $\eta_M = \eta_X > 1$, está é a condição de Marshall-Lerner.

Há um terceiro caso interessante onde as demandas internas e externas são inelásticas ($\eta_M = \eta_X = 0$), aqui uma depreciação provocará sempre uma piora da balança comercial. Esse terceiro caso é, na verdade, a base teórica, segundo Zini Jr., para a formulação da teoria da curva J, pois no curto prazo as demandas são realmente inelásticas, devido a rigidez dos preços e contratos, e caso haja uma depreciação haverá uma redução do saldo da balança comercial, pelo menos a curto prazo, até que as demandas ajustem-se aos novos preços.

Várias críticas foram levantadas sobre a abordagem das elasticidades. Nurkse (1961)⁴ e Chenery ⁵(1961), citados por Zini Jr. (1995, pg. 47), colocam este enfoque como sendo insuficiente para tratar de problemas relacionados ao desenvolvimento econômico, pois na medida em que um país se desenvolve, aumenta a complexidade de seu sistema produtivo, assim como aumenta a diversidade de bens importados e exportados, não permitindo traçar uma linha consistente de análise ao longo do tempo. O impacto sobre a balança comercial dos países depende, segundo estes autores, principalmente da evolução do comércio internacional.

Zini Jr. levanta algumas críticas a este modelo:

- i) Se a maior parte dos países tem os termos de trocas como dados no modelo, qual é a efetividade desta abordagem? “A melhoria da balança comercial em decorrência de uma

⁴ NURKSE, R (1944). “International Currency Experience: Lessons of the inter-war Period”. Princeton. League of Nations.

⁵ CHENERY, H (1961). “Comparative Advantage and Development Policy”. American Economic Review. 51: 18-51.

depreciação, e a estabilidade do resultado, dependem de uma queda nos termos de troca do país”. O modelo não considera e ignora o efeito sobre os termos de troca.

ii) Para Machlup (1956)⁶ citado por Zini Jr. (1995, pg 49) somente altas elasticidades causam algum efeito sobre a balança comercial, e o principal efeito de uma desvalorização, para este, seria a realocação de recursos.

iii) As funções de oferta e demanda de exportação são estáveis no modelo, no entanto isto não se verifica empiricamente.

iiii) O nível de preços no modelo é constante, e negligencia, portanto, o efeito da inflação.

iiiii) A desvalorização, segundo o modelo de Krugman e Taylor (1978), pode ser recessiva, no caso de uma economia que exporta, por exemplo, bens finais e importa bens intermediários e de capitais.

Uma abordagem um pouco menos complexa das elasticidades pode ser encontrada nos manuais de macroeconomia, BLANCHARD (2004).

As variáveis que são relacionadas são:

X = exportações; M = importações; P* = Preço de uma cesta de bens externa; P = Preço de uma cesta de bens nacional; q = Taxa real de câmbio; E = Taxa nominal de câmbio; Y = Renda nacional; Y* = Renda resto do mundo; η = Elasticidade preço das exportações; ε = Elasticidade renda das exportações; φ = elasticidade preço das importações; π = elasticidade renda das importações.

$$q = \left(\frac{P^* E}{P} \right) \quad (1)$$

$$X = q^\eta (Y^*)^\varepsilon \quad (2)$$

$$M = q^{-\varphi} (Y)^\pi \quad (3)$$

Se:

$$PX = P^* EM \quad (4)$$

Então:

$$P q^\eta (Y^*)^\varepsilon = P^* E (q)^{-\varphi} Y^\pi \quad (5)$$

Aplicando-se *log* e isolando a variável Y temos:

$$\log Y = \frac{1}{\pi} [(\eta + \varphi - 1) \log q + \varepsilon \log Y^*] \quad (6)$$

⁶ MACHALUP, F (1956). “The Terms of Trade Effect of Devaluation upon Real Income and the Balance of Trade”. Kiklos 9, pg. 195 a 122.

A condição de Marshall-Lerner nos diz que sempre que $\eta + \varphi > 1$, o câmbio real irá afetar o crescimento do país. Esse modelo nos mostra que se a elasticidade preço das exportações mais a elasticidade preço das importações forem maiores que 1, uma variação do câmbio real afeta Y , a renda do país. Em outras palavras, ao depreciarmos o câmbio, em uma economia que exporta bens com mais tecnologia por exemplo (que possuem elasticidade preço > 1), e que importa bens com essas mesmas características, iremos afetar de maneira positiva o PIB do país. Este é o princípio básico utilizado como fundamento teórico neste trabalho.

2.3 Enfoque da Absorção

Este enfoque tem sua origem na década de 50, com o autor Alexander (1952) e o FMI reenvidicando sua autoria. Esta teoria nasce como uma crítica a abordagem das elasticidades.

Esta teoria foca o conceito de absorção e os impactos decorrentes de uma desvalorização sobre a Y (produção interna bruta), A (absorção = $C+I+G$), $\alpha\Delta Y$ (efeito indireto da renda sobre a absorção).

Considera-se que a balança comercial (BC), ignorando as transações com serviços, é igual a produção interna (Y) menos a absorção (A):

$$BC = Y - A \quad (1)$$

Ou seja, a balança comercial será positiva sempre que o país estiver produzindo acima de sua capacidade de absorver. Logo uma desvalorização da moeda nacional irá provocar:

- i) Uma redução da renda doméstica, o que reduzirá a absorção, dependendo do valor de α , através do efeito de saldo monetário retido (ilusão monetária), pois a moeda perde poder de compra.
- ii) Há uma expansão da renda nacional, caso haja recursos ociosos, gerada pela força expansiva, que “barateia” os preços dos produtos nacionais no mercado internacional.
- iii) Os termos de troca tendem a cair, por conta de uma redução do valor da moeda nacional.
- iiii) Ocorre uma redistribuição de renda entre grupos com distintas propensões marginais a poupar.

Conclui-se através do modelo, que o efeito de uma desvalorização cambial pode ser positivo, negativo ou estável, dependendo da existência ou não de recursos ociosos, o grau de variação da absorção perante mudanças na renda, além dos parâmetros de exportação e importação dessa economia.

O modelo recebe algumas críticas também, uma vez que negligencia os preços relativos. É estabelecida uma relação causal entre queda da absorção, aumento da renda e variação da balança comercial que não é automática, e a suposição de que o pleno emprego é o estado normal da economia⁷.

2.4 Abordagem Monetária da Balança de Pagamentos

Frenkel e Johnson (1976 e 1977)⁸ citado por Zini Jr. (1995, pg. 55) desenvolvem a abordagem monetarista ao final da década de 70. Para estes e outros autores monetaristas, o problema na BP é essencialmente monetário. Os desequilíbrios que ocorrem são decorrentes de excesso de oferta ou demanda de moeda.

A abordagem monetarista é importante para esta discussão pois foca a taxa de câmbio como uma variável totalmente endógena ao modelo, ou seja, ela é um preço, não pode-se alterar seu valor de equilíbrio através de desvalorizações (ou valorizações), pois esta tende a voltar para seu ponto de equilíbrio no longo prazo.

O modelo considera que existem dois ativos: moeda e títulos domésticos. As variáveis que compõe o modelo são:

H (base monetária)

R (reservas internacionais)

D (créditos do BC ao sistema bancário)

M^s (oferta de moeda)

M^d/P (Encaixes reais de moeda)

Y (renda)

I (taxa de juros)

As equações do modelo são:

$$H = R + CD \quad (1)$$

$$M^s = mH \quad (2)$$

⁷ Note-se que há uma expansão da produção nacional somente no caso de existirem recursos ociosos.

⁸ FRENKEL, J; JOHNSON, H (1976). "The Monetary Approach to the Balance of Payments: Essential Concepts and Historical Origins". London, Allen and Unwin, pg 21-45.

$$\frac{M^d}{P} = kY - hi \quad (3)$$

$$M^d = M^s \quad (4)$$

Se considerarmos m constante e os preços (P) como dados, tem-se então:

$$(\Delta R + \Delta D) = \Delta M^d \quad (5)$$

Logo:

$$\Delta M^d - \Delta D = BP$$

Pode-se concluir então que se os residentes aumentarem sua demanda por moeda acima daquilo que o Banco central está ofertando ($\Delta M^d > \Delta D$), haverá uma entrada de recursos para que a oferta e demanda de moeda se equilibrem, o que causa uma variação positiva da BP. Se no entanto o governo aumentar a sua oferta de moeda acima do que os residentes demandam ($\Delta M^d < \Delta D$), então a balança de pagamentos irá registrar um valor negativo.

Podem ocorrer mudanças reais na economia apenas no curto prazo. No longo prazo, no entanto, o único efeito de uma desvalorização cambial será a elevação do nível de preços, assim como o aumento do preço dos bens comerciáveis.

Dentre as críticas que este modelo levantou estão a hipótese adotada de uma função estável de demanda por moeda, a exogenidade da oferta de moeda, os desequilíbrios na conta de capital (estoque e fluxo), a negligência sobre os preços relativos, e o fato de que desvios reais podem afetar o câmbio real de uma economia.

2.5 Teoria da Determinação da Taxa de Câmbio Flutuante com Mobilidade de Capital

A teoria da determinação da taxa de câmbio flutuante surge com o propósito de resolver os problemas relacionados a balança de pagamentos. Seu mentor foi Milton Friedman, que queria, através de seus ensaios, incentivar os *police makers* a adotarem regras de política econômica, assegurando assim o equilíbrio interno.

O enfoque monetarista diz que a taxa de câmbio é o preço relativo entre duas moedas. O modelo possui as seguintes premissas:

1. Existem duas espécies de ativos, moeda e títulos, sendo que os agentes podem optar por títulos nacionais e estrangeiros.

2. O risco de *default* é nulo.
3. Existe mobilidade perfeita de capital.
4. A moeda é neutra e as variáveis reais de curto prazo estão dadas.
5. A demanda por moeda é estável e depende da renda real e da taxa de juros.
6. A condição da paridade do poder de compra é válida.

Podemos escrever o modelo da seguinte forma:

$$m^d - p = ky - hi \quad \text{Demanda por saldos monetários reais} \quad (1)$$

$$m^{d*} - p^* = ky^* - hi^* \quad \text{Demanda no exterior} \quad (2)$$

$$m^s = m^d \quad (3)$$

$$m^{s*} = m^{d*} \quad (4)$$

$$e = p - p^* \quad (5)$$

Se isolarmos p e p^* nas equações 1 e 2, e colocarmos na equação 5 teremos então:

$$e = (m^s - m^{s*}) - k(y - y^*) + h(i - i^*) \quad (6)$$

Podemos considerar ainda que $i - i^* = E(\Delta e)$ é o prêmio de risco do país local.

Este modelo mostra, portanto, que o câmbio irá se elevar sempre que houver um aumento da oferta de moeda local, um aumento da renda do país estrangeiro, ou um aumento da taxa de juros local. Se considerarmos que a renda é dada no curto prazo, então o câmbio será afetado apenas pela taxa de juros e oferta de moeda.

Uma outra abordagem deste modelo seria o modelo de ultrapassagem de Dornbusch (1976 e 1980), que assume que os preços são diferentes da paridade do poder de compra no curto prazo, no longo prazo, no entanto, a condição Preços = PPP é mantida.

Se assumirmos essa rigidez dos preços no curto prazo estaremos dizendo que o mercado de bens e o mercado de ativos não estarão em equilíbrio, pelo menos no curto prazo. Este modelo está baseado no modelo de Mundell-Flemming, onde há perfeita mobilidade de capitais. A principal premissa deste modelo é a de que há a paridade dos juros descoberta e as expectativas são racionais.

Se houver um aumento da oferta monetária interna, isto provocará uma queda da taxa de juros o que levará uma depreciação do câmbio, fazendo com que $e > e^*$, se a taxa de juros interna for menor que a externa, a taxa de câmbio irá cair, mas o ponto de equilíbrio estará acima do ponto de equilíbrio inicial, ou seja, o ponto de equilíbrio final ultrapassa a condição inicial de equilíbrio no longo prazo.

A maior crítica que se pode levantar com relação a este modelo envolve a fragilidade sobre a taxa de equilíbrio e como determiná-lo empiricamente.

2.6 Abordagem da Conta Corrente/Equilíbrio do Portfólio

Neste modelo desenvolvido por Markowitz (1959)⁹ citado por Zini Jr. (1995, pg. 89), a taxa de câmbio é determinada pelo preço dos papéis em mercados de ativos. A média e a variância da rentabilidade do ativo nos permitem determinar o preço de equilíbrio. A conta corrente é muito importante pois ela irá revelar o ajustamento de estoque entre duas economias.

Neste modelo consideramos dois ativos, plena mobilidade de capital, os agentes possuem mesma função utilidade e a taxa de rentabilidade dos títulos nacionais é determinada pela taxa de juros, a taxa de juros estrangeira e o prêmio de risco.

Podemos seguir o modelo de Branson para entendermos essa abordagem, onde M é a moeda, B são títulos locais, F são títulos estrangeiros, $B^P + B^C = B$ são os títulos em poder dos bancos privados mais os títulos em poder do banco central, e $F^P + R = F$ são as reservas nacionais em moeda estrangeira mais os títulos estrangeiros em poder privado.

$$M^d = m[i, i^* + E(e)]w \quad (1)$$

$$B^P = b[i, i^* + E(e)]w \quad (2)$$

$$eF^P = f[i, i^* + E(e)]w \quad (3)$$

$$w = M + B^P + eF^P \quad (4)$$

$$R + B^C = M = m[i, i^* + E(e)]w \quad (5)$$

$$F = x\left(\frac{e}{p}, w, z\right) + i^* F \quad (6)$$

A equação (1) mostra que a demanda por moeda é afetada pelo estoque de riqueza, taxa de juros, local e estrangeira, e câmbio. A demanda por títulos também é afetada por essas quatro variáveis, enquanto que a equação (4) coloca o estoque de riqueza como sendo igual a soma da quantidade de moeda em poder do público, dos títulos nacionais e estrangeiro. A equação (5) determina o equilíbrio monetário, que é o ponto onde a quantidade de moeda tem

⁹ MARKOWITZ, H (1959). "Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments". New York, John Wiley.

que ser igual a quantidade de reservas mais os títulos no banco central. A conta corrente é representada pela equação (6).

A conclusão básica deste modelo é que mudanças não previstas no estoque de moeda, ou nas exportações líquidas, causam um “salto” na taxa de câmbio, movendo seu equilíbrio para outro patamar.

Uma crítica que surge aos modelos que tratam de equilíbrio é a de que mudanças nas expectativas podem causar grandes flutuações nos fluxos de capital e nos mercados cambiais, o que torna a visão monetarista de taxa de câmbio de equilíbrio empiricamente inválida.

2.7 Modelo de Dois Hiatos

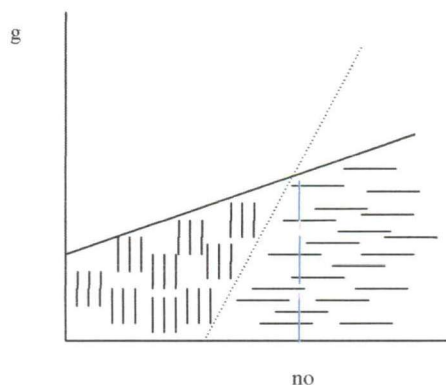
Trata-se de um modelo de crescimento, pois foca em sua análise, fatores que tendem a limitar o crescimento de um país. Este modelo vem de uma tradição estruturalista de Prebisch e Nurkse. O modelo de Dois Hiatos tenta mostrar que nos países em desenvolvimento o país não é constrangido pela falta de oportunidades e sim pela falta de recursos, tanto externos como internos.

Um baixo nível de poupança leva a um baixo nível de investimentos e de divisas estrangeiras. Se considerarmos a equação onde:

$$g \leq \frac{s(1-m)+n}{\alpha+\beta} \quad (1)$$

Onde g é a taxa de crescimento, determinada pela propensão marginal a poupar e n (influxo de capitais externo). Ou seja, os limitadores do crescimento são os recursos, basicamente a poupança interna e o fluxo de capitais. Elevar uma destas variáveis proporcionará um aumento do investimento e do crescimento econômico.

GRÁFICO 1.0 – TAXA DE CRESCIMENTO VERSUS TEMPO



FONTE: Adaptado de: CHENERY, H. “Comparative Advantage and Development Policy”. *American Economic Review*, 51, 18-51, 1961.

O teorema de Chenery, baseado no gráfico acima, mostra que até um ponto *no* é necessário que haja influxo externo de capital para que o país cresça. Até este ponto o capital que entra no país estará sendo aplicado de forma eficaz, pois estará financiando a compra de bens de capitais e bens intermediários que não são produzidos internamente. Esta situação adapta-se muito bem a países em desenvolvimento, e será usado em partes para estudarmos o caso da Coréia do Sul. Após o ponto *no*, o influxo de capital tornar-se-á ineficiente, “freando” o crescimento do país, pois o país terá então estrutura para produzir internamente ao invés de importar muitos dos bens que anteriormente importava, o que torna a aplicação desse recurso externo ineficaz.

A principal crítica feita a este modelo é a rigidez e baixo papel dado ao ajustamento dos preços.

Esse modelo é fundamental neste trabalho, pois mostra a nível teórico a importância da disponibilidade de divisas para o crescimento. O forte impulso exportador da Coréia possibilitou uma maior disponibilidade dessas divisas frente ao crescimento mais modesto das exportações do Brasil, principalmente a partir do final dos anos 70.

2.8 Análise IS-LM-BP

Meade em seu livro de 1951 define o equilíbrio interno como a manutenção de um nível de demanda agregada compatível com um nível elevado de emprego, sem que o mesmo provoque inflação. O equilíbrio externo é o ponto onde o nível de demanda agregada é compatível com o balanço de pagamento de equilíbrio. Meade conclui que se você não puder ajustar a taxa de câmbio não existe uma maneira de atingir esses dois objetivos, equilíbrio externo e interno. Tinbergen (1952)¹⁰ citado por Zini Jr. (1995, pg 67) conclui em um estudo que são necessários $n-1$ instrumentos independentes entre si para se atingir n objetivos de política econômica, sendo portanto a questão, quais os instrumentos para atingirmos os objetivos, dados que os instrumentos afetarão tanto renda e preços relativos. Tinbergen definiu como regra utilizar o instrumento que afete mais diretamente o objetivo de política econômica que se está almejando.

¹⁰ TINBERGEN, J (1952). “On the Theory of Economic Policy”. Amsterdam, North Holland.

O modelo IS-LM-BP é a síntese dos enfoques de absorção e das elasticidades. O modelo é também chamado de modelo keynesiano de economia aberta.

O modelo tenta resolver essa questão de equilíbrio interno e externo, onde vai igualar o mercado de bens, com o mercado monetário e a balança de pagamentos.

Se considerarmos uma economia com câmbio fixo e perfeita mobilidade de capital, podemos utilizar a famosa regra de Mundell-Flemming, onde para alcançarmos o equilíbrio externo devemos utilizar a política monetária e para alcançar o equilíbrio interno a política fiscal. Com câmbio fixo, utilizando a terminologia de Harry Johnson, elevamos os dispêndios através de uma expansão fiscal, buscando o equilíbrio interno e substituímos dispêndios através de desvalorizações, elevações de tarifas, restrições de comércio para alcançarmos o equilíbrio externo.

Se a taxa de câmbio for flutuante o BP será sempre zero pois o ajuste do equilíbrio externo será automático. Caso o BC decida expandir a oferta monetária o câmbio será apreciado e o efeito será duplamente positivo sobre a renda (considerando uma economia fora do pleno emprego), por um lado haverá um aumento de demanda por bens domésticos dado o preço mais baixo após depreciação, e por outro lado haverá um aumento interno da demanda agregada.

Várias observações devem ser feitas com relação ao modelo. Em primeiro lugar ele não inclui ajustamento dos estoques dos ativos domésticos e externos, pois é um modelo de curto prazo. Dependendo das defasagens de tempo envolvidas as conclusões são alteradas.

Os modelos neo-estruturalistas criticam a ausência da análise do efeito dos juros sobre a formação de preços e custos. Uma política restritiva pode causar inflação, segundo Taylor (1981)¹¹ citado por Zini Jr. (1990, pg. 72), se as empresas adotam uma regra de mark-up de fixação de preços, onde, neste caso, aumento dos juros elevariam o custo das empresas que repassariam o preço aos consumidores.

¹¹ TAYLOR, L (1981). "IS/LM in the Tropics: Diagrammatics of the New Structurelist Critique". Washington DC. Brookings Institutions.

3 EFEITOS DE UMA POLÍTICA CAMBIAL NO CURTO E NO LONGO PRAZO

Taxas de cambio desvalorizadas causam, com efeito, um impacto positivo sobre o crescimento dos países. Segundo Porcile e Lima (2006) e Collins (1997) desvalorizações da taxa de câmbio mostraram efeitos de aceleração do crescimento.

Collins ressalta que “(...) *moderate to high (but not very high) undervaluation appears to be associated with more rapid economic growth.*” Em seu modelo de regressão foram utilizados 93 países, sendo que foram considerados os períodos de 16 a 18 anos após 1975.

Porcile e Lima escrevem “A higher real exchange rate has a positive effect on economic growth by fostering exports (...)”. Eles ressaltam ainda que uma desvalorização do câmbio causa também uma piora na distribuição de renda do país.

No curto prazo o efeito de uma desvalorização da taxa de câmbio é aceita mesmo entre economistas ortodoxos. Uma desvalorização torna os preços dos produtos importados mais caros e os produtos produzidos internamente mais baratos, o que leva a um aumento das exportações. Dada a rigidez dos preços e a demora que o mercado de bens tem para ajustar sua oferta a nova realidade de preços, esse efeito de aumento da produção nacional é aceito. No longo prazo ocorre que uma desvalorização do câmbio terá seus efeitos completamente anulados, segundo os economistas ortodoxos, pois a elevação dos preços no mercado interno, levará a um ajuste da produção ao mesmo nível anterior, já que o aumento das exportações passa a ser compensado pela queda da demanda interna, levando ao mesmo equilíbrio anterior, com um nível de preços mais elevado.

No entanto uma linha de economistas defende que a desvalorização do câmbio irá causar um efeito positivo sobre crescimento no longo prazo.

O modelo desenvolvido por Harvey em seu artigo: *Post Keynesian versus neoclassical explanations of exchange rate movements: a short look at the long run* (2006), buscava explicar as variações no longo prazo das taxas de cambio entre Alemanha e EUA e Japão e EUA.

Ele utilizou-se de uma regressão onde as variáveis independentes eram: Tendência (Trend), uma variável construída em cima da variação mensal do cambio nos últimos 6 meses, taxas de juros (R_t), índice de preços ao consumidor (CPI), produto interno bruto (GDP), preço da barril de petróleo aos consumidores (Energy)¹² e uma variável *dummy* (Unification).

¹² Harvey utiliza essa variável para captar os efeitos do choque do petróleo no modelo.

somente usada na regressão Marco Alemão/ Dólar, para captar o efeito da reunificação alemã. A variável dependente é $d(\text{DM}/\$)$, para Alemanha, e $d(\text{Y}/\$)$ para o Japão.

O modelo mostrou um coeficiente de determinação R^2 de 0,77 para a Alemanha e 0,696 para o Japão. A variável que mostrou maior sensibilidade dentro do modelo foi a que captava a tendência dos últimos 6 meses da taxa de câmbio (Trend). HARVEY (2006, p. 178-179) conclui dizendo que o modelo, apesar de simples mostrou grande significância, mas que os efeitos das variáveis explicativas sobre a dependente estão mais relacionadas ao curto prazo, o que no entanto, não elimina a possibilidade de análise dessas no longo prazo.

Uma taxa de câmbio desvalorizada terá seus efeitos sobre o crescimento anulados se o impacto negativo sobre a demanda agregada for maior que o impacto positivo sobre as exportações. Deve-se considerar ainda a natureza dos produtos que estão liderando a pauta de exportações. Produtos que sejam demanda-preço elásticos e que incorporem um número maior de tecnologias, e que possuam portanto, maior valor agregado, tendem a causar um impacto maior sobre a economia, já que normalmente o trabalho empregado é mais especializado e necessita de uma série de serviços suportes de para que esta atividade esta desenvolva-se.

Uma desvalorização do câmbio, com intuito de aumentar as exportações, se considerarmos uma pauta de exportação composta por produtos agrícolas, levará a um aumento das exportações (considerando aqui que haja uma demanda), o que aumentará a renda das pessoas envolvidas nesta atividade. Um segundo efeito será o aumento dos preços internos dos produtos nacionais que são comercializáveis, o que leva a uma redução da demanda por estes produtos. Assim, uma redução da taxa de câmbio não leva a um aumento da renda do país, se o efeito da queda da demanda for menor do que o efeito do aumento das exportações.

A dinâmica que leva a um aumento do PIB per capita de um país, após uma desvalorização do câmbio, está conjugada aos efeitos da redução dos preços desses bens medidos em moeda estrangeira. Se o produto exportado gerar efeitos de encadeamento para trás e para frente (HIRSCHMAN, 1958), ou seja, se o efeito multiplicador do aumento das exportações for elevado, haverá então um aumento do PIB neste país. Se considerarmos o processo produtivo do automóvel há 30 anos atrás, poderíamos dizer que os encadeamentos para trás dentro do país que os produz são inúmeros (fabricação de peças, pneus, motores, indústria metalúrgica, etc), o que não necessariamente é o caso desta indústria no atual contexto de mercados globalizados e integrados.

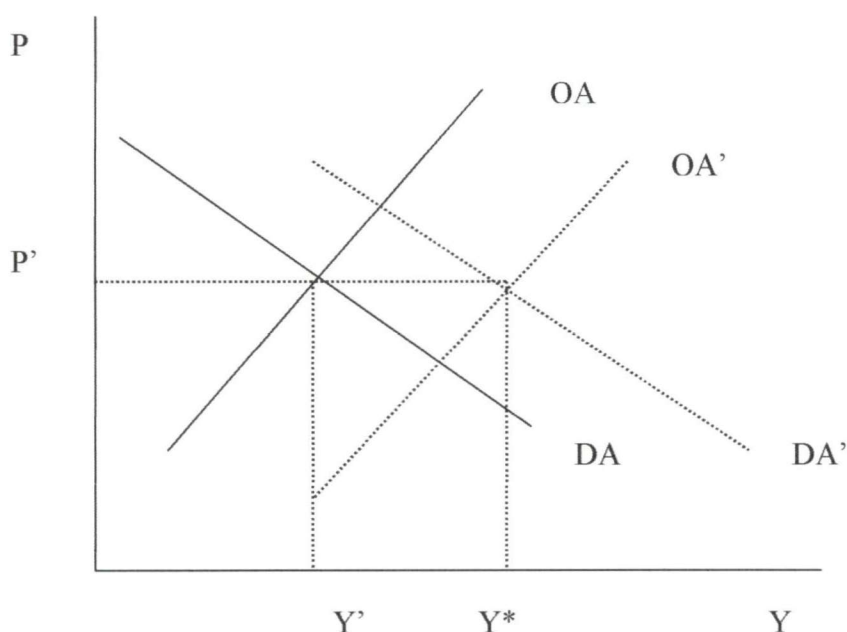
4 TAXA DE CÂMBIO DE EQUILÍBRIO VS TAXA DE CÂMBIO COMPETITIVA

O debate sobre a taxa de câmbio de equilíbrio vs. a taxa de câmbio competitiva está extremamente ligado ao debate sobre o crescimento econômico e as políticas econômicas que devem ou não serem adotadas para acelerar este.

Economistas ortodoxos defendem a não intervenção do estado sobre a economia. Os modelos neoclássicos de concorrência mostram que o estado exerce efeitos nocivos sobre a economia, desequilibrando preços, gerando desequilíbrios entre a remuneração dos fatores e beneficiando as unidades produtivas mais ineficientes, penalizando agentes econômicos que sejam mais eficientes.

Por outro lado, economistas mais heterodoxos, buscam demonstrar e comprovar a partir de modelos keynesianos, a validade de políticas cambiais que influenciam de maneira positiva o crescimento do país, dada uma condição onde o produto da economia se encontre abaixo do produto potencial desta, como podemos ver no gráfico abaixo.

GRÁFICO 2- DESLOCAMENTO DA DEMANDA AGREGADA



As principais diferenças entre essas duas visões opostas nos levam as principais diferenças que podemos estabelecer entre os defensores de uma taxa de câmbio de equilíbrio (os ortodoxos), e os defensores de uma taxa de câmbio competitiva (autores com influências keynesianas).

Os autores como Dornbusch (1974)¹³ e Balassa (1971)¹⁴ citados por Zini Jr. (1990, p. 150) que defendem ajustes nas taxas de câmbio apenas como meio de equilibrar a balança de pagamentos e garantir o nível de emprego da economia, frente a uma abertura econômica que exponha o mercado nacional a uma forte concorrência internacional, seguem essa mesma lógica de depreciação do câmbio como forma de garantir uma competitividade do produto nacional *versus* o estrangeiro.

Esses autores seguem um raciocínio que iniciou-se com Meade (1951), onde a liberalização do comércio, com redução das tarifas de importação, teria o mesmo efeito de criação de um imposto sobre exportação, e portanto teria efeitos perniciosos sobre nível de emprego e balança de pagamentos, na medida em que haveria um aumento das importações e uma redução das exportações.

Determinar se uma taxa de câmbio está em equilíbrio, sobrevalorizada ou desvalorizada não é uma tarefa simples, pois existem uma série de elementos como fluxos internacionais de capitais, transações financeiras para o exterior, compra e venda de títulos no mercado nacional e internacional, até mesmo boatos e especulações podem ser citados como fontes de influência sobre a taxa de câmbio, e o ambiente econômico financeiro, no qual está inserido a taxa de câmbio é extremamente dinâmico. Não raras vezes acontecem variações extremas na taxa de câmbio, e se essas mostrarem-se persistentes afetam o lado real da economia, causando um impacto direto na balança comercial. Este ambiente dinâmico torna complexo um estudo a respeito da taxa de equilíbrio. O que sabemos é quais serão os efeitos de taxas sobrevalorizadas e quais são os efeitos de taxas subvalorizadas, e pode-se concluir portanto, que uma taxa de câmbio de equilíbrio tem o intuito de não alterar a dinâmica econômica presente. Taxa de equilíbrio é por definição uma taxa onde o preço pago por um bem no mercado nacional não perca o seu valor quando este for convertido em uma unidade monetária estrangeira.

Em primeiro lugar devemos perguntar o que esperamos de uma taxa de câmbio competitiva, e qual será o seu comportamento diante do mercado. Dornbusch e Balassa (supracitado) acreditam que o instrumento de política monetária denominado câmbio deve ser utilizado para evitar desequilíbrios da BP e queda do nível de emprego. Podemos usar uma taxa de câmbio para estimularmos a demanda agregada e elevarmos o nível de renda do país?

¹³ Dornbusch, R. (1974). "Real and Monetary Aspects of the Effects of Exchange Rate Changes". Chicago. Chicago of University Press.

¹⁴ Balassa B. (1971). "Estimating the Shadow Price of Foreign Exchange in Project Appraisal". *Oxford Economic papers*, 26(2):147-168.

A resposta é sim. O efeito da curva J (BLANCHARD, 2004) comprova o impacto positivo que uma desvalorização tem sobre o crescimento das exportações, mesmo esse efeito sendo temporário, ele eleva o nível das exportações acima do período anterior à aplicação da política de desvalorização.

O devemos esperar de uma taxa de câmbio competitiva ? Espera-se que uma taxa de câmbio competitiva signifique um preço internacional do produto mais baixo.

Um exemplo pode ilustrar a situação. Se um produtor nacional tem uma mercadoria no valor de R\$ 2, e vende seu produto no mercado internacional por US\$ 1, temos uma taxa de câmbio de R\$/US\$ 2. Se o governo brasileiro adota uma política de depreciação do câmbio, e desvaloriza a moeda em 20%, teremos uma nova taxa de câmbio de R\$/US\$ 2,20. O produtor nacional passará a vender seu produto, que continua valendo R\$ 2 se considerarmos uma variação da inflação igual a zero no período, no mercado internacional por US\$ 0,91, ou seja, terá um ganho de 9 centavos de dólar por unidade vendida a mais no mercado internacional. As grandes empresas chamam ganhos por conta de variações cambiais, de ganhos por *forex* (*foreign exchange*).

Se o governo conseguir manter essa taxa de câmbio por um período longo estará beneficiando as empresas nacionais, pois o preço estará num nível menor que o anterior à aplicação da política.

Para o estado, o custo de uma política cambial pode ser alto, dependendo do quanto deseja-se alterar a taxa de câmbio. Existem várias maneiras de aplicar uma política cambial de desvalorização, as mais comuns são: expandir a oferta monetária através da emissão de moeda, compra de títulos, redução do compulsório; redução da taxa de juros provocando uma saída de dólares que estavam sob a forma de títulos da dívida nacional (considerando uma economia aberta, com livre mobilidade de capitais e taxa de juros flutuantes) e instrumento de fixação de uma taxa de câmbio sobrevalorizada. A situação em que o estado fixa a taxa de câmbio traz desequilíbrios na balança de pagamentos e só pode durar enquanto durem as reservas de dólares do país. Reduzir as taxas de juros tem dois efeitos contrário: Por um lado irá provocar uma queda no valor dos títulos do governo e dificultar seu financiamento, por outro lado reduz os gastos da dívida com juros. Reduzir o compulsório, expandir a oferta monetária e comprar títulos irão aumentar a liquidez da economia e pode gerar inflação.

O terceiro efeito da desvalorização que devemos avaliar é aquele sobre a sociedade. Uma taxa sobrevalorizada reduzirá a competitividade dos produtos estrangeiros, e as pessoas passarão a consumir menos importados, pois estes subirão de preços, e os produtores

nacionais também podem reajustar seus preços frente a uma demanda interna maior, o que gera uma perda do poder aquisitivo da população. Por outro lado, uma expansão das exportações pode ter um impacto positivo sobre a geração de emprego, elevando o bem estar social geral se este efeito do aumento de empregos for maior ao do efeito de queda do poder de compra.

Um câmbio sobrevalorizando afeta a economia de maneira negativa, por conta da perda da competitividade dos produtores nacionais frente aos produtos estrangeiros, que tornam-se mais “baratos”, o que leva os consumidores nacionais a substituir os produtos nacionais por estrangeiros. O efeito positivo desta troca é o ganho de renda que o consumidor tem, e algumas vezes um ganho de qualidade (o que não é sempre verdade), o que eleva o poder de compra da moeda nacional e proporciona uma melhor qualidade de vida (se considerarmos esta ligada ao nível de consumo médio da população).

Podemos ainda considerar um terceiro efeito que uma taxa de câmbio sobrevalorizada terá sobre a economia de um país, o efeito sobre a conta de capitais. Uma sobrevalorização do câmbio fará com que haja uma perda líquida da quantia investida pelo investidor estrangeiro. Consideremos o exemplo onde um título de R\$ 1 está à venda no mercado. Se considerarmos a taxa de câmbio (E) de 2 R\$/US\$, teremos então que o custo de um título para o investidor estrangeiro é de 0,5 US\$. Se ele comprar o título hoje, sua aplicação estará dando um retorno, ao final do período de 1 ano, igual ao seu valor de face (VF) mais a taxa de juros (i) aplicada sobre este mais/menos a desvalorização/sobrevalorização (ΔE) da moeda nacional.

$$i = 10\% \text{ aa.}$$

$$VF = 1 \text{ R\$}$$

$$E = 2 \text{ R\$/US\$}$$

$$R_n = VF \cdot (1+i)$$

$$\Delta E = (E_f - E_i)/E_i$$

$$R_e (\text{US\$}) = R_n + \Delta E$$

O retorno da aplicação em um título nacional, em caso de uma valorização do câmbio, representa uma perda de capital em moeda estrangeira, o que torna os títulos nacionais menos atrativos, caso não haja uma compensação através de um aumento da taxa de juros. Um sobrevalorização pode causar uma redução do fluxo de capitais para um país, e indiretamente provocar uma elevação das taxas de juros internas para que a conta de capitais mantenha-se em equilíbrio, o que pode causar um efeito negativo sobre a demanda agregada do país, mais especificamente sobre os investimentos.

Em resumo, os principais argumentos a favor da desvalorização do câmbio são o benefício ao produtor nacional e o efeito positivo sobre o emprego; e a favor da manutenção de uma taxa de câmbio de equilíbrio é a estabilidade dos preços.

Os argumentos contra a manutenção de uma taxa de câmbio competitiva são os efeitos negativos sobre a conta de capitais e a inflação, por outro lado manter uma taxa de câmbio de equilíbrio pode ter um custo muito grande ao crescimento do país, pelo menos no curto prazo.

No próximo capítulo será apresentado a política cambial do Brasil e da Coréia do Sul. Argumenta-se que a Coréia do Sul tende a ter uma taxa de câmbio estável e competitiva, o que favoreceu o crescimento dessa economia frente ao Brasil.

5 INSERÇÃO HISTÓRICA DE BRASIL E CORÉIA DO SUL

5.1 Brasil : Anos 60 e 70

A década de 60 inicia com algumas questões políticas, que tem uma importante participação no desenrolar dos eventos que se sucedem e que impactam de maneira decisiva a tomada de decisão de políticas econômicas durante todas as 3 décadas posteriores. Contextualizemos, primeiramente, qual era a situação econômica e política do Brasil que inicia os anos 60.

Em seu texto sobre os ciclos de desenvolvimento, SERRA (1981) consegue colocar de maneira sucinta a situação em que o Brasil se encontrava. De 1947 a 1960 são criados no Brasil um série de empresas nacionais de grande porte, há a criação da *holding* Eletrobrás, além da expansão da Petrobrás e da Companhia Siderúrgica Nacional (além de outras três companhias produtores de aço). O estado aumenta sua participação nos investimentos do PIB, passando de 15,3 para 17,8% em proporção do PIB de 1955 a 1961 (SERRA, 1981), o que significou de 1956 a 1962 um aumento do investimento do governo total de 15 por cento ao ano em termos reais.

Muitas empresas de porte internacional vieram se instalar no Brasil neste período e se aproveitaram do ciclo de expansão da demanda no Brasil por bens intermediários, de consumo duráveis e não-duráveis. No entanto, deve-se destacar que o modelo de financiamento dos investimentos foi realizado através de endividamento crescente do Banco do Brasil que sustentava seus gastos a partir de emissão monetária. Outro fator relevante a ser destacado são os desequilíbrios na balança de pagamentos que passaram a ocorrer principalmente a partir de 1958, decorrentes da deterioração dos relações de troca, resultante da acumulação de saldos negativos a partir de 1958 (SERRA, 1981), curto período de maturação dos empréstimos e crescimento dos serviços de capital estrangeiro.

No campo político existia um grande temor por parte dos países aliados aos EUA e defensores do capitalismo que países da América Latina, mas não só da AL, buscassem alternativas aos inúmeros problemas sociais, que permeavam os países em desenvolvimento, no comunismo, o que fez com que os governos latino-americanos sofressem uma grande pressão para retaliar qualquer manifestação contrária ao regime capitalista. Todos os países eram monitorados de perto pelos EUA e suas agências de inteligência para que fosse evitados qualquer princípio de revolução.

Portanto, devemos destacar que no início dos anos 60 havia: i) instabilidade política, ii) desequilíbrios na balança de pagamentos, iii) inflação crescente, puxada por um maior número de gastos do governo iiiii) uma grande capacidade de produção instalada (ABREU, 1990).

A tabela 1.0 nos mostra abaixo como foi o desempenho dessa taxa de câmbio real no Brasil, de 57 a 68.

TABELA 1 - TAXA DE CÂMBIO EFETIVO REAL DO BRASIL (1957-85)

	1957-68	1969-79	1980-85	1969-85
Número de observações	46	44	24	68
Variância	0,014	0,003	0,008	0,007
Desvio Padrão	0,118	0,053	0,088	0,081
Mediana	0,852	0,812	0,929	0,836

FONTE: Tabela 3.2.3 (Zini Jr.), alterada pelo autor.

Na tabela acima podemos observar que o período de 57 a 68 possui a taxa de câmbio real com a maior variância e o maior desvio padrão, ou seja, a taxa de câmbio variou muito, sinal claro de que a política cambial provocava uma instabilidade crescente do câmbio. As variações registradas nesse período, podem ser explicadas em parte pelas taxas de inflação elevadas, que decorreram em parte dos desequilíbrios na BP do Brasil por conta dos empréstimos feitos para financiamento dos investimentos realizados na década anterior, o que influenciou a taxa de câmbio do período.

Segundo dados extraídos do artigo de Serra, o PIB cresce entre 1962 e 1967 3,2%, uma média real muito inferior ao período anterior de 1955 a 62 de 7,1%.

Por outro lado podemos notar que neste período o Brasil teve um crescimento contido. Podemos considerar que parte desse resultado, como explica Serra em seu texto, tenha sido influenciado pela reforma tributária realizada pelo governo para tentar equilibrar as contas correntes, além de uma política macroeconômica contracionista, que levou a uma redução da demanda.

Um segundo período da década de 60 inicia-se após o golpe de estado e início da ditadura. O estado passa a assumir um papel dominante sobre a economia, mas no entanto, o

motor desse crescimento não é necessariamente um fator advindo dessa política econômica com um grande foco em investimentos de grande porte, e sim talvez por parte de uma capacidade produtiva ociosa, decorrente de investimentos realizados durante o plano de Metas, de 1955 a 1960. Como ressalta Serra, foram os elementos essenciais necessários a expansão desse período, que de 68 a 73 registra taxas de crescimento de até 14%, ficando na média em torno de 11% a.a., não por acaso chamamos o período de “Milagre Econômico”.

A partir de 68 a política econômica cambial é definida por um câmbio flutuante “sujo”, que ficou conhecido como minidesvalorizações.

No capítulo anterior vimos a análise IS LM BP, que nos mostra a relação entre política fiscal, monetária e balança de pagamentos. A política adotada pelo governo visava basicamente manter a paridade do poder de compra da moeda. Tem-se um nível de câmbio e como premissa tomamos que a desvalorização será igual a inflação do período, o que manteria o câmbio real constante.

A adoção dessa política teve impactos significativos sobre o comércio, segundo Zini Jr: “Após a adoção da minidesvalorização as exportações elevaram-se rapidamente. (...) Entre 1973 e 1980 o crescimento tendencial das exportações brasileiras foi de cerca de 1,5%, superior ao do comércio internacional, permitindo assim ganhos de margem.”

Pela tabela abaixo podemos observar esses índices.

TABELA 2 - TAXA DE CRESCIMENTO REAL DAS EXPORTAÇÕES: BRASIL E MUNDO 1962 A 1985

	Taxa de crescimento Decenal % (média anual)		Variação Brasil vs Mundo
	Brasil	Mundo	
1962	-2,2	4,7	-6,9
1963	-1,7	5,4	-7,1
1964	-1,6	6,2	-7,8
1965	0,2	5,9	-5,7
1966	0,6	5,7	-5,1
1967	1	5,7	-4,7
1968	3,4	7,2	-3,8
1969	4,8	7,6	-2,8
1970	6,4	7,6	-1,2
1971	5,5	8,1	-2,6

1972	9,8	9,1	0,7
1973	11,8	10,3	1,5
1974	12,4	11,6	0,8
1975	11,4	10,2	1,2
1976	12,1	10,4	1,7
1977	14	10,7	3,3
1978	12,5	10,5	2
1979	11,5	10,8	0,7
1980	11,7	10,4	1,3
1981	12,1	8,4	3,7
1982	7,4	5,9	1,5
1983	4,8	3,4	1,4
1984	5,9	1,4	4,5
1985	5,5	2,2	3,3

FONTE: Zini Jr (1995)

Podemos fazer uma média do quanto o Brasil cresce suas exportações acima da média mundial e quando este cresce abaixo. A tabela abaixo mostra isto.

TABELA 3 - MÉDIA CRESCIMENTO EXPORTAÇÕES DO BRASIL VS MUNDO

1962-85	1962-71	1972-85
-0,8	-4,8	2,0

FONTE: Zini Jr (1995), cálculos autor

Podemos verificar pela Tabela 3 então que no período de 1962 a 85 o Brasil cresce em média -0,8% abaixo do Mundo, enquanto que entre 1972 e 1985 crescemos as exportações a uma taxa 2% superior ao Mundo. Essa divisão foi feita com o intuito de mostrar o efeito da política de minidesvalorizações, 1972 a 1985, diferente do período anterior a adoção desta política.

As exportações, como parte importante da composição da demanda agregada, influenciam assim, de maneira determinante, qual será o crescimento de uma economia. Por

outro lado, faz parte também da composição da demanda agregada as importações. Não é suficiente apenas que um país veja suas exportações crescerem, é necessário também que o valor destas seja superior ao das importações. Qual foi o comportamento das importações neste período? A Tabela 4 mostra o crescimento das importações versus exportações neste período.

TABELA 4 - TAXA DE CRESCIMENTO REAL DAS EXPORTAÇÕES E IMPORTAÇÕES DO BRASIL 1962 A 1985

	X	M
1962/67	3,4	1,5
1967/73	18,3	18,5
1967/70	19,7	15,6
1970/73	17	21,4
1973/76	14,5	8,2
1976/80	7,5	1,6
1973/80	10,4	4,4

FONTE: SERRA (1981)

O período de 73 a 80 teve um crescimento claro das exportações acima das importações. Deve se ressaltar no entanto, o papel protetor do estado em muitos setores da economia, o que possui um impacto significativo nessas taxas de crescimento. Uma economia que cresceu nesse período (de 1970 a 1980) a taxas médias de 8 a 9% a.a. tem um aumento muito grande pela demanda por vários outros bens, que normalmente será atendida em parte com uma oferta maior de bens importados, mas dado o caráter protecionista do governo, a política de minidesvalorizações, isso não se deu de uma maneira tão forte.

No entanto, é interessante analisarmos que nosso saldo comercial, pela Tabela, 5 foi positivo de 1960 a 1970, e coincidentemente, de 1970 a 1980 nosso saldo na balança comercial torna-se negativo.

TABELA 5 - BALANÇA COMERCIAL - (FOB) - SALDO - US\$ CORRENTES
(MILHÕES) - BCB BOLETIM/BP - BPN12_SBC12

PERÍODO	SALDO
1960	-24,1
1961	111,2
1962	-89,7
1963	112,4
1964	343,5
1965	654,7
1966	438,1
1967	212,7
1968	26,3
1969	317,9
1970	232,2
1971	-343,5
1972	-241
1973	7
1974	-4690,2
1975	-3540,4
1976	-2254,8
1977	96,6
1978	-1024,2
1979	-2839,2
1980	-2822,8

FONTE:IPEADATA

Durante esse período, de 73 a 1980, o Brasil recebeu uma série de investimentos externos, segundo CANUTO (1994) o II PND teve uma intenção clara em alavancar o setor privado nacional através de políticas de gastos e financiamentos públicos ou na formação de *joint ventures*. Esse fato é muito importante e ajuda explicar em parte a dinâmica do setor industrial, que possibilitou a expansão das exportações.

Se compararmos 1962 contra 1972, veremos que os investimentos estrangeiros triplicam no Brasil, e se olharmos na média o período de 62 a 1969 contra 72 a 1979 veremos

que neste segundo a média de investimentos estrangeiros é 4 vezes superior ao primeiro período.

Novamente, se olharmos a tabela 1 veremos que o período de 57 a 68 tem uma variância de 0,017 da taxa de câmbio, muito superior ao período de 1969 a 1979, de 0,003, o que mostra a estabilidade que a política cambial teve nestes anos.

Uma política cambial estável e previsível minimiza os riscos dos empresários desejosos em investirem no país. Em períodos de turbulência e instabilidade política, como o período de 1962 a 1967, a relação risco/retorno tende a aumentar por motivos como incerteza com relação a contratos e respeito a propriedade privada, incerteza sobre os níveis de demanda interna decorrente do medo dos empresários em investir, que leva a cortes de funcionários e menor demanda, gerando um círculo vicioso. Durante esse período de instabilidade política as taxas de câmbio tiveram alta volatilidade, o que dificulta ainda mais, para empresários desejosos em investir no país, calcular seu custo de produção, assim como seu preço de venda, o que eleva muito os riscos, pois não se tem certeza que poderei comprar amanhã ainda meu insumo A por R\$/US\$, pois se a conjuntura muda, minha moeda se desvaloriza e eu passo a comprar A por 2 R\$/US\$. Meus contratos de venda também elevam as chances de que eu tenha uma perda por desvalorização de meu produto, passando a ganhar menos unidades monetárias pela mesma mercadoria.

5.2 Brasil: Anos 80 e 90

Durante os anos 80 o Brasil enfrentou vários problemas econômicos, baixo crescimento e inflação eram os macro problemas. A dívida externa torna-se um problema sério e a política econômica torna-se conservadora, dada a necessidade de gerar saldos positivos nas contas do governo para que o empréstimo fossem pagos.

Os choques do petróleo ocorridos na década anterior haviam exposto a fragilidade e a dependência brasileira à esse insumo. O resultado do endividamento do governo, um sistema financeiro nacional sem mecanismos fortes de financiamento de longo prazo, a necessidade de endividamento de várias empresas neste período, causaram uma dependência externa muito grande, e o baixo crescimento econômico do período foi o principal resultado disto.

A política cambial é durante esse período um mecanismo pelo qual pode se observar a variação da inflação, pois o governo torna ela, a partir de 1985 novamente uma taxa com flutuação livre.

Percebemos pela tabela 6 que a variância do câmbio real é extremamente elevada no período de 86 a 90, época da hiper inflação. A variância da inflação é, obviamente, também elevada.

TABELA 6 - TAXA DE CÂMBIO - EFETIVA REAL - IPA-OG - EXPORTAÇÕES - ÍNDICE (MÉDIA 2000 = 100)

	1980-85	1986-90	1992-96	1997-00
Número de observações	72	72	60	48
Média	128,5	109,6	97,5	98,8
Variância	171,2	339,6	166,8	165,8
Desvio Padrão	13,1	18,4	12,9	12,9

FONTE: Cálculo do autor com base em dados do IPEADATA

A década de 80 possui vários planos econômicos que tentam, sem sucesso, frear a inflação. Normalmente o câmbio tentou ser usado como instrumento de ajuste de política monetária para frear a inflação. Zini Jr. (1995) encontra através de regressão econométrica uma relação que mostra uma depreciação real de bens comercializáveis. Depreciação de bens comercializáveis deve levar a um aumento de exportações e do saldo da Balança Comercial.

Vejamos pela tabela 7 o saldo da balança comercial.

TABELA 7 - BALANÇA COMERCIAL - (FOB) - SALDO - US\$ CORRENTES (MILHÕES) - BCB BOLETIM/BP - BPN12_SBC12

PERÍODO	SALDO
1981	1203
1982	780
1983	6471
1984	13090
1985	12486
1986	8304
1987	11173
1988	19184

1989

16119

FONTE: IPEADATA

Ora, a depreciação dos bens comercializáveis causou de fato um impacto significativo na balança comercial brasileira, gerando saldos positivos durante toda a década de 80. Esse resultado não influenciou de maneira decisiva para o fraco desempenho da economia durante os anos 80, no entanto permitiu que houvessem sido gerados bons resultados comerciais em um período de total estagnação econômica. Não somente isso, o saldo da balança comercial mostra que este foi um setor que gerou certo dinamismo ao seu redor, não permitindo que as taxas de crescimento fossem ainda piores. No entanto, os saldos na balança comercial foram utilizados para pagar a dívida crescente durante os anos 80, ou seja, o dinamismo apresentado pela balança comercial foi desperdiçado.

Por outro lado não se deve esquecer, que somente a partir do governo Collor que o Brasil inicia um processo real de abertura econômica, que faz com que enfrentemos a competição externa com um número muito menor de subsídios e proteções. O processo de abertura que se inicia a partir de Collor irá tornar a indústria brasileira mais competitiva por um lado, mas por outro lado, pode-se dizer, que o processo releva a política cambial a um segundo plano, onde esta tem apenas uma função de manter baixos os níveis de inflação, permitindo que qualquer pressão de demanda seja atendida pela importação, o que torna o ambiente nacional para as indústrias, acostumadas a uma proteção excessiva, extremamente agressivo, e induz as empresas a busca por uma série de melhorias.

No início dos anos 90 a questão da inflação “galopante” não havia sido ainda resolvida, e esse será, doravante, o foco da atenção das políticas econômicas que surgirão em cena.

Com várias tentativas fracassadas de frear a inflação, desde congelamentos de preços e salários, até diversas mudanças de moeda, o governo que substitui Collor, o governo de Itamar Franco, inicia um novo estudo de combate a inflação, com um plano que será liderado por Fernando Henrique Cardoso e uma equipe de economistas.

Em 1994 o plano Real entra em ação, sendo que a medida que impacta diretamente sobre o câmbio é a sobrevalorização deste e fixação de seu valor muito abaixo de seu valor “real”, o que provou ser mais tarde uma ação com um ponto positivo, pois de fato a entrada de produtos importados consegue diminuir qualquer pressão de preços que ocorresse, e muitos

negativos, pois criou desequilíbrios enormes na balança de pagamentos e trouxe consequências negativas para a indústria nacional.

A base para esta tomada de decisão encontra-se fundamentada na idéia de “liberalização com ajustamento” do câmbio (Zini Jr., 1995), que surge na década 50 e tem como objetivo diminuir os efeitos perversos deste sobre o emprego e sobre a conta corrente. Parte-se do princípio de que diminuindo a proteção tarifária e desvalorizando o câmbio, provoca-se um efeito de deflação na economia doméstica (ou no caso do Brasil, de desaceleração dos preços) e ajustando a taxa de câmbio mantêm-se a conta comercial em equilíbrio e preservar o nível de emprego.

O Brasil optou no entanto, com o plano Real, em valorizar sua moeda e além disso reduzir tarifas, o que provoca sim uma redução da inflação, mas também provocou um desajuste da balança comercial e impactou o nível de emprego negativamente.

A Crise Asiática (1997) e a Crise do México (1998) tornou insustentável a manutenção dessa política, o que leva o governo a desvalorizar o câmbio em 1999 e voltar ao sistema de livre flutuação, o que por sua vez gerou também uma série de prejuízos para pessoas físicas e jurídicas que tinham dívidas atreladas ao dólar.

Note pela tabela 8, que a partir de 95 o Brasil passa a gerar sucessivos saldos negativos na balança comercial, o que foi decorrente em primeira instância de uma política cambial fixa com o real sobrevalorizado, o que tornou, em outras palavras, o produto brasileiro, simplesmente caro demais no exterior.

TABELA 8 - BALANÇA COMERCIAL - (FOB) - SALDO - US\$(MILHÕES) - BCB
BOLETIM/BP - BPN12_SBC12

PERÍODO	SALDO
1990	10752
1991	10580
1992	15239
1993	13299
1994	10467
1995	-3466
1996	-5599
1997	-6753
1998	-6575
1999	-1199
2000	-698

FONTE: IPEADATA

Em 40 anos de Brasil, podemos distinguir, a grosso modo, quatro períodos importantes para determinação de quais serão as políticas cambiais, e para analisarmos estas com o crescimento do produto devemos ter em mente que são períodos com diferentes características. Um primeiro período, que vai de 1960 até 1968 onde a preocupação do governo é combater a inflação e realizar ajustes nas contas do governo para melhorar a capacidade deste de se auto financiar, em que portanto, a taxa de câmbio apresenta grande volatilidade. Um segundo período que engloba o “milagre econômico”, onde a política cambial é a de minidesvalorizações e o país encontra-se em um movimento acelerado de crescimento econômico, sendo também o foco do governo o crescimento econômico. Uma terceira etapa na qual o país luta basicamente contra sua alta dívida externa e uma crescente inflação, sendo que a taxa de câmbio torna-se, novamente, altamente volátil, e um quarto momento onde o Brasil combate a inflação através do plano Real e, com o plano Real, faz com que o câmbio se torne um instrumento de combate a inflação, sobrevalorizando e fixando este.

5.3 Coreia do Sul: Anos 60 e 70

A Coreia do Sul no pós-guerra é uma economia que adotou uma estratégia de substituição de importação. HAGGARD (1990) coloca como principais fatores que levam a Coreia a seguir este caminho como perda de mercados e problemas persistentes na balança de pagamentos. A instabilidade política e a guerra da Coreia, na qual os EUA se aliaram aos sul-coreanos, tornaram os EUA os grandes aliados na Coreia do Sul.

Os EUA tiveram um importante papel na estratégia de SI (substituição de importações) pela qual a Coreia optou. Entre 1953 e 1962, a ajuda financeira norte-americana representava 70% do total das importações sul-coreanas e 75% da formação de capital fixo. Os norte americanos foram responsáveis por várias reformas além de terem tido papel decisivo na maneira a qual a política econômica seria ditada. Os embates mais importantes entre americanos e sul-coreanos estavam sempre ligados a política cambial que seria estabelecida. Por uma lado os coreanos achavam que taxas de câmbio mais “realistas” (diga-se: mais baixas), como queriam os americanos, prejudicariam a economia pois aumentar-se-iam o número de importações e reduzir-se-iam as exportações.

Em 1961 criou-se a EPB (Economic Planning Board), que tomou como umas das primeiras a concessão de crédito as empresas exportadoras, e não somente a essas, mas também a todas as empresas que participassem do processo de criação de um produto, inclusive as empresas que importassem insumos que fossem ser utilizados na composição de produtos a serem exportados. Este era um desafio para o governo, pois requeria um processo extremamente complexo de administrar. No entanto fora um enorme incentivo as empresas interessadas em exportar, além de determinar um novo rumo ao processo de industrialização, que antes de 1960 era de substituição de importações e passou a ser um processo de promoção de exportação. O processo de promoção de exportações também foi seguido de um processo de abertura as importações, portanto, pois estava implícita a necessidade de se importar uma série de insumos, o que requeria a redução de tarifas importadoras, para tornar os produtos coreanos a serem exportados competitivos no mercado internacional.

O governo coreano sofreu pressões para abandonar o sistema de controle da taxa de câmbio, o que veio a ocorrer em Maio de 1965, quando foi estabelecida uma taxa de câmbio flutuante na Coreia. Para compensar possíveis ataques especulativos que a moeda viesse a sofrer o FMI liberou US\$ 9,3 milhões para evitar flutuações e ataques a moeda (HAGGARD, 1990). Várias reformas seguiram esta como política monetária mais conservadora, aumentos de impostos, aumento de importação de bens não essenciais, limites de empréstimos internacionais e aumento do suporte aos exportadores. No nível microeconômico um comitê de desenvolvimento de exportações fora criado para identificar produtos, setores e empresas que poderiam vir receber incentivos de exportação, além de ter sido criado uma comissão para auxiliar as empresas em áreas como marketing e avaliação da qualidade.

Em 1970 a Coreia enfrentava graves problemas macroeconômicos como um endividamento externo crescente, uma estrutura financeira fraca de suporte a firmas, dificuldades da balança de pagamentos associados com uma política macroeconômica expansionista. Ademais problemas como corrupção, negligência do setor rural, pressão inflacionária sobre os salários reais e desigualdades regionais apenas eram problemas extras que movimentavam a coreia no início dos anos 70.

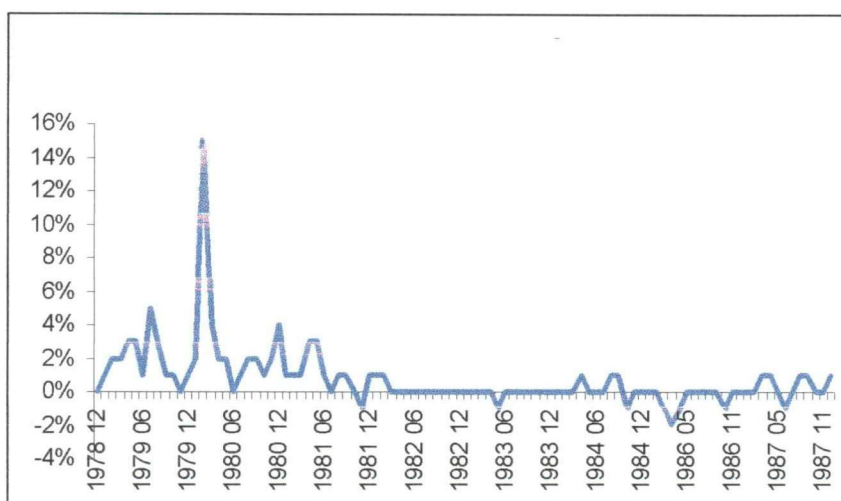
Em 1972 a lei marcial é declarada através do Decreto de Emergência Econômica de 3 de Agosto de 1972 O plano de apoio a indústria química e pesada (HCIP) é anunciado no principio de 1973, com o intuito de dar independência a Coreia na importação de matérias-primas essenciais a indústria, principalmente bélica, dado a insegurança causada pela derrota

dos EUA no Vietnã, a reaproximação dos americanos com a China, que elevaram os anseios dos coreanos por um aumento de gastos com segurança nacional (HAGGARD, 1990).

O grande número de investimentos governamentais que sucederam, e que foram financiados principalmente através de uma política monetária expansionista fizeram com que a moeda coreana fosse desvalorizada e em meados de 1978, juntamente com o segundo choque do petróleo, começassem a ficar claras as pressões inflacionárias na economia. A taxa de juros na economia passa de 18,8 % a.a. em 1979 para 22,8% a.a. em 1980 ¹⁵.

O gráfico 3 mostra a variação da inflação mensal neste período.

GRÁFICO 3 - INFLAÇÃO MENSAL (IPCA) DA CORÉIA DO SUL



FONTE: IPEADATA

O gráfico acima mostra que o período de 1979 a 1981, é o período onde a inflação na Coreia do Sul atinge seus picos históricos, chegando a quase 16% ao mês, o que coincide com a desvalorização nominal da moeda coreana.

5.4 Coreia do Sul: Anos 80 e 90

Para segurar as pressões inflacionárias o governo freia os investimentos previstos e os resultados seguem com uma desaceleração da inflação que passa de um crescimento anual de 14,1% de 1979 a 1982 para 2,9% de 1983 a 1984 (HAGGARD, 1990).

Reformas de liberalização do comércio continuaram na pauta, pressionados principalmente pelos EUA. A Coreia aprova em 1983 uma série de reduções de tarifas de

¹⁵ Cálculo com base na taxa de juros média mensal. Dados extraídos do IPEADATA.

importação que iriam até 1988 levar a Coreia a um índice de liberalização de importações de 95% de sua pauta de importações.

Durante os anos 90, a crise asiática foi a que afetou mais consistentemente o desempenho do crescimento do PIB coreano.

O PIB chega mesmo a cair de 1997 para 1998. A Coreia do Sul fora então, segundo CANUTO (2001), o epicentro da crise financeira. O início da crise deu-se através de uma acentuada desvalorização de suas moedas, assim como uma queda do preço dos seus ativos no mercado acionário. Ainda segundo Canuto, como reflexo disto ocorreu um fluxo enorme de saída de capital e queda das reservas internacionais da Coreia do Sul. O início da crise esteve ligado ao fato da moeda tailandesa, o Bath, ter passado a ser flutuante, o que levou a uma depreciação imediata desta e causou um efeito dominó nos outros “Tigres Asiáticos”, inclusive a Coreia do Sul, sendo que deu-se início a uma crise de confiança nas instituições financeiras destes países.

Durante Novembro de 1997 a moeda sul coreana, o Won, desvalorizou-se 25% como efeito da desconfiança generalizada que seguiu a desvalorização do Bath. Entre o final de 1997 e a primeira metade de 1998 a Coreia teve seu PIB reduzido em 8%.

Parte dessa queda foi influenciada pela grande queda dos investimentos assim como pela redução dos gastos do governo.

6 CRESCIMENTO ECONÔMICO E TAXA DE CÂMBIO

6.1 Estratégia Sul Coreana de Crescimento

Como analisado na primeira parte deste trabalho, o câmbio é um instrumento de controle e incentivo para melhorar o saldo da balança comercial. Aumento das exportações significa um aumento do produto interno, dadas as demais variáveis constantes. Crescimento econômico e o papel da taxa de câmbio neste é o objetivo deste trabalho.

Em 1961 a Coreia do Sul passou a adotar um modelo de substituição de importações. Esse modelo não deixava de lado a estratégia fortemente apoiada pelo governo do ditador Park Chung Hee, que governou a Coreia durante 25 anos, de incentivo as exportações. Pelo contrário, ao passar do tempo tornou-se claro que a estratégia de exportar era o objetivo final da política econômica.

A Tabela 9 relaciona os dados de exportação com câmbio real efetivo e com o câmbio nominal.

TABELA 9 - CÂMBIO REAL EFETIVO E CÂMBIO NOMINAL DA CORÉIA DO SUL

Variável	1960	1961	1962	1963	1964	1965
Exportação (Mil US\$)	4.1	5.7	9.6	38.6	57.7	106.4
Manufaturas exportadas em percentual sobre o total exportado	12.5	13.9	17.5	44.5	48.4	60.8
Taxa de câmbio oficial (won/dollar)	62.5	127.5	130	130	214.3	265.4
Taxa de câmbio real efetiva	147.6	150.6	151.5	189.4	281.4	304.6

FONTE: AMSDEN (1989)

Pode-se ver pela tabela 9 que as exportações coreanas de 1960 a 1962 dobram, e de 1962 a 1965 aumentam 10 vezes. A taxa de câmbio efetiva real está calculando também o nível de subsídios as exportações, segundo a metodologia utilizada por Amsden, o que leva a conclusão de que durante este período houve de fato uma desvalorização da taxa de câmbio nominal e real, com aumento constante dos subsídios a exportação (Amsden, 1989).

Encontra-se uma forte correlação do aumento das exportações com a desvalorização da taxa real de câmbio. No entanto, não apenas a desvalorização do câmbio mas também os incentivos de capital que foram dados para as empresas que exportassem foram também responsáveis pelo aumento das exportações nesse período.

O governo coreano criou em 1962 a lei de incentivo ao capital estrangeiro (Amsden, 1989). O objetivo desta era aumentar a entrada de recursos externos no país, de maneira que fosse possível financiar as empresas coreanas que desejassem exportar. Foram criadas uma série de garantias para os credores estrangeiros que possibilitaram eliminar os riscos de inadimplência por parte do governo coreano (Risco de “Default” nulo), além de proteger os capitais externos da depreciação do câmbio coreano.

Com estas medidas e o controle sobre o fluxo de crédito dentro do sistema financeiro nacional, assim como a nacionalização de todos os bancos, o governo passou a possuir um controle sobre os capitais muito grande, o que lhe permitiu discriminar a concessão de crédito para as atividades exportadoras.

Segundo Amsden, durante a maior parte dos anos 60 e 70 o custo para o governo de emprestar dinheiro no exterior era por vezes negativo. O governo passou a exercer a política de crescimento nacional baseado em duas ferramentas: Taxas múltiplas de câmbio e taxas de juros múltiplas. O governo apoiava e emprestava recursos de longo prazo as empresas que exportavam a um custo muito baixo, o que fez com que muitas empresas comesçassem a exportar (independente do tamanho desta, pequeno ou grande porte) para terem acesso a esses recursos.

Os subsídios a exportação, assim como as taxas de câmbio competitivas praticadas pelo governo coreano foram fundamentais para a expansão do PIB neste período. As exportações, principalmente aquelas de uso de mão-de-obra intensiva, foram particularmente favorecidas.

6.2 As Exportações e seu Impacto sobre o Crescimento Econômico

Em 1950 as exportações correspondiam a 5% do produto nacional bruto da Coreia do Sul. Em 1980 as exportações já representavam mais de 35% do PNB. As importações também cresceram, no entanto a taxas menores, principalmente por conta da grande proteção a indústria nacional dada pelo governo coreano.

Outro dado relevante levantado por Amsden é a taxa de investimentos e o nível de poupança na Coreia.

TABELA 10 - INVESTIMENTO E POUPANÇA COMO PERCENTUAL DO PNB NA COREIA DO SUL

ANO	Investimento Total (média dos últimos 4 anos)	Poupança do Governo (1)	Poupança das Família (2)	Poupança das empresas públicas e privadas (3)	Poupança Total (1+2+3)
1965	15,2	5,83	0,18	8,07	14,1
1970	25,7	7,6	3,5	7,7	18,8
1975	26,9	3,8	6,6	9,8	20,2
1980	30,3	5,7	6,6	10,3	22,6
1984	28,5	7,6	9,9	10,4	28,0

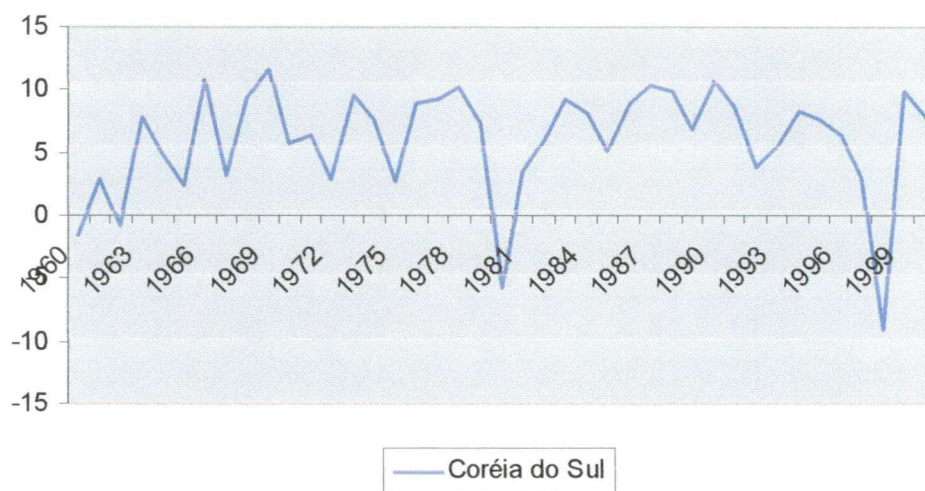
FONTE: AMSDEN (1989)

Na tabela 10 vimos que a evolução do investimento está intimamente ligada com a poupança. Para que um país cresça é necessário um volume de investimentos que suporte i) Aumento da demanda por produtos vindas de um crescimento quantitativo e qualitativo ii) Reposição dos equipamentos depreciados. Um câmbio depreciado, como é o caso da Coreia, não permitiu que os investimentos diminuíssem por conta dos preços mais elevados para se importar equipamentos de fora do país, pois o governo adotou uma política que facilitasse a importação de máquinas e equipamentos para a indústria.

Assim, na medida em que as exportações cresciam, e ao mesmo tempo o PIB também, os investimentos necessários para suportar essa expansão foram realizados, mesmo com uma taxa de câmbio depreciada. Empréstava-se dinheiro de fora, pois o custo de utilizar o capital estrangeiro era menor do que o nacional, aplicava-se na indústria voltada a exportação e ampliava-se a capacidade desta exportar.

No gráfico abaixo pode-se ver o crescimento percentual do PIB real da Coreia do Sul.

GRÁFICO 4 - CRESCIMENTO PERCENTUAL REAL DO PIB PER CAPITA DA CORÉIA DO SUL



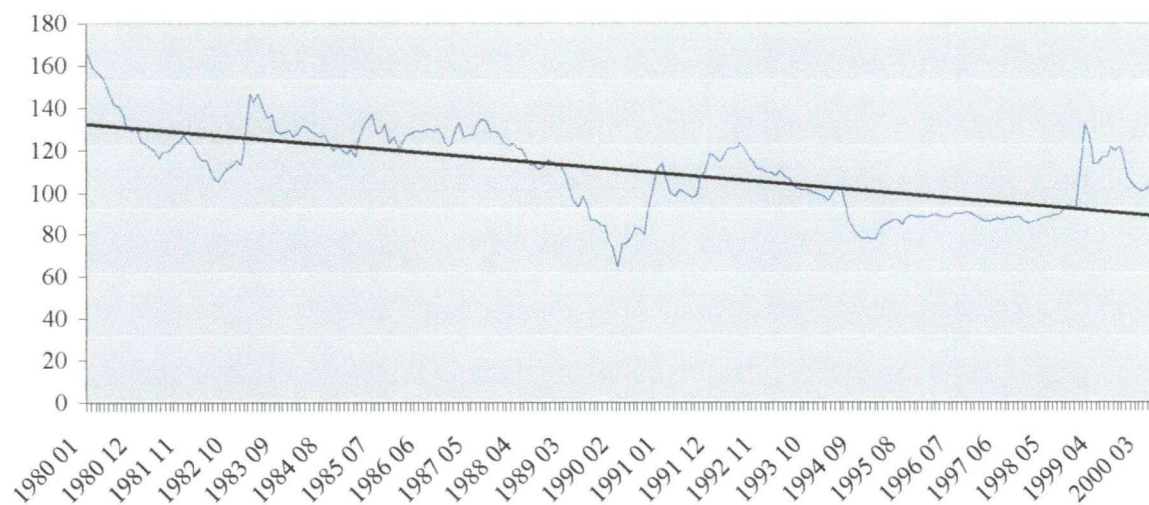
Fonte: IPEADATA

Percebe-se que em apenas dois momentos a variação do PIB nominal foi negativa. Durante o segundo choque do petróleo, em 1981, e em 1998/99, durante a crise asiática.

6.3 Taxa Real de Câmbio e Crescimento Econômico no Brasil

O caso do Brasil é muito interessante, pois encontra-se uma forte correlação da taxa real de câmbio juntamente com a diminuição das exportações e o baixo nível de crescimento econômico, a partir da década de 80.

GRÁFICO 5 - TAXA REAL DE CÂMBIO DO BRASIL

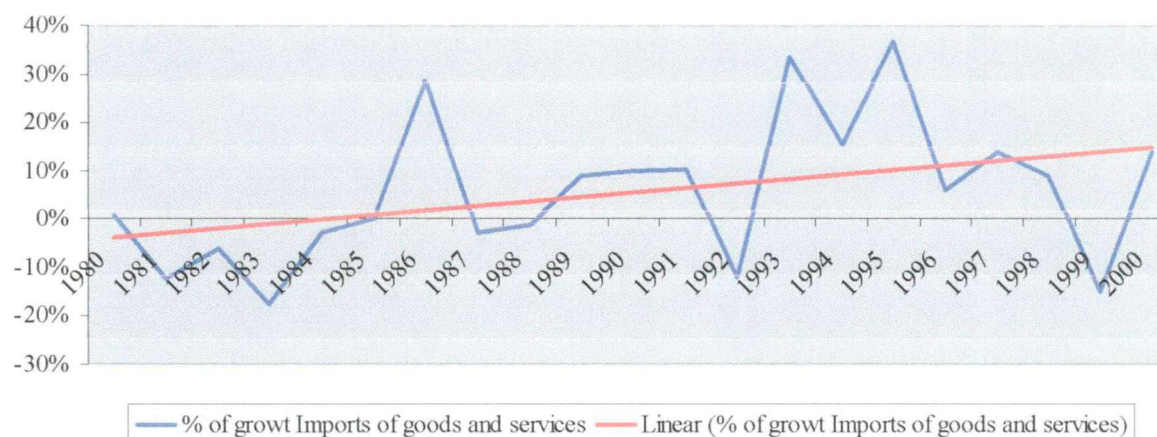


Fonte: IPEADATA

Pelo gráfico 5 podemos notar através da linha de tendência que a taxa real de câmbio do Brasil de 1980 a 2000 é declinante. O período de 80 a 83 possui uma forte tendência de apreciação do câmbio real, assim como o período de 1988 a 90 e 1993 a 1997, onde a taxa real de câmbio encontra-se abaixo de sua linha de tendência, portanto apreciada.

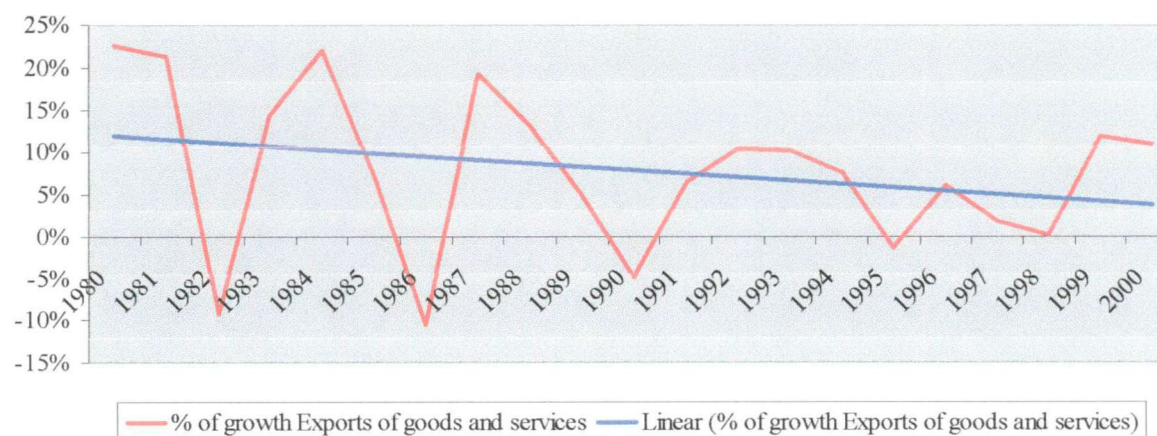
Os gráficos 6 e 7, que mostram a taxa de crescimento das importações e exportações respectivamente, revelam que a tendência a apreciação durante a década de 80 e 90 da taxa de câmbio real do Brasil vão de acordo com a tendência a queda do crescimento percentual das exportações e aumento do crescimento percentual das importações.

GRÁFICO 6 - CRESCIMENTO DAS IMPORTAÇÕES NO BRASIL



FONTA: IPEADATA

GRÁFICO 7 - CRESCIMENTO DAS EXPORTAÇÕES NO BRASIL



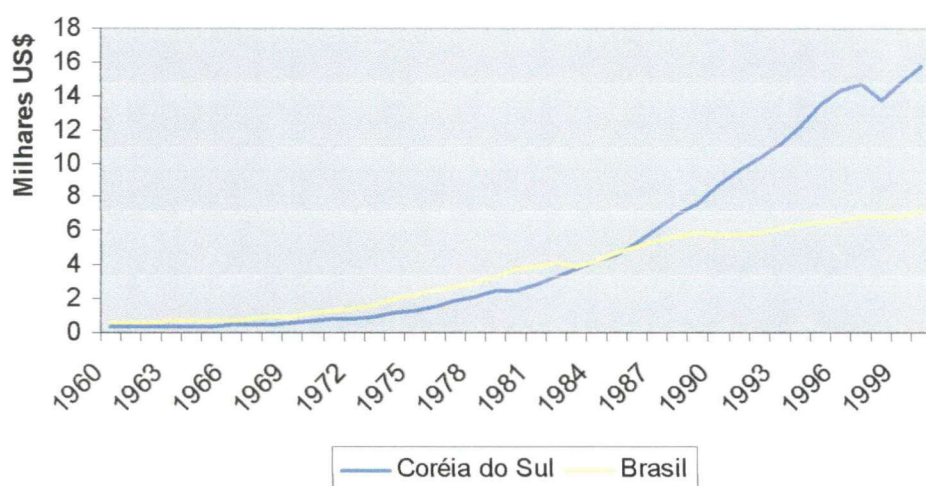
FONTE: IPEADATA

6.4 O Ponto de Ultrapassagem da Economia Sul Coreana pela Brasileira

O objetivo central deste trabalho é avaliar o impacto do câmbio no crescimento per capita de Brasil e Coréia do Sul. Qual foi o crescimento per capita destes países?

No Gráfico 8 podemos ver o crescimento do PIB per capita de Brasil e da Coréia do Sul.

GRÁFICO 8 - PRODUTO INTERNO BRUTO PER CAPITA REAL (Mil US\$)



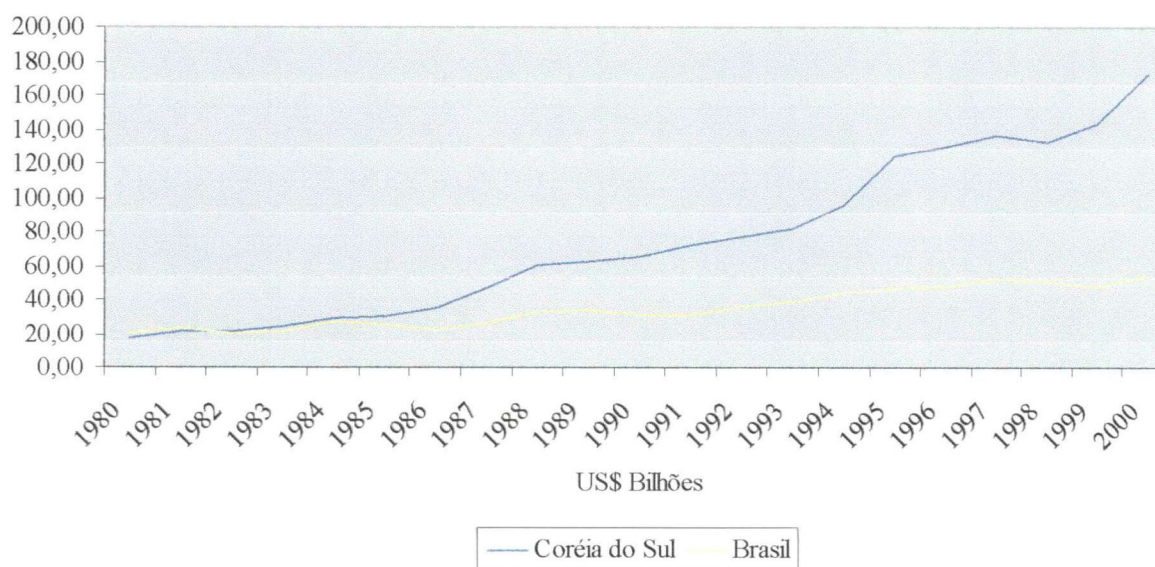
FONTE: World Bank

Em 1961 o PIB per capita do Brasil era o dobro do PIB da Coréia. O Brasil possuía um PIB per capita de US\$ 634, enquanto que a Coréia do Sul tinha um PIB per capita de US\$ 310.

O ano de 1985/86 marca um ponto de encontro entre os dois níveis de renda per capita, e a partir daí o PIB per capita da Coréia do Sul atinge o nível de US\$ 15.702 em 2000, praticamente aumentando 50 vezes seu per capita. O PIB per capita do Brasil no entanto, se eleva para US\$ 7.193, o que comparado ao nível de 1961 é 11 vezes maior, o que de fato não é um número desprezível, mas dado ao enorme avanço do PIB coreano neste mesmo período, levanta uma série de questionamentos, dentre eles o porquê a Coréia cresceu num ritmo mais elevado do que o Brasil neste período.

No gráfico 9 podemos enxergar o valor das exportações brasileiras versus as sul-coreanas, de 1980 até 2000.

GRÁFICO 9 - VALOR DAS EXPORTAÇÕES (US\$ Bilhões)



Fonte: World Bank

A partir de 1982 a Coreia do Sul passa a exportar mais que o Brasil em valor. Em 1988 a Coreia está exportando em valor US\$ 60 bilhões, enquanto que o Brasil exporta apenas US\$ 33 Bilhões, ou seja, mais que o dobro do que o Brasil exporta.

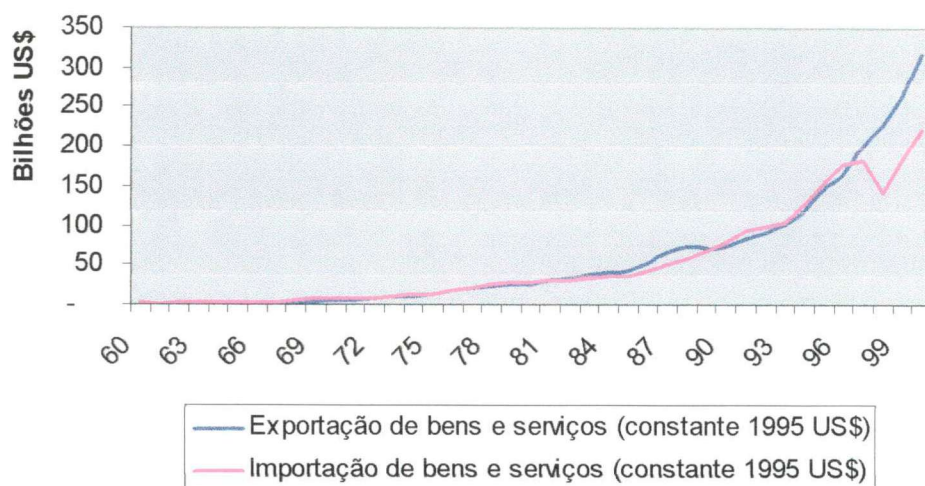
Outros dois gráficos muito interessantes, Gráfico 10 e 11, nos mostram as exportações versus importações sul-coreanas e brasileiras.

O financiamento das importações, no caso sul-coreano, é claramente feito através das exportações. Pode observar-se que somente ao final dos anos 90, com a Crise Asiática, que a Coreia do Sul reduz drasticamente suas importações, resultado da retração que seu PIB apresentou neste período, mas que no decorrer dessas quatro décadas o aumento de suas importações sempre é acompanhado pelo aumento das exportações.

No caso brasileiro, percebem-se duas coisas: o volume, tanto de exportações e importações, é menor do que o da Coreia do Sul. Nossas importações mantiveram-se acima das exportações durante três quartos do período analisado, sendo que somente durante os anos 80 as nossas exportações encontraram-se num patamar acima das importações. Outra análise interessante é a respeito do crescimento praticamente exponencial das exportações sul-

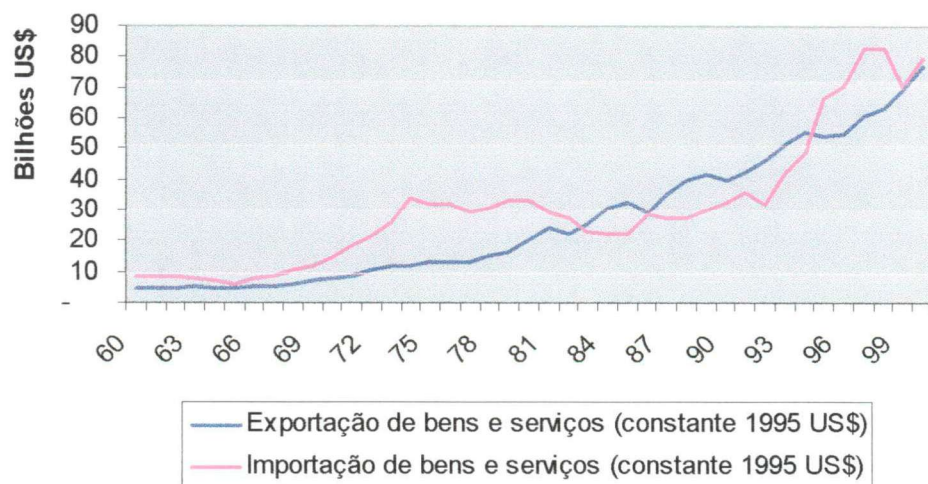
coreanas. Em 1960 o Brasil exportava US\$ 4,3 Bilhões e a Coréia do Sul US\$ 0,3 Bilhões, em 2000 o Brasil exportou US\$ 76,7 Bilhões e a Coréia do Sul US\$ 317,8 Bilhões.

GRÁFICO 10 – IMPORTAÇÕES VERSUS EXPORTAÇÕES SUL COREANAS EM BILHÕES DE US\$



Fonte: World Bank

GRÁFICO 11 - IMPORTAÇÕES VERSUS EXPORTAÇÕES BRASILEIRAS EM BILHÕES DE US\$



Fonte: World Bank

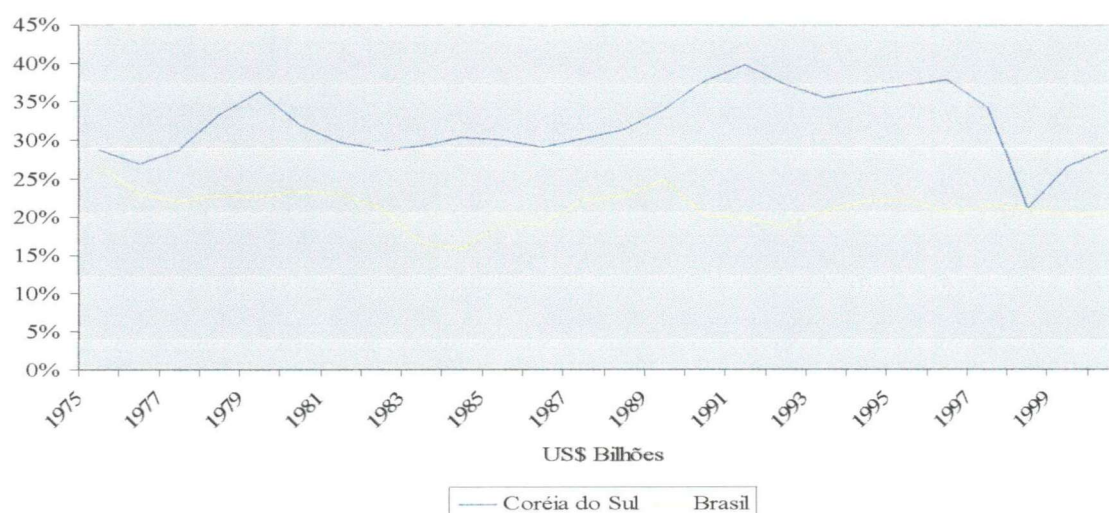
Canuto (1994), em seu livro a respeito da industrialização brasileira e sul coreana, diz que os elevados índices de exportação sobre o PIB só representaram uma associação entre o crescimento coreano e o dinamismo econômico internacional dos anos 80 (que inicia-se após 1983 com o início da recuperação da economia norte americana), porque seus investimentos (os investimentos na Coréia do Sul) não se estagnaram, inclusive no momento de transição, em pleno auge da crise do endividamento periférico. Segundo Canuto “Não se podem associar os diferenciais de crescimento entre as economias coreana e brasileira, nos anos 80, estritamente a diferentes graus de abertura comercial, em meio a uma conjuntura externa favorável, sem se considerar o que condicionou a dinâmica dos investimentos em cada caso”.

6.5 Análise da Pauta de Exportação

As exportações com proporção do PNB, também mostram uma sensível diferença entre o Brasil e a Coréia do Sul. Pelo gráfico 12 podemos observar a evolução das exportações com proporção do PNB de 1975 até 2000.

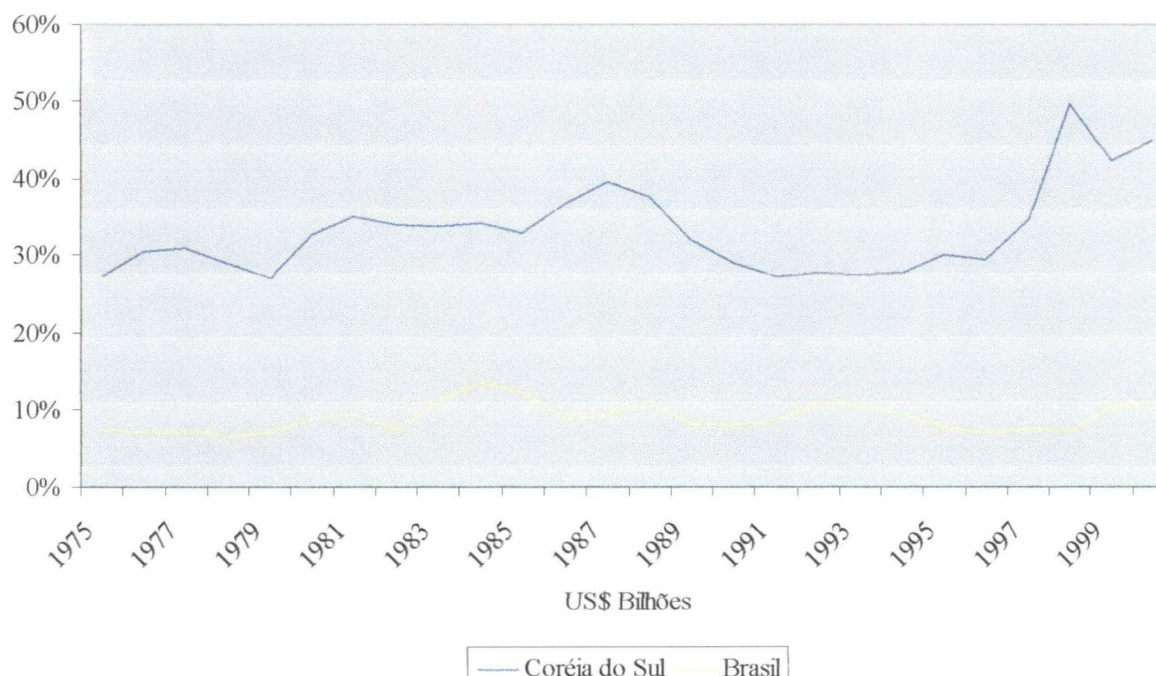
Se considerarmos que a Coréia do Sul manteve ao longo de 25 anos um forte ritmo de expansão das exportações, seria interessante analisarmos também que espécie de produtos que compuseram a pauta de exportações durante esse período. Percebe-se pelo gráfico 14 que a mudança mais significativa entre 1980 e 2000 é a redução significativa da exportação de produtos agrícolas e matéria prima da pauta de exportação da Coréia.

GRÁFICO12 - FBKF DO BRASIL E DA CORÉIA DO SUL EM PROPORÇÃO DO PIB



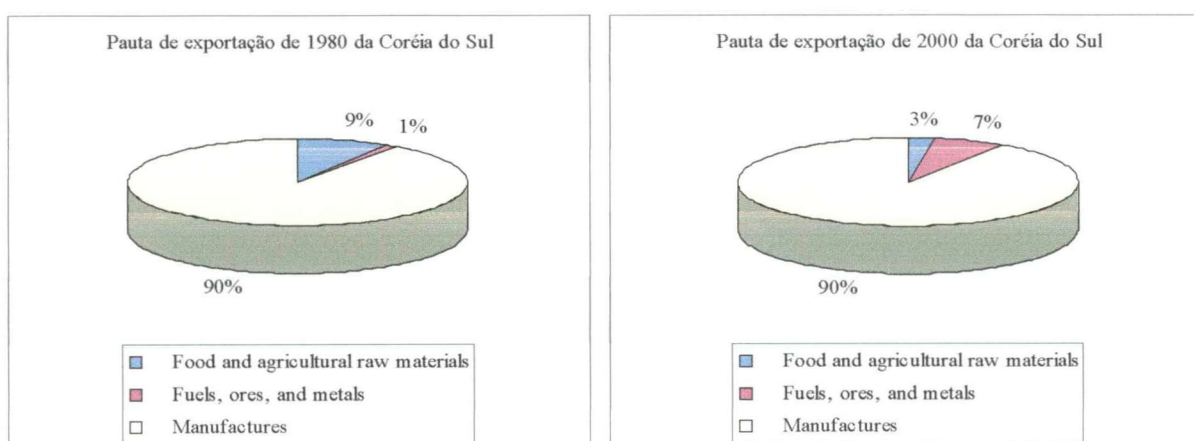
FONTE: World Bank

GRÁFICO 13 - EXPORTAÇÕES DO BRASIL E DA CORÉIA DO SUL EM PROPORÇÃO DO PIB



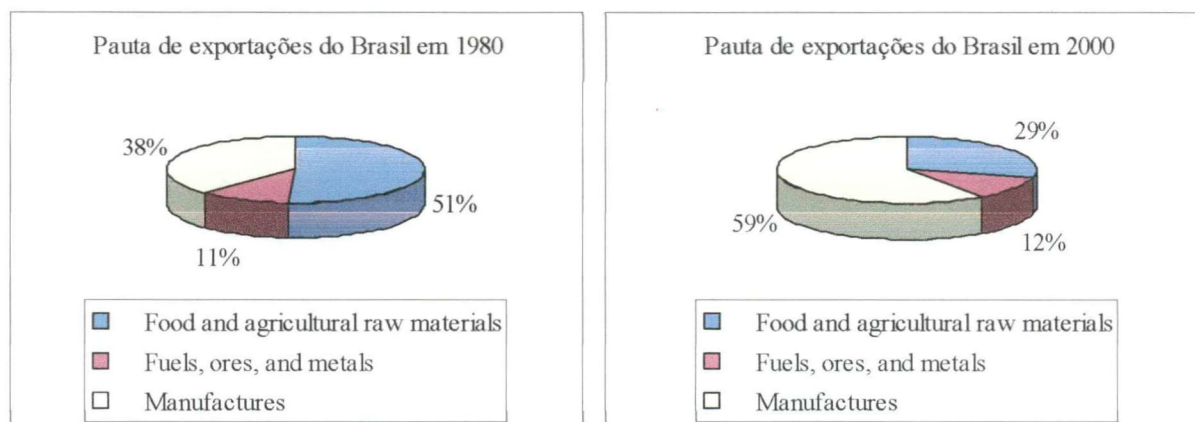
FONTE: World Bank

GRÁFICO 14 - PAUTA EXPORTAÇÕES DA CORÉIA DO SUL 1980-2000



FONTE: World Bank

GRÁFICO 15 - PAUTA EXPORTAÇÕES DO BRASIL 1980-2000



FONTE: World Bank

Se compararmos no entanto a pauta de exportações do Brasil versus a da Coreia veremos que havia um claro direcionamento por parte da Coreia para exportar produtos manufaturados em 1980, enquanto que o Brasil dedicava-se em sua maior parte a exportar produtos primários.

O cenário em 2000 havia se modificado muito, no entanto, na comparação com a Coreia do Sul ainda existe uma diferença muito grande entre as pautas de exportação.

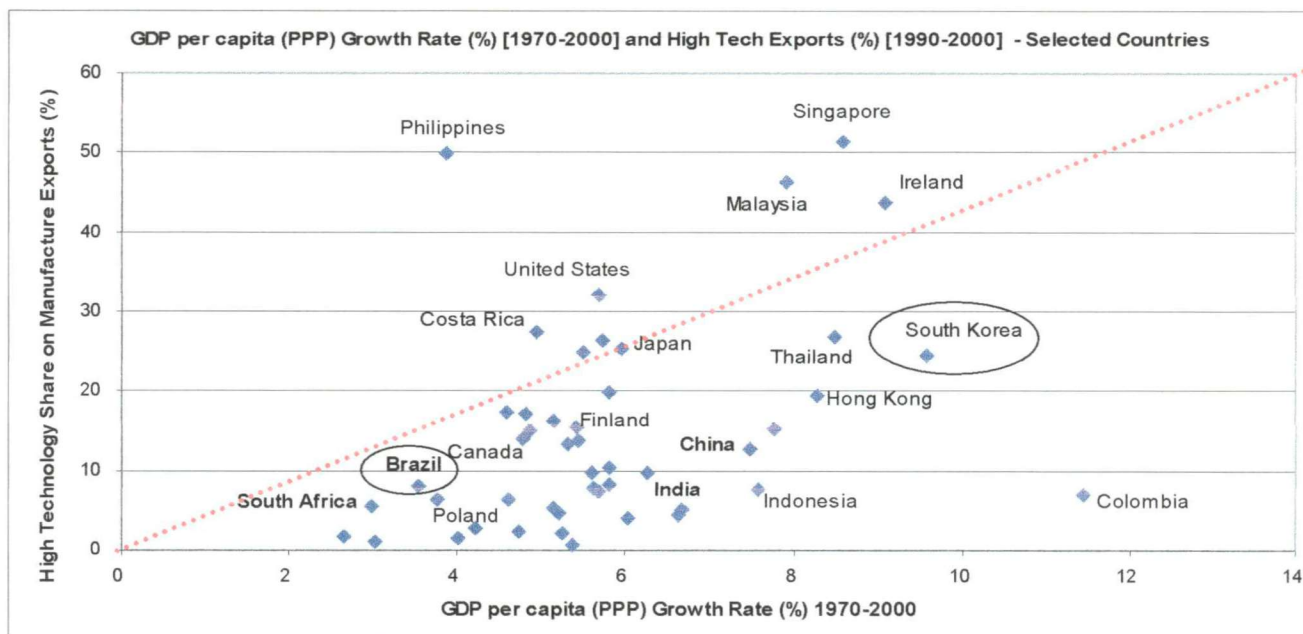
Mas qual seria a principal relação da pauta de exportação com o câmbio?

Os produtos agrícolas brasileiros são por natureza competitivos, dado o baixo custo da terra, os custos de produzir produtos agrícolas aqui são mais baixos que em outros países. Uma vez que os custos de produção de bens agrícolas são mais baixos no Brasil, aliado ao fato de que o custo de insumos importados, assim como máquinas e bens de capital para a produção de bens manufaturados mais elaborados eram não somente caros dado as altas taxas de câmbio, mas principalmente muito instáveis de serem previstas, o que dificulta o fechamento de contratos, as empresas passam a investir mais na agricultura do que na indústria, onde os produtos possuem menor valor agregado e irão gerar um crescimento da renda per capita menor.

Se desagregarmos os produtos de alta tecnologia da pauta de exportação dos manufaturados (Gráfico 16), pode-se perceber que existe uma correlação positiva entre crescimento e produtos de alta tecnologia. A Coreia do Sul sempre possuiu uma grande participação dos manufaturados nas suas exportações (Gráfico 14) ao contrário do Brasil (Gráfico 15), que vem aumentando esta nos últimos anos, e os produtos de alta tecnologia

possuem uma participação maior na pauta de exportação dos manufaturados na Coréia do Sul do que no Brasil.

GRÁFICO 16 – TAXA DE CRESCIMENTO DO PNB PER CAPITA (PPP) DE 1970 A 2000 E PARTICIPAÇÃO DOS PRODUTOS DE ALTA TECNOLOGIA NA PAUTA DE EXPORTAÇÃO DE PRODUTOS MANUFATURADOS.



Fonte: (PEREIRA, 2007)

Nos parágrafos anteriores foi exposto o crescimento surpreendente do PNB per capita da Coréia do Sul, assim como do valor exportado e sua relação com a taxa de câmbio que era muito estável, se comparada a taxa de câmbio do Brasil.

Produtos agrícolas possuem um valor agregado muito menor do que produtos manufaturados, assim um país que exporte produtos agrícolas estará agregando menos valor a cada unidade exportada se compararmos com uma unidade de um produto agrícola exportado.

Uma pauta de exportação composta por produtos manufaturados é demanda elástica, o que significa que um pequeno aumento da renda mundial irá elevar a demanda por esses bens. No entanto produtos agrícolas e matéria prima são produtos com uma elasticidade renda da demanda inelástica, ou seja, aumento de renda da economia mundial não irá alterar de maneira significativa a demanda por esses produtos (FURTADO, 1959).

6.6 Baixo Nível de Investimentos e Desvalorização da Moeda

O Brasil sofreu por diversos períodos grandes desvalorizações da moeda, principalmente como mecanismo de ajuste da inflação, o que tornou produtos importados muito caros, não somente bens de consumo, mas também bens de capital, máquinas, que pudessem equipar a indústria nacional e tornar o produtos competitivos no mercado externo. Outro fator importante que leva a restrição de importações está na grande proteção tarifária dada pelo governo, principalmente durante a década de 70 e 80.

Durante a década de 90 o problema tornou-se o grande número de importações, que não foram acompanhadas pelas exportações, geradas principalmente após a abertura comercial e após o início do plano real, onde havia uma paridade relativa muito próxima do real com o dólar.

Bresser e Nakano escrevem em seu artigo a respeito do baixo crescimento econômico durante a década de 80 e 90

“Na raiz do endividamento externo existe um problema estrutural da economia brasileira que tem abortado sistematicamente uma verdadeira retomada do crescimento econômico. Dele deriva o medíocre desempenho da economia brasileira durante as décadas de 80 e 90, agravadas nesta última, pela abertura da economia para as importações, sem que se fizesse o correspondente esforço exportador. A recuperação e a expansão fugaz da economia nas últimas duas décadas sempre se iniciam com a recuperação e a expansão das exportações, que traz em seguida, a recuperação do nível de emprego e da demanda doméstica. Entretanto esta última provoca o aumento das importações, existindo uma correlação quase perfeita entre aumento do PIB e das importações. Em seguida parte das exportações é redirecionada para o mercado interno, de forma que de superávit passamos a ter déficit comercial. Isso ocorre porque as empresas exportadoras, que ainda não são principalmente exportadoras, vêem muita maior facilidade em atender a demanda doméstica que a internacional. (...) Além do déficit comercial resultante, outra implicação séria é que o **aumento inicial das exportações não se traduz em aumento do investimento** (grifo do autor) e, portanto, em desenvolvimento econômico” (Pg. 51 a 52)

Pelo gráfico 6 podemos perceber o movimento cíclico das exportações da qual Bresser e Nakano se referem em seu artigo. O gráfico 10 por sua vez mostra o baixo nível dos investimentos no Brasil, que é incapaz de sustentar um nível elevado de exportações, e que portanto, acaba sendo substituído por importações.

Se compararmos o gráfico 6 com o gráfico 7 podemos perceber que esse é exatamente o movimento que ocorre. Os picos de exportação são seguidos de elevação das importações, e declínio das exportações.

Por outro lado, o baixo nível de investimentos é outro fator que impede o crescimento consistente das exportações e do PIB.

7 CONCLUSÃO

Ao longo deste trabalho tentou-se discutir a importância da taxa de câmbio no crescimento do Brasil e da Coreia do Sul. A primeira parte deste trabalho focou a discussão a respeito das diversas teorias existentes que abordam a taxa de câmbio, seu equilíbrio e sua importância para as exportações, equilíbrio da balança de pagamentos e fluxo de capitais.

Não existe nenhuma teoria, que tente determinar de maneira explícita se existe uma relação causal entre a taxa de câmbio e o crescimento econômico, pelo menos não no longo prazo. Os trabalhos que relacionam crescimento econômico a taxa de câmbio mostram essa relação como sendo de importância secundária na determinação do crescimento, no caso dos Monetaristas onde a importância deste está na determinação do equilíbrio da BP, ou no curto prazo importante para alavancar a demanda agregada através do aumento das exportações, no caso dos Keynesianos.

Deve-se destacar a importância do modelo de dois hiatos e da abordagem das elasticidades para entender a relação do câmbio e do crescimento econômico. Por um lado o modelo de dois hiatos mostra que é a falta de recursos que limitam o crescimento de um país, e por outro lado a abordagem das elasticidades coloca o câmbio real como elemento capaz de influenciar de maneira positiva o crescimento de um país.

Durante a segunda parte deste trabalho foram apresentados uma série de dados estatísticos a respeito do crescimento do Brasil e da Coreia do Sul, além de dados sobre o câmbio, o câmbio real, exportações, importações, investimentos, e pode-se perceber que a Coreia do Sul começa a distanciar-se do Brasil em termos de crescimento econômico, principalmente a partir do início da década de 80, onde o Brasil enfrenta uma série de problemas, principalmente inflacionários, o que faz com que o país deprecie sua taxa de câmbio. As altas taxas de inflação foram responsáveis indiretas pelos altos níveis de oscilação da taxa de câmbio. Por outro lado, a estrutura da economia brasileira, diferentemente da sul-coreana, foi planejada para que atendesse a demanda interna, a isso se acrescente a baixa competitividade interna do Brasil. Por isso vemos ao longo de toda a década de 80 e 90 ciclos de expansão e contração das exportações e importações, de maneira alternada. Um dos fatores que impediram o aumento dos investimentos na estrutura produtiva exportadora foi a alta incerteza que envolveu a determinação de um horizonte na política cambial brasileira.

Sendo a política cambial brasileira extremamente oscilatória, principalmente durante os anos 80 e 90, onde vemos o Coreia do Sul aumentar a distância entre a renda per capita em

seu país versus o Brasil, e dado a grande ênfase da política sul coreana no incentivo as exportações, assim como políticas cambiais e de crédito diferenciada para os exportadores, pode-se dizer que o câmbio teve impacto no crescimento sul coreano, pois este era estável e permitia aos agentes calcularem o custo benefício de projetos voltados a atender a demanda de outros países. Mais ainda, na medida em que a taxa de câmbio estava num nível competitivo, aliada a uma forte política industrial, possibilitou a rápida expansão das exportações e do produto sem desequilíbrio externo.

Portanto, pode-se concluir que o nível do câmbio é por vezes irrelevante, mas não o é a sua oscilação, que pode determinar as expectativas dos agentes e levar estes a investirem menos no país.

8 BIBLIOGRAFIA

ABREU, M. P. ; CARNEIRO, D. D. ; et al. **Cem Anos de Política Econômica Republicana 1889/1989**. Rio de Janeiro: Campus, 1990.

AMSDEN, A. H. **Asia's Next Giant: South Korea and Late Industrialization**. New York: Oxford University Press, 1989.

ANUÁRIOS [do] **International Financial Statistics**, 1966, 1970, 1972, 1975, 1982, 1991, 2001.

BRESSES, L. C.; NAKANO, Y. **Uma estratégia de Desenvolvimento com estabilidade**. *Revista de Economia Política*, vol 22, número 3(87), Julho-Setembro, 2002.

BARBOSA, F. H. (2006). Brasil X Coréia do Sul – 1960: Brasil 3x2 Coréia do Sul. 2000: Coréia do Sul 2x1 Brasil. **Economia e Tecnologia**. Curitiba. v. 4, n. 4 p. 5-8. jan./mar. 2006.

BLANCHARD, O. **Macroeconomia**. 3. ed. Tradução: Mônica Rosemberg. São Paulo: Pearson Education do Brasil Ltda. 2004. Tradução de: *Macroeconomics Third Edition*.

CANUTO, O. **Brasil e Coréia do Sul: Os (des)caminhos da industrialização tardia**. São Paulo: Nobel. 1994.

CANUTO, O. **Fluxos de Capital, Crise e Recuperação na Coréia**. Disponível em <
www2.mre.gov.br/ipri/Rodrigo/Coréia/Otaviano%20Canuto.rtf > Acesso 20 Abril 2007.

CARVALHO, F. J. C. de et al. **Economia Monetária e Financeira**. Rio de Janeiro: Campus, 2000.

DORNBUSCH, R (1976). “Expectations and Exchange Rate Dynamics”. **Journal of Political Economy**, 84, pg. 1161-1176

FURTADO, C. **Formação Econômica do Brasil**. Rio de Janeiro: Editora Fundo de Cultura, 1959.

GREMAUD, A; VASCONCELOS, M; TONETO, R. **Economia Brasileira Contemporânea**. Sexta edição. São Paulo: Editora Atlas, 2006.

HAGGARD, S. **Pathways From The Periphery**. New York: Cornwell University, 1990.

HARVEY, J. T. Post Keynesian versus neoclassical explanations of exchange rate movements: a short look at the long run. **Journal of Post Keynesian Economics**. Armonk, vol 28, n. 2, 161-179, Inverno 2005/2006.

HIRSCHMAN, A.O. **The Strategy of Economic Development**. New Haven, Conn.: Yale University Press, 1958

IPEADATA. Disponível em: < <http://www.ipeadata.gov.br> > Acesso em 12 Abril. 2007.

KRUGMAN, P; TAYLOR, L (1978). “Contractionary Effects of Devaluation”. **Journal of International Economics**, v. 8, pg. 445-456

MEADE, J (1951). “The Theory of International Economics”. Oxford, Oxford University Press.

OREIRO, J. L. (2006). “Desenvolvimento numa perspectiva keynesiana: uma resposta ao professor Fernando Holanda Barbosa” **Economia e Tecnologia**. Curitiba, v. 4, n. 4, p. 9-19, jan./mar. 2006.

PEREIRA, W; PORCILE, G.; SCATOLIN, F. “Structural Change, Technology and Economic Growth: Brazil and the CIBs in a Comparative Perspective” apresentado em **UNI-WINDER Conference on Southern Engines at Global Growth: China, Índia, Brasil and South África**. Helsinki, Finlândia, 7-8 Setembro de 2007.

PORCILE, G. et all. “Real Exchange Rate and Elasticity of Labor Supply in a Balance-of-Payments-Constrained Macrodynamics”. **Post Keynesian Congress**. Kansas City, Setembro de 2006.

SERRA, J. **Ciclos e Mudanças Estruturais na Economia Brasileira do Pós-Guerra**. In: BELLUZO, L e MELO, J. M. C., **Desenvolvimento Capitalista no Brasil – Ensaio sobre a Crise**. Volume 1. São Paulo: Brasiliense, 1983.

SOUZA, N. J. de. **Desenvolvimento Econômico**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 1999.

SALVATORE, D. Economia Internacional. 6. ed. Rio de Janeiro: Livros Técnicos e Científicos Editora S.A., 1998. Tradução de: **International Economics.**

THORP, R. Progreso, Pobreza y Exclusion. Washington: Banco Interamericano de Desarrollo, 1998

ZINI JR., A. A. Taxa de Cambio e Política Cambial no Brasil. 2. ed. São Paulo: Editora da Universidade de São Paulo, 1995.

World Development Indicators. CD-ROM, World Bank, 2002.