

GERSON ODAIR FRAGA

**CÂMBIO FLUTUANTE E METAS DE INFLAÇÃO: UMA AVALIAÇÃO DE SEUS
IMPACTOS SOBRE O CRESCIMENTO ECONÔMICO BRASILEIRO (1999-2007)**

Monografia apresentada como requisito
parcial à obtenção do grau de bacharel em
Ciências Econômicas, pela Universidade
Federal do Paraná.

Orientador: Prof. Dr. Marcelo Luiz Curado

**CURITIBA
2008**

TERMO DE APROVAÇÃO

GERSON ODAIR FRAGA

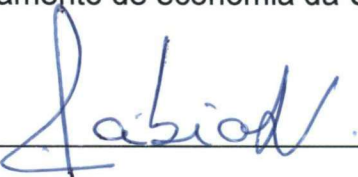
CÂMBIO FLUTUANTE E METAS DE INFLAÇÃO: UMA AVALIAÇÃO DE SEUS IMPACTOS SOBRE O CRESCIMENTO ECONÔMICO BRASILEIRO (1999-2007)

Monografia apresentada como requisito parcial à obtenção do grau de bacharel em Ciências Econômicas, pela Universidade Federal do Paraná, Setor de Ciências Sociais Aplicadas, mediante a seguinte banca examinadora:

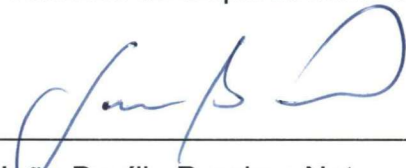
Orientador: _____


Marcelo Luiz Curado

Professor do Departamento de economia da UFPR


Fábio Dória Scatolin

Professor do Departamento de economia da UFPR


João Basílio Pereima Neto

Professor do Departamento de economia da UFPR

**CURITIBA
2008**

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

FIGURA 1 – A CURVA J	14
FIGURA 2 – EFEITOS DA ELEVAÇÃO DA TAXA DE JUROS SOBRE A DEMANDA AGREGADA.....	17
FIGURA 3 – EFEITO DA APRECIAÇÃO CAMBIAL SOBRE A DEMANDA AGREGADA.....	19
FIGURA 4 – EFEITO DA DEPRECIAÇÃO CAMBIAL SOBRE A DEMANDA AGREGADA.....	20
FIGURA 5 – ESQUEMA DE MODELAGEM DO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO BRASILEIRO.....	24
GRÁFICO 1 – ÍNDICE DA TAXA DE CâMBIO REAL E ÍNDICE DE EXPORTAÇÕES.....	37
GRÁFICO 2 – EXPORTAÇÕES, IMPORTAÇÕES E BALANÇA COMERCIAL (US\$ MILHÕES)	39
GRÁFICO 3 – TAXAS ESTABELECIDAS E ATINGIDAS (%) NO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO.....	47
GRÁFICO 4 – PARTICIPAÇÃO BRASILEIRA NO COMÉRCIO MUNDIAL (%).....	55
GRÁFICO 5 – VARIAÇÃO ANUAL DAS EXPORTAÇÕES E PARTICIPAÇÃO DESTA NO PIB (%)	56

LISTA DE TABELAS

TABELA 1 – EVOLUÇÃO DA CONTA CAPITAL E FINANCEIRA (US\$ MILHÕES) ..	32
TABELA 2 – OPERAÇÕES COM CÂMBIO CONTRATADO (US\$ MILHÕES)	34
TABELA 3 – RESERVAS INTERNACIONAIS NO BACEN (US\$ MILHÕES)	35
TABELA 4 – EXPORTAÇÃO BRASILEIROS POR INTENSIDADE TECNOLÓGICA (US\$ MILHÕES)	36
TABELA 5 – BALANÇO DE PAGAMENTO CONTAS SELECIONADAS (US\$ MILHÕES)	38
TABELA 6 – COMPOSIÇÃO DE POUPANÇA E INVESTIMENTO (% PIB)	40
TABELA 7 – COTAÇÕES DA MOEDA NACIONAL E DAS MOEDAS INTERNACIONAIS	42
TABELA 8 – ÍNDICE DE PREÇO E QUANTUM DE EXPORTAÇÃO E IMPORTAÇÃO	43
TABELA 9 – TAXAS ESTABELECIDAS E ATINGIDAS (%) NO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO	46
TABELA 10 – INDICADORES ECONÔMICOS INTERNACIONAIS (%)	50
TABELA 11 – INDICADORES ECONÔMICOS NACIONAIS (%)	50
TABELA 12 – CRESCIMENTO DO PIB BRASILEIRO E ECONOMIAS SELECIONADOS (%)	52
TABELA 13 – INDICADORES CONJUNTURAIS DA INDÚSTRIA – TAXAS DE CRESCIMENTO (%)	54
TABELA 14 – INDICADORES DE NÍVEL DE ATIVIDADE	57

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	8
2 REFERENCIAL TEÓRICO.....	10
2.1 DETERMINANTES DA TAXA DE CâMBIO	10
2.1.1 A Abertura dos Mercados Financeiros	10
2.1.2 A Paridade Descoberta da Taxa de Juros.....	11
2.2 CâMBIO E SEUS IMPACTOS NA ECONOMIA	12
2.2.1 A Condição de Marshall-Lerner	13
2.2.2 O Comportamento Dinâmico – A Curva “J”	14
2.2.3 Mudança na Estrutura Produtiva – Doença Holandesa.....	15
2.3 POLÍTICA MONETÁRIA E SEUS IMPACTOS NA DEMANDA AGREGADA	16
2.4 POLÍTICA MONETÁRIA E SEUS IMPACTOS NA TAXA DE CâMBIO.....	18
2.5 O REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO	21
2.5.1 A curva IS.....	24
2.5.2 A Curva de Phillips	25
2.5.3 Taxa de Câmbio (PDTJ).....	27
2.5.4 A função de reação do Bacen	28
3 O REGIME DE CâMBIO FLUTUANTE.....	30
3.1 A ADOÇÃO DO REGIME DE CâMBIO FLUTUANTE.....	30
3.2 TAXA DE CâMBIO E SEUS IMPACTOS SOBRE A ECONOMIA.....	30
3.2.1 Evidências Empíricas das Flutuações da Taxa de Câmbio.....	30
3.2.1 Evidências da Doença Holandesa no Brasil.....	35
3.3 A FRAGILIDADE EXTERNA E O IMPACTO NAS TRANSAÇÕES CORRENTES.....	37
3.4 O AJUSTE BRASILEIRO PÓS-FLUTUAÇÃO CAMBIAL	40
3.4 CONSIDERAÇÕES A RESPEITO DO REGIME DE CâMBIO FLUTUANTE	44
4 O REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO.....	45
4.1 A INSTITUIÇÃO DO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO NO BRASIL.....	45
4.1.1 Os Resultados das Projeções de Inflação.....	46
4.2 POLÍTICA DE JUROS ALTOS	49
4.3 DESEMPENHO DO PIB BRASILEIRO E DE ECONOMIAS SELECIONADAS	51
4.4 A REAÇÃO DA INDÚSTRIA ÀS TAXAS DE JUROS E AO CâMBIO.....	53
4.5 INFLAÇÃO E DESEMPREGO	56
4.6 CONSIDERAÇÕES A RESPEITO DO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO	57
5 CONCLUSÃO	59
REFERÊNCIAS.....	61

RESUMO

Este estudo analisa os impactos do regime de câmbio flutuante e do regime de metas de inflação sobre o crescimento econômico brasileiro entre 1999 a 2007. Verificou-se que os fluxos de capitais internacionais geraram uma grande volatilidade na taxa nominal de câmbio, por que, de um lado, aumentou o risco cambial nas operações de importações de bens de capital, inibindo os investimentos em capital fixo. De outro lado, essa oscilação da taxa de câmbio faz com que o Banco Central do Brasil (Bacen) opere com taxas de juros nominais e reais em nível extremamente elevadas para não haver repasse da depreciação cambial para os níveis de preços, visto que a política econômica é regida pelo sistema de metas de inflação e que o principal objetivo da política monetária é assegurar estabilidade de preços. Procurou-se apresentar a modelagem teórica desses regimes, a fim de verificar suas estruturas operacionais e seus mecanismos de transmissão. O regime de metas inflacionárias não significou apenas uma mudança na âncora nominal do câmbio para a política monetária, mas também uma restrição adicional à retomada do crescimento econômico, haja vista que a austeridade aplicada pelas autoridades monetárias impediu a demanda agregada acompanhar a expansão da capacidade produtiva, desestimulando a realização de investimentos.

Palavras-chaves: câmbio flutuante, metas de inflação e taxa de juros.

1 INTRODUÇÃO

As autoridades monetárias na tentativa de amenizar os estragos, causados pela crise de balanço de pagamentos de 1998, promoveram expressivas altas nas taxas de juros nominais, porém sem sucesso. As altas nas taxas de juros não foram suficientes para conter a crise, assim, em meados de janeiro de 1999, foi inevitável o abandono do regime de bandas cambiais, obrigando o governo brasileiro a deixar o câmbio flutuar. Isto ocorreu, principalmente, devido ao ataque especulativo sofrido pelo Brasil em janeiro de 1999, que gerou desconfiança e nervosismo no mercado, vindo a colocar em cheque a solidez do Plano Real, levando o Bacen a deixar que o mercado definisse a taxa de câmbio nos segmentos livre e flutuante, vindo a intervir ocasionalmente, com o objetivo de conter movimentos desordenados da taxa de câmbio. Estas medidas conduziram à depreciação do real, causando efeitos adicionais na economia brasileira. Não obstante, a política monetária perdeu sua âncora nominal, pois o regime de bandas cambiais possibilitava controlar a inflação por intermédio do controle da taxa de câmbio nominal. A perda deste instrumento de controle de inflação levou o Bacen a adotar o regime de metas de inflação a partir de julho de 1999.

A introdução do regime de metas de inflação não significou apenas uma mudança na âncora nominal para a política monetária propriamente dita, mas também uma restrição adicional para a retomada do crescimento, por causa da austeridade aplicada pelas autoridades monetárias para atingir o objetivo de promover estabilidade de preços, a fim de controlar a inflação. Ao longo da década de 1990, diversos países adotaram as metas de inflação como regime de política monetária, desde os mais desenvolvidos, como Reino Unido, Canadá, Austrália, Nova Zelândia, Suécia e Finlândia, até os menos desenvolvidos, como Chile, Colômbia, Polônia e República Tcheca. Embora exista certa convergência para o que se poderia definir como uma estrutura ótima de metas de inflação, os países possuem, dentro de seus respectivos contextos, diferenciação na maneira como o regime funciona em cada um deles.

O objetivo deste estudo é analisar o impacto do regime de câmbio flexível e o do regime de metas de inflação, sobre o crescimento econômico brasileiro no período compreendido de 1999 a 2007, pelo fato de que a taxa de câmbio, a taxa de juros e a taxa de inflação causam implicações diretas na economia, principalmente

no curto prazo. Esses três preços macroeconômicos associados à política fiscal interferem na estabilidade macroeconômica, caso não sejam bem conduzidos poderão ter impactos negativos para o crescimento econômico de longo prazo. Assim, para que ocorra crescimento de longo prazo, faz-se necessário: níveis de inflação baixos e previsíveis; política fiscal estável e responsável; taxa de juros reais e adequados; e taxa de câmbio real de equilíbrio e previsível, para assegurar que o balanço em conta corrente se sustente no longo prazo, com ampla abertura comercial e com taxas de crescimento do PIB próximas do pleno emprego. Essas condições são necessárias para que haja um ambiente de estabilidade macroeconômica, porém, é grande a dificuldade dos formuladores de política econômica brasileira para saber qual é o caminho que conduza ao crescimento econômico sustentado.

Neste sentido, este estudo contém, além desta breve introdução, três outros capítulos. No segundo capítulo são traçadas algumas características teóricas do regime de câmbio flutuante e do regime de metas de inflação, além disso, esta seção traz uma discussão das principais pré-condições para implantação do regime de metas de inflação. O capítulo três apresenta uma verificação acerca do problema gerado pela alta volatilidade da taxa de câmbio, que desestabilizou e comprometeu o crescimento econômico brasileiro. No quarto capítulo será analisado o sistema de metas de inflação brasileiro, principalmente, o seu mecanismo de combate ao desequilíbrio de preços, e sua repercussão no crescimento econômico nacional. O último capítulo apresenta as conclusões do trabalho.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

A seguir será feita uma breve apresentação de modelos teóricos a fim de expor informações básicas para explicar quais são as relações e os determinantes do crescimento econômico para uma economia aberta com perfeita mobilidade de capital, taxas de câmbio flexível e regime de metas de inflação.

2.1 DETERMINANTES DA TAXA DE CÂMBIO

Esta sessão apresenta dois conceitos teóricos sobre a determinação da taxa de câmbio; a abertura dos mercados financeiros e a condição da paridade descoberta da taxa de juros (PDTJ).

2.1.1 A Abertura dos Mercados Financeiros

De acordo com Blanchard (2001, p.385) a abertura dos mercados financeiros possibilita aos investidores financeiros a diversificação de suas carteiras, tanto em ativos internos quanto em ativos externos, que assim poderão especular sobre os movimentos das taxas de juros externas contra as taxas internas e sobre as taxas de câmbio.

Blanchard (2001, p. 388-389) ao supor que um investidor retenha títulos nacionais, remunerados pela taxa nominal de juros interna de um ano (i_t). Assim, para cada unidade monetária nacional aplicada em títulos domésticos, o investidor ganhará $(1 + i_t)$ reais no ano seguinte. Quando o investidor decidir ter títulos de outro país. Para comprar títulos do outro país, o investidor deve comprar a moeda estrangeira. Seja (E_t) a taxa nominal de câmbio entre a moeda doméstica e a moeda estrangeira. Para cada unidade monetária nacional, o investidor recebe $(1/E_t)$ moeda estrangeira. A taxa nominal de juros de um ano dos títulos do país estrangeiro (i^*). No próximo o investidor terá $(1/E_t) (1+i^*)$ moeda estrangeira. Então o investidor terá de converter sua moeda estrangeira de volta para moeda nacional. Ao esperar que a taxa de câmbio do próximo ano seja (E_{t+1}^e) , pode esperar ter $[(1/E_t) (1+i^*) E_{t+1}^e]$

moeda nacional no ano seguinte a cada moeda nacional investida. A implicação básica para o investidor está ao avaliar as vantagens dos títulos externos em relação aos internos, ele não pode analisar apenas as taxas de juros externas e internas, deve também avaliar o que acha que ocorrerá com a taxa de câmbio moeda nacional por moeda internacional entre o ano (t) e o ano ($t+1$).

2.1.2 A Paridade Descoberta da Taxa de Juros

De acordo com Blanchard (2001, p. 389-400), a PDTJ sustenta que ajustamentos em taxas de câmbio bilaterais mantêm uma equivalência entre as taxa de juros associadas às oportunidades de investimento denominadas em diferentes moedas. Se os investidores escolhem livremente entre ativos denominados em moeda doméstica, remunerados pela taxa de juros doméstica e os ativos em moeda estrangeira, remunerados pela taxa de juros estrangeira, é de esperar que tal paridade ocorra. Ao supor que os investidores financeiros se importem apenas com a taxa de retorno esperada – buscam apenas ativos com taxas de retornos mais elevadas. Para que eles adquiram tanto títulos nacionais quanto externos, eles deverão ter a mesma taxa esperada de retorno. Assim, a PDTJ pode ser expressa pela seguinte equação:

$$1+i_t = (1/E_t) (1+i^*) E_{t+1}^e \quad (1)$$

Onde:

i_t = taxa de juros nominal doméstica.

i_t^* = taxa de juros nominal estrangeira.

E_t = taxa de câmbio corrente (tempo t).

E_{t+1}^e = taxa de câmbio esperada em $t + 1$

Equação reorganizada,

$$(1 + i_t) = (1 + i_t^*)(E_{t+1}^e / E_t) \quad (2)$$

Ao reescrever a equação (2) como:

$$(1 + i_t) = (1 + i_t^*) [1 + (E_{t+1}^e - E_t) / E_t^e] \quad (3)$$

A equação fornece a relação entre: a taxa nominal de juros interna; a taxa de juros nominal no exterior; e a taxa esperada de variação da taxa de câmbio. Caso o produto entre a taxa de juros nominal externa e a expectativa de variação na taxa de câmbio apresente valores baixos das taxas de juros e expectativa de variação cambial, a PDTJ pode ser expressa do seguinte modo:

$$i_t \approx i_t^* + [(E_{t+1}^e - E_t) / E_t^e] \quad (4)$$

É válido destacar que o termo $[(E_{t+1}^e - E_t) / E_t^e]$ é a taxa esperada de variação da taxa de câmbio, e que caso a expectativa seja de apreciação da moeda doméstica, este retorno terá o sinal negativo. O lado esquerdo da equação (4) representa o retorno de um depósito em moeda doméstica no mercado interno, por sua vez o lado direito da equação (4) representa o retorno esperado sobre um depósito em moeda estrangeira no mercado externo. Desta forma a PDTJ nos diz que a taxa de juros doméstica (i_t), deve ser igual ao somatório da taxa de juros externa (i_t^*) com a expectativa de variação da taxa de câmbio $[(E_{t+1}^e - E_t) / E_t^e]$.

2.2 CÂMBIO E SEUS IMPACTOS NA ECONOMIA

De acordo com Blanchard (2001, p. 408-409) a taxa de câmbio real é dada pela seguinte identidade:

$$\varepsilon \equiv EP^*/P \quad (5)$$

Onde:

ε = taxa real de câmbio

E = taxa nominal de câmbio

P^* = nível de preços estrangeiro

P = nível de preços interno

De acordo com a hipótese de que os níveis de preços são dados, uma depreciação nominal se refletirá integralmente na depreciação real. Assim, se a moeda nacional se depreciar em $\Delta\%$ com relação a uma moeda internacional e se o nível de preços internacionais permanecerem inalterados, os bens domésticos ficarão mais baratos em relação aos bens externos, também serve para uma apreciação.

2.2.1 A Condição de Marshall-Lerner

Segundo Blanchard (2001, p. 399-400), os efeitos causados pela variação cambial real na balança comercial podem ser verificados nas equações (6) e (7). Visto que a quantidade (Q) de importações depende da taxa real de câmbio (ε) e do nível da renda interna (Y) e a quantidade (X) de exportações dependem do nível de atividade estrangeira (Y^*) e da taxa real de câmbio (ε).

$$Q = Q(Y, \varepsilon) \quad (6)$$

$$X = X(Y^*, \varepsilon) \quad (7)$$

As exportações líquidas:

$$NX \equiv X - \varepsilon Q \quad (8)$$

Substituindo X e Q por suas expressões,

$$NX = X(Y^*, \varepsilon) - \varepsilon Q(Y, \varepsilon) \quad (9)$$

Pode-se verificar que a taxa de câmbio está presente em três lugares. Desta forma, uma depreciação real (uma elevação em ε) afeta a balança comercial nos seguintes canais: (i) causa um aumento na quantidade de bens exportados, por tornar os bens nacionais mais competitivos; (ii) proporciona uma redução na quantidade de bens importados, por torná-los mais caros; e (iii) preço relativo das importações aumenta, o que faz aumentar a conta de importação, devido o seu custo ser mais elevado. Assim, para que ocorra uma melhora na balança comercial após uma depreciação, o nível de exportações precisa ser superior à quantidade

importada para cobrir o aumento dos preços dos bens importados. Essa condição na qual uma depreciação real conduz a um aumento das exportações líquidas é conhecida como condição de Marshall-Lerner (BLANCHARD, 2001, p. 410).

Embora a depreciação e o aumento do produto no resto do mundo tenham o mesmo efeito sobre o produto interno e o balanço comercial, há uma diferença sutil, mas importante entre os dois. A depreciação funciona ao tomar os bens estrangeiros relativamente mais caros. Mas isso significa que, dadas suas rendas, as pessoas - que agora têm de pagar mais para comprar bens estrangeiros - ficam em pior situação (BLANCHARD, 2001, p. 411).

2.2.2 O Comportamento Dinâmico – A Curva “J”

De acordo com Blanchard (2001, p. 412-413), as dinâmicas de consumo, investimento, vendas e produção são tão relevantes para a economia aberta como para a economia fechada. Contudo surgem efeitos adicionais da taxa de câmbio sobre a balança comercial, a depreciação aumenta o nível de exportações, porém não ocorre de imediato a diminuição das importações. Assim os efeitos dinâmicos de uma depreciação da moeda local tendem a se fazer sentir mais nos preços do que nas quantidades, devido à demora de ajustamento entre a quantidade de importações e exportações. Os consumidores demoram a perceber que os preços relativos mudaram e as empresas também demoram a achar fornecedores mais baratos e assim por diante.

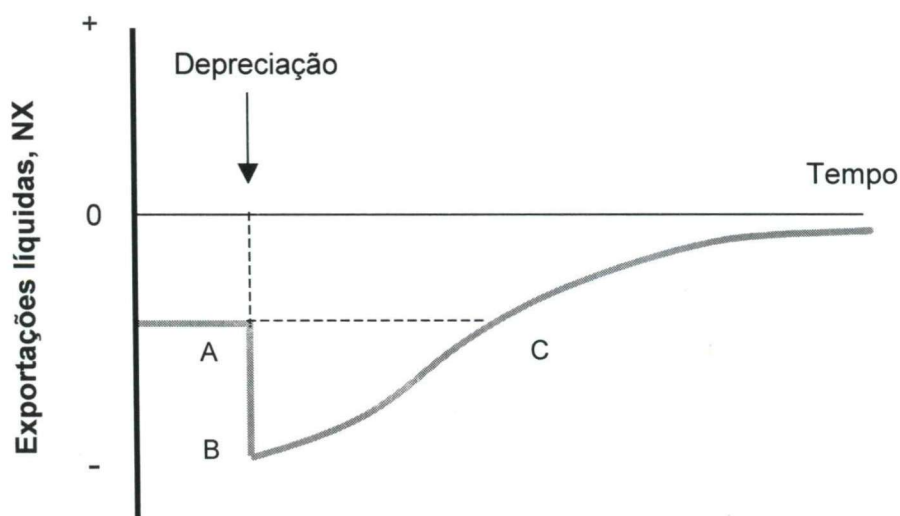


FIGURA 1 – A CURVA J
FONTE: BLANCHARD (2001)

A Curva “J” representa na FIGURA 2 mostra o ajuste da balança comercial ao longo do tempo em resposta a uma depreciação real.¹ Visto que a depreciação pode causar uma deterioração inicial da balança comercial, levando a um declínio das exportações líquidas, $(X - \varepsilon Q)$. Com o passar do tempo os efeitos das variações nos preços relativos, tanto das exportações como das importações, são percebidos. Atendendo a condição de Marshall-Lerner, em que as exportações devem aumentar e as importações reduzidas, o efeito adverso do preço fica menor a reação proporcionada depreciação melhorando a balança comercial.

2.2.3 Mudança na Estrutura Produtiva – Doença Holandesa

Bresser-Pereira (2007, p. 5-8) define a doença holandesa como a sobre-apreciação crônica da taxa de câmbio causada pela abundância de recursos naturais e humanos baratos, compatíveis com uma taxa de câmbio inferior àquela que viabilizaria as demais indústrias de bens comercializáveis, caracterizando um obstáculo do lado da demanda ao inviabilizar investimentos mesmo quando as empresas dominam a respectiva tecnologia, causando insuficiência de oportunidade de investimentos lucrativos nos setores produtores de bens comercializáveis cuja principal causa será a tendência à sobre-apreciação da taxa de câmbio que existe nos países em desenvolvimento.² Para o autor a doença holandesa é uma grave falha de mercado, que se constitui em obstáculo fundamental ao crescimento econômico, decorrente da existência de recursos naturais baratos e abundantes usados para produzir *commodities* que são compatíveis com uma taxa de câmbio mais apreciada do que aquela necessária para tornar competitivos os demais bens comercializáveis. Isto gera um diferencial de custo em relação ao preço internacional por tornar a exportação do bem com menor valor adicionado lucrativa, mesmo a uma taxa de câmbio muito mais apreciada do que a taxa necessária para o restante da economia doméstica.

¹ Segundo Blanchard (2001, p. 413), “os economistas se referem a esse processo de ajuste como Curva J porque a curva do gráfico se parece - deve-se reconhecer que com um tanto de imaginação - com um “J”: primeiro para baixo, depois para cima.”

² A doença holandesa foi identificada pela primeira vez nos anos de 1960, na Holanda, quando a descoberta de gás natural deteriorou o restante da indústria local, cujo valor agregado per capita era bem maior do que o do gás.

Segundo Bresser–Pereira (2007, p. 113-131), a taxa de câmbio, dentre os preços macroeconômicos, é o preço mais estratégico, por ter um efeito poderoso e quase imediato sobre a economia. Não determina apenas os fluxos financeiros e as variáveis financeiras e as variáveis do comércio externo, também têm uma forte participação na determinação dos salários, do consumo, dos investimentos e da poupança interna. Então, uma taxa de câmbio sobre-apreciada pode trazer sérios problemas para um país em desenvolvimento, por não permitir que haja crescimento a taxas maiores que os países ricos.

2.3 POLÍTICA MONETÁRIA E SEUS IMPACTOS NA DEMANDA AGREGADA

Segundo Dornbusch e Fischer (2006, p. 126-127) o modelo IS-LM enfatiza a relação entre os mercados de bens e monetário.³ Assim, a política monetária ao elevar a taxa de juros reduz a demanda agregada, por diminuir os gastos agregados, principalmente através da redução do investimento, gerando um efeito arrefecedor sobre a produção. O gasto em investimento tem por objetivo de trazer lucros no futuro via operação de máquinas e fatores de produção. Caso as empresas tenham que realizar empréstimos para adquirir máquinas e fatores. Assim, quanto mais altas forem as taxas de juros, mais as empresas terão que pagar, reduzindo suas margens de lucros, diminuindo as intenções de gastos em investimentos:

$$DA \equiv C + I + G + NX \quad (10)$$

Modificação da equação (10) para incorporar os gastos com investimentos planejados

$$DA \equiv [\overline{C} + \overline{cTR} + c(1-t)Y] + (\overline{I} - bi) + \overline{G} + NX \quad (11)$$

$$DA \equiv (\overline{C} + \overline{cTR} + \overline{I} + \overline{G} + NX) + c(1-t)Y - bi$$

$$DA \equiv \overline{A} + c(1-t)Y - bi$$

³ A sigla IS é a curva de equilíbrio do mercado de bens, a qual mostra as combinações de taxas de juros e níveis de produção, de maneira que os gastos planejados sejam iguais à renda. A sigla LM é a curva de equilíbrio do mercado monetário, a qual mostra as combinações de taxas de juros e níveis de renda em que a demanda por encaixes reais sejam iguais à oferta, sendo que ao longo da LM, o mercado monetário está em equilíbrio (DORNBUSCH; FISCHER 2006, p. 128 e 148).

Onde:

- C = consumo
- TR = impostos
- G = gastos públicos
- I = investimento
- NX = exportações líquidas
- Y = produto
- c = propensão marginal a consumir
- t = participação dos impostos na renda
- b = sensibilidade do investimento em relação à taxa de juros
- i = taxa de juros

Pode-se observar, pela equação (11), que um aumento na taxa de juros reduz a demanda agregada para um dado nível de renda, devido ao aumento da taxa de juros reduz os gastos com investimento.

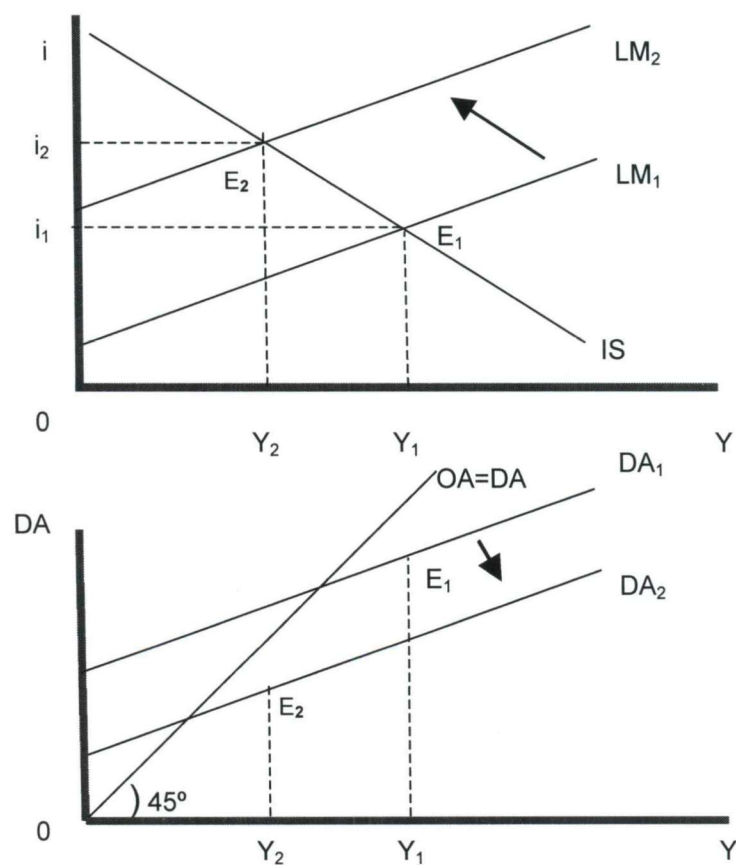


FIGURA 2 – EFEITOS DA ELEVAÇÃO DA TAXA DE JUROS SOBRE A DEMANDA AGREGADA
NOTA: ELABORAÇÃO PRÓPRIA

A FIGURA 2 mostra os efeitos proporcionados pela elevação na taxa de juros sobre a demanda agregada. Pode-se observar que a uma taxa de juros i_1 , o equilíbrio do mercado de bens está no ponto E_1 , no painel superior, com um nível de renda Y_1 . Um aumento na taxa de juros para i_2 desloca a LM para a esquerda, reduzindo o nível de gastos a cada nível de renda, reduzindo e deslocando a demanda agregada de DA_1 para DA_2 , formando um novo nível de equilíbrio da renda em Y_2 . No painel superior, o ponto E_2 mostra o novo equilíbrio no mercado de bens correspondente a uma taxa de juros i_2 . Neste caso a política monetária influi na economia, num primeiro momento, a taxa de juros e, depois a demanda agregada. A política monetária restritiva reduz os gastos com investimento e a demanda agregada, reduzindo a produção de equilíbrio.

2.4 POLÍTICA MONETÁRIA E SEUS IMPACTOS NA TAXA DE CÂMBIO

Considerando um regime de câmbio flutuante com livre mobilidade de capital, dentro modelo IS-LM, é conhecido como modelo Mundell-Fleming. O ponto central deste modelo consiste em determinar qual o regime cambial que um país deve adotar para que sua política econômica doméstica (fiscal e monetária) seja eficaz, ou seja, possa influenciar o nível de produção e de emprego.

Segundo Dornbusch e Fischer (2006, p. 233-235), o modelo Mundell-Fleming é aplicado para verificar como política fiscal e política monetária trabalham para uma economia que tenha taxas de câmbio totalmente flexíveis e perfeita mobilidade de capital, com a suposição de que os preços são fixos. Neste regime, o Banco Central não intervém no mercado cambial, deixando que a taxa de câmbio se encarregue do ajuste para equilibrar o mercado, portanto, o balanço de pagamentos deve ser igual a zero. Qualquer déficit em conta corrente deve ser financiado por entradas privadas de capital e qualquer superávit por saídas de capital, esses ajustamentos permitem que a soma da conta corrente com a conta capital seja igual à zero. Contudo, pode haver uma segunda implicação a respeito das taxas de câmbio totalmente flexíveis, pois o Banco Central pode determinar a oferta monetária, desde que não haja a obrigação de intervir, devido ao balanço de

pagamento não estar mais ligado à oferta monetária. Nesse modelo há somente uma taxa de juros na qual o balanço de pagamentos irá se equilibrar:

$$i = i_f \quad (12)$$

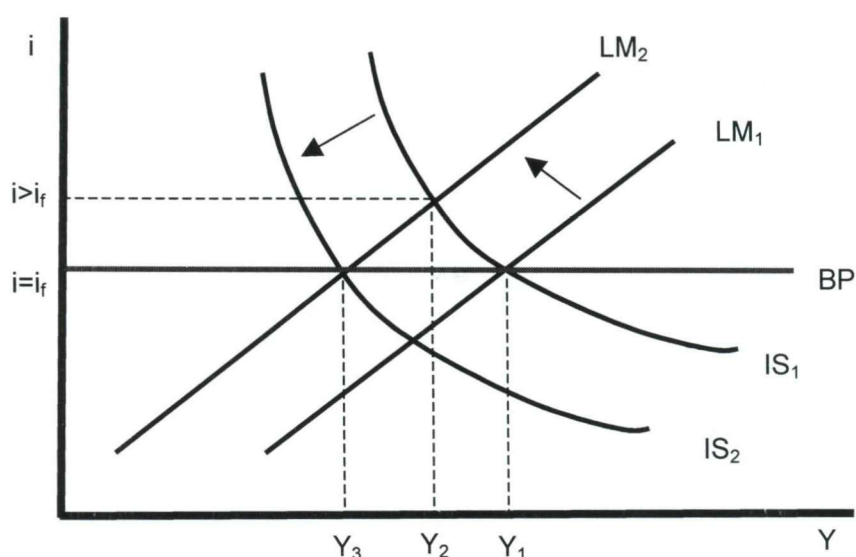


FIGURA 3 – EFEITO DA APRECIAÇÃO CAMBIAL SOBRE A DEMANDA AGREGADA
NOTA: ELABORAÇÃO PRÓPRIA

Apenas quando a taxa de juros doméstica (i) for igual a taxa de juros internacional (i_f) não haverá saídas e nem entradas de capital. Como o equilíbrio do balanço de pagamentos requer ($i = i_f$). Isto está representado na FIGURA 3 pela linha ($i = i_f$), que é uma linha horizontal no nível de juros mundial. A taxa de câmbio real é uma determinante da demanda agregada e, assim, aparece como uma variável de deslocamento da curva IS. Dados os preços domésticos (P) e preços internacionais (P_f), uma depreciação torna o país em análise mais competitivo, proporcionando um aumento nas exportações líquidas, deslocando IS para a direita. Contudo, uma apreciação real tornaria os bens do país, em questão, mais caros e desta forma, haveria uma piora na balança comercial, há uma perda de competitividade internacional, fazendo com que a IS se desloque para a esquerda. A FIGURA 3, também, mostra quais são os impactos causados quando a taxa de juros doméstica fica maior que a taxa de juros internacional. Neste modelo, inicialmente, a autoridade monetária eleva a taxa de juros para um nível acima da taxa de juros internacional, provocando um aumento da demanda por moeda nacional, gerando uma pressão para que a LM se desloque para a esquerda, por causa do ingresso de

capital estrangeiro. Esta maior procura por moeda nacional provoca uma desvalorização da moeda estrangeira reduzindo as exportações e deslocando a IS para a esquerda. A taxa de câmbio nacional apreciará até que a IS_2 intercepte a LM_2 ao nível da taxa de juros internacional, cessando a pressão sobre a LM.

De acordo com Lopes e Vasconcelos (2000, p. 212-213) no regime de câmbio flexível, a política monetária pode ser usada para expandir os níveis de renda e emprego, conforme pode ser visto na FIGURA 4.

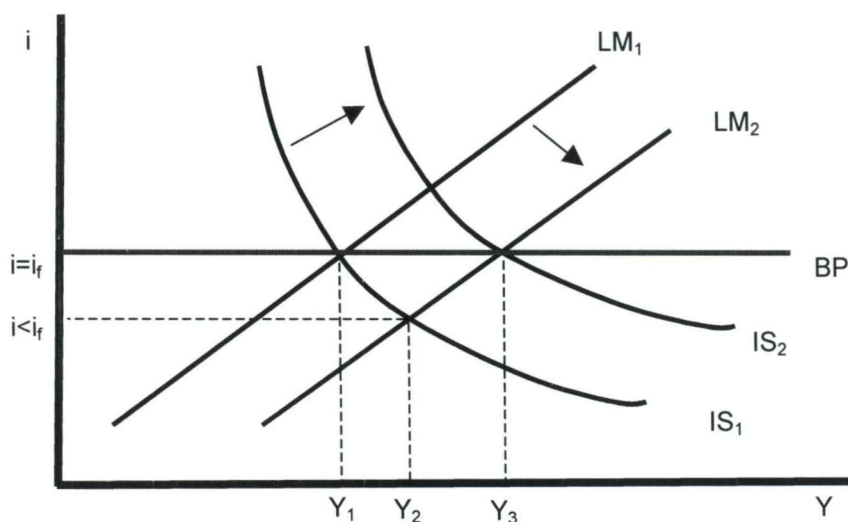


FIGURA 4 – EFEITO DA DEPRECIAÇÃO CAMBIAL SOBRE A DEMANDA AGREGADA
FONTE: LOPES; VASCONCELOS (2000, p. 213)

A FIGURA 4 apresenta quais são os impactos causados quando a taxa de juros doméstica se torna menor que a taxa de juros internacional. Neste caso, a autoridade monetária reduz a taxa de juros para um nível abaixo da taxa de juros internacional, provocando um aumento da demanda por moeda estrangeira, gerando uma pressão para que a LM se desloque para a direita, devido à remessa de capital para o exterior. Esta maior procura por moeda externa provoca uma depreciação da moeda nacional ampliando as exportações e deslocando a IS para a direita. A taxa de câmbio nacional depreciará até que a IS_2 intercepte a LM_2 ao nível da taxa de juros internacional, cessando a pressão sobre a LM.

Tais fatos, vistos na presente sessão, fazem com que a operação de um regime de câmbio flutuante esteja associada a uma grande volatilidade da taxa nominal de câmbio, a qual, por um lado, inibe os investimentos em capital fixo ao aumentar o risco cambial das operações de importação de bens de capital. Por outro lado, essa volatilidade cambial obriga o Banco Central a operar com taxas de juros

nominais e reais elevadas para impedir o repasse da depreciação do câmbio para os preços, principalmente no Brasil, devido adotar o sistema de metas de inflação. A austeridade da política monetária desestimula o crescimento ao impedir expansão da demanda agregada, dificultando a ampliação da capacidade produtiva, formando, assim, uma grande capacidade ociosa, a qual serve como um freio para novas decisões de investimento.

2.5 O REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO

O Decreto nº 3.088, de 21 de junho de 1999, estabeleceu a sistemática de metas para a inflação como diretriz para fixação do regime de política monetária, em que o modelo de metas de inflação se baseia numa decisão quanto à taxa de juros nominal que deve ser praticada de forma a manter a inflação de um país dentro de determinados intervalos pré-fixados. Também, obrigou o Bacen a adotar uma estratégia de total “*transparência*”, através de publicações de relatórios de inflação, permitindo ao público em geral, acessar e entender as decisões tomadas, quanto aos objetivos e limitações da política monetária, aos valores numéricos das metas, pois os esforços de comunicação no sistema de metas de inflação são vitais para dar ganho de confiança e permitir o cumprimento das metas estabelecidas a custos menores.

De acordo com Bresser-Pereira (2007, p. 220), a fórmula mais prática para controlar a inflação encontrada pelos bancos centrais dos países ricos foi a política de metas de inflação. Adotada pela Nova Zelândia no início da década de 1990, país pioneiro deste regime. Em 1991 o Canadá adotou este sistema, seguido pelo Reino Unido em 1992, Suécia e Finlândia em 1993, Austrália e Espanha em 1994 e em 1999 o Brasil também aderiu a essa política. Conforme, descrito pelo autor, a macroeconomia clássica se baseia na fundamentação teórica da teoria da credibilidade, em que as autoridades monetárias devem ser fiéis às regras estabelecidas para não gerar perda de credibilidade nas decisões tomadas. Porém o Bacen não possui plena autonomia, exerce apenas a independência operacional necessária para a condução da política de metas para inflação. Desta forma, para o Bacen ter o poder de transmitir credibilidade, deveria ter total independência. Segundo Bresser-Pereira neste tipo de política monetária, o Bacen é responsável

por passar confiança econômica para os agentes econômicos e não credibilidade, o elemento relevante nesta questão é que o Bacen não precisaria ser tão fiel às regras, poderia ser mais flexível em suas decisões, ajustando a condução desta política para atender interesses não só de curto prazo, mas de médio e longo prazo.

Segundo o artigo publicado por Bogdanski, Tombini e Werlang (2000, p. 1-8), o Brasil adotou o regime de metas de inflação, devido aos conselhos dados durante o Seminário de Metas de Inflação ocorrido no Rio de Janeiro pelo Fundo Monetário Internacional (FMI) e pelo Banco Central da Inglaterra. O Bacen estimou/calibrou um grupo de modelos estruturais cujo objetivo principal era identificar e simular os mecanismos de transmissão da política monetária no Brasil, no qual se inclui os principais canais e as principais defasagens (lags) da política monetária, para poder atingir o objetivo principal da política monetária no regime de metas de inflação – a estabilidade de preços. Para isto, é necessário atender duas condições básicas para que o referido regime funcione adequadamente: por um lado, o Bacen tem que ser capaz de conduzir a política monetária de maneira relativamente independente; e, por outro, o Bacen deve ter ciência de quais são os mecanismos de transmissão da política monetária, os lags de tempo e a natureza dos choques a que a economia está sujeita. Porém existem alguns pontos cruciais no sistema que devem ser abordados de forma correta: um alvo quantitativo de inflação deve ser bem definido no médio prazo; um comprometimento institucional com esse alvo precisa ser feito como parte da política monetária; aumento na transparência da estratégia de política monetária, através de comunicação com o público e com os mercados, sobre os planos da autoridade monetária, dando uma maior credibilidade ao Bacen para atingir as metas de inflação. Além disto, a equipe técnica do Bacen responsável pela condução da política monetária deve ter uma visão clara do mecanismo de transmissão da política monetária para decidir quais são os melhores canais para atingir o alvo inflacionário ao desenvolver modelos estruturais para que sejam capazes de entender e explicar o comportamento das variáveis-chaves da macroeconomia, para monitorar e disciplinar o mercado.

2.6 O MODELO DE PREVISÃO DO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO

Nesta seção será apresentado o modelo econométrico utilizado pelo Bacen para previsão da inflação no regime de metas de inflação. Este modelo é apenas uma das ferramentas utilizadas pelo Bacen para prever a inflação, visto que o Bacen utiliza-se de uma série de instrumentos para a realizar a previsão da inflação. Sua análise é importante na medida em que esclarece as interações entre as principais variáveis macroeconômicas, em especial os mecanismos de transmissão da política monetária.

A utilização de algumas equações do modelo desenvolvido por Bogdanski, Tombini e Werlang (2000, p. 8-16) tem por objetivo de ajudar no entendimento do funcionamento do regime de metas de inflação, dado seu maior aprofundamento em relação aos modelos desenvolvidos nos tradicionais manuais de macroeconomia. Visto que os autores incorporaram uma variável fiscal na curva IS, a fim de obter dois instrumentos para política econômica: sendo a taxa de juros o instrumento de política para o Bacen; e o superávit primário o instrumento fiscal para o Tesouro. O modelo simplificado apresentado pelos autores contém as seguintes equações:

- i) Uma equação do tipo IS, expressando o *gap* do produto, como função de seus próprios *lags*, taxa de juros reais (ex ante ou ex post) e taxa de câmbio real;
- ii) Uma curva de Phillips expressando a taxa de inflação como função de seus próprios *lags* e *leads*, o *gap* do produto e a taxa de câmbio nominal (impondo condição de neutralidade de longo prazo);
- iii) Uma condição de paridade a descoberta, relacionando a diferença entre as taxas de juros domésticas e a taxa de desvalorização esperada da moeda local e o prêmio de risco;
- iv) Uma regra de taxa de juros, alternativamente regras fixas em taxa de juros nominal ou real, tipo Regras de Taylor e regras, determinísticas e estocásticas, ótimas.

Essa família de modelo permite diversas formas reduzidas de especificação, dependendo dos aspectos que interessam para o COPOM. O diagrama da FIGURA 3 apresenta essas hipóteses e as relações envolvidas.

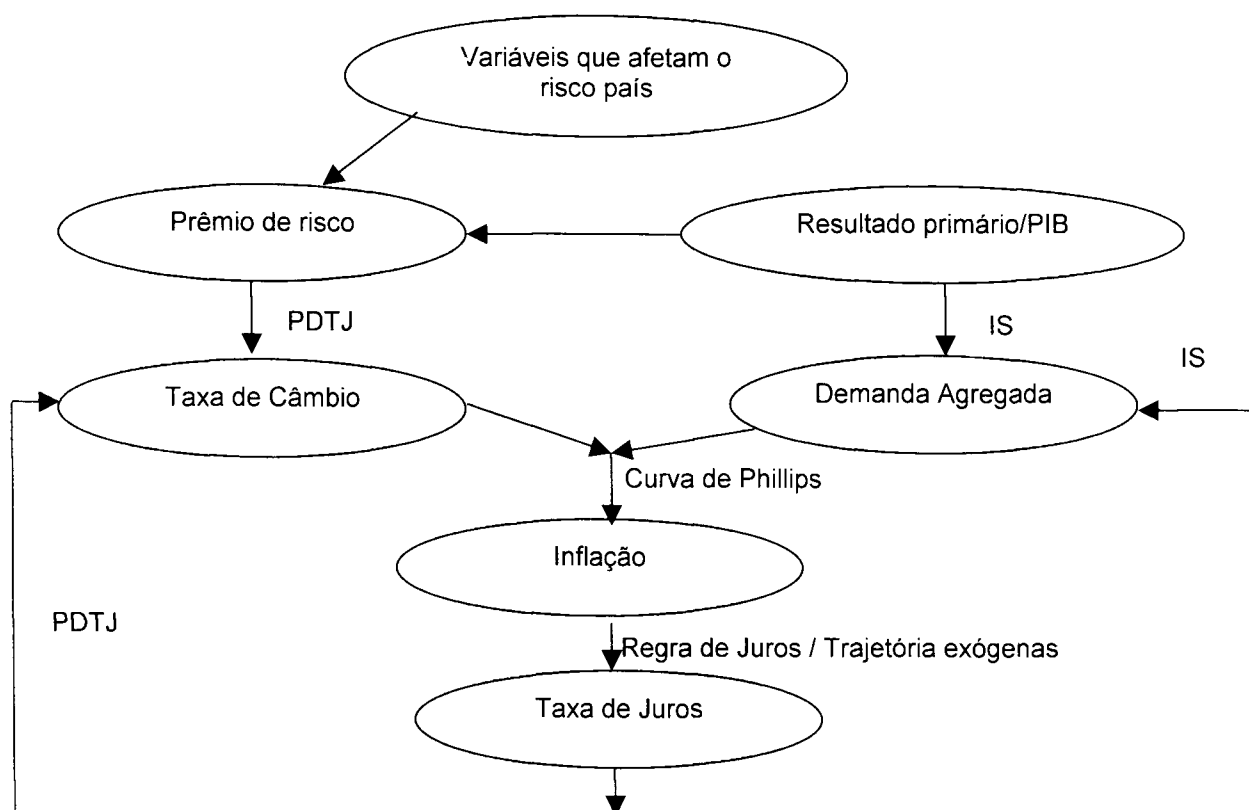


FIGURA 5 – ESQUEMA DE MODELAGEM DO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO BRASILEIRO
 FONTE: BOGDANSKI (2000)

2.5.1 A curva IS

De acordo com Bogdanski, Tombini e Werlang (2000, p. 9-10), para estimar a curva IS, o primeiro passo, é a construção de uma série histórica do hiato do produto do produto interno bruto (PIB), obtido pela diferença entre o PIB efetivo e o PIB potencial, dada em uma frequência trimestral:

$$h_t = \beta_0 + \beta_1 h_{t-1} + \beta_2 h_{t-2} + \beta_3 r_{t-1} + \varepsilon_t^h \quad (13)$$

Onde:

h = logaritmo (log) do hiato do produto

r = log da taxa de juros [$\log(1+R)$]

ε^h = choque de demanda

O termo $pr = \log(1+PR)$, incluído na política fiscal, onde PR é a necessidade de financiamento do setor público (NFSP) no conceito primário, em percentual do produto interno bruto (PIB). Assim, a equação (13) fica reescrita da seguinte forma:

$$l_t = \beta_0 + \beta_1 l_{t-1} + \beta_2 l_{t-2} + \beta_3 r_{t-1} + pr_{t-1} + \varepsilon_t^{hf} \quad (14)$$

Para o ajuste de longo prazo para a IS, no regime de câmbio flutuante, cuja ancora nominal é o sistema de metas de inflação, parte-se do princípio de que no estado estacionário de longo prazo, onde a relação entre a dívida líquida do governo e o PIB será constante, situação em que orçamento do governo estaria em equilíbrio e o hiato do produto seria nulo. Assim, para o longo prazo, a taxa de juros de equilíbrio será igual à taxa de crescimento do PIB potencial.

2.5.2 A Curva de Phillips

Segundo Curado e Oreiro (2005, p.131), para que o Bacen mantenha a inflação constante ao longo do tempo, ele deve manter o nível corrente da taxa de juros real em linha com o valor de equilíbrio desta taxa. Portanto, ao invés de controlar o crescimento da quantidade de moeda, o Bacen deve se voltar para a relação entre a taxa de juros real efetiva e a taxa de juros real de equilíbrio. Assim, caso a taxa de juros real efetiva, for aproximadamente igual à diferença entre a taxa nominal de juros fixada e a taxa esperada de inflação, for menor do que a taxa de juros de equilíbrio – o nível de atividade econômica tende a aumentar, induzindo a um aumento da taxa de inflação. Por outro lado, se a taxa de juros real efetiva for maior do que a taxa de juros de equilíbrio, o nível de atividade econômica irá se reduzir, fazendo com que a taxa de inflação também se reduza em função da existência do *trade-off* de curto prazo entre inflação e desemprego, expresso pela curva de Phillips.

De acordo com Bogdanski, Tombini e Werlang (2000, p. 11), o lado da oferta da economia no modelo obedece à especificação da curva de Philips, que relaciona diretamente a inflação com uma medida de desequilíbrio do setor real (tipicamente o hiato do produto), expectativas de inflação e mudanças no câmbio real. O modelo de estimação da curva de Phillips possui três variantes que se impõe sobre os

coeficientes no lado direito das equações, exceto a do hiato do produto, cuja condição é de que sua soma seja unitária. Condição necessária para assegurar que a curva de Philips seja vertical no longo prazo – inflação neutra para o produto real de longo prazo.

Especificação com expectativas adaptativas (backward-looking)

$$\pi_t = \alpha_1^b \pi_{t-1} + \alpha_2^b \pi_{t-2} + \alpha_3^b h_{t-1} + \alpha_4^b \Delta(p_t^F + e_t) + \varepsilon_t^b \quad (15)$$

Especificação com expectativas racionais (forward-looking)

$$\pi_t = \alpha_1^f \pi_{t-1} + \alpha_2^f E_t(\pi_{t+1}) + \alpha_3^f h_{t-1} + \alpha_4^f \Delta(p_t^F + e_t) + \varepsilon_t^f \quad (16)$$

Especificação mista dada pela média

$$\pi_t = \frac{(\alpha_1^f + \alpha_1^b)}{2} \pi_{t-1} + \frac{\alpha_2^f}{2} E_t(\pi_{t+1}) + \frac{\alpha_2^b}{2} \pi_{t-2} + \frac{(\alpha_3^f + \alpha_3^b)}{2} h_{t-1} + \frac{(\alpha_4^f + \alpha_4^b)}{2} \Delta(p_t^F + e_t) + \varepsilon_t^n \quad (17)$$

Onde:

π = log da taxa de inflação

h = log do hiato do produto

p^F = log do índice de preços ao produtor externo

e = log da taxa de câmbio

Δ = operador de primeira diferença

$E_t(.)$ = operador de expectativa, condicional à informação disponível em t

$\varepsilon^b, \varepsilon^f, \varepsilon^n$ = choque de oferta

Segundo Bogdanski, Tombini e Werlang (2000, p. 12), a especificação mista foi criada para reduzir a vulnerabilidade da especificação *backward-looking* de predição diante de alterações nos regimes de política monetária e de câmbio, que poderão alterar a formação das expectativas de inflação, e o *trade-off* de curto prazo entre inflação e produto. Outro motivo é a questão da dificuldade de estimação de expectativas mais adequadas da especificação *forward-looking*, para dar credibilidade ao sistema de metas inflacionárias.

2.5.3 Taxa de Câmbio (PDTJ)

Para Bogdanski, Tombini e Werlang (2000, p. 14-15), a determinação da taxa de câmbio nominal é dada pela condição da PDTJ - equilíbrio financeiro do mercado cambial, por relacionar as expectativas de mudanças na taxa de câmbio entre dois países em função do diferencial de taxas de juros e do prêmio de risco:

$$E_t e_{t+1} - e_t = i_t - i_t^F - x_t \quad (18)$$

Onde:

e = log da taxa de câmbio

i = log da taxa de juros doméstica

i^F = log da taxa de juros externa

x = log do prêmio de risco

Ao levar em conta as primeiras diferenças da equação abaixo:

$$E_t e_{t+1} - E_{t-1} e_t - \Delta e_t = \Delta i_t - \Delta i_t^F - \Delta x_t \quad (19)$$

E ao supor que as mudanças de expectativas tendam a um processo de ruído branco, representado pela seguinte equação:

$$E_t e_{t+1} - E_{t-1} e_t = \eta_t \quad (20)$$

Ao reescrever as equações 19 e 20, a dinâmica cambial pode ser descrita como:

$$\Delta e_t = \Delta i_t^F + \Delta x_t - \Delta i_t + \eta_t \quad (21)$$

A equação (21) apresenta duas variáveis exógenas: a taxa de juros externa (i_t^F), relativamente estável, podendo ser projetada com boa precisão a partir de contratos futuros; e o prêmio de risco (x_t), o qual pode ser aferido pelo *spread* da dívida soberana sobre a remuneração dos títulos do tesouro americano de mesmo prazo, também possui uma extrema volatilidade, por estar associado a questões macroeconômicas e a fatores subjetivos.

O prêmio de risco, vinculado a condição PDTJ, sofre alterações da situação fiscal da curva IS, das alterações de liquidez, do nível das taxas de juros externas, do desempenho dos mercados de capitais, dos preços das *commodities*, das expectativas do balanço das transações correntes e da classificação de risco do País pelas agências especializada entre outros fatores. Pode ser representado como:

$$\Delta V_t = \gamma_1 \Delta V_{t-1} + \gamma_2 \Delta PR_{t-3} + \sum_{j=3}^n \gamma_j \Delta Z_{t,t-j} \quad (22)$$

Onde:

X = prêmio de risco em pontos-base (SoT)

PR = resultado primário do setor público, em percentagem do PIB.

Z = variáveis que afetam o prêmio de risco

2.5.4 A função de reação do Bacen

Segundo CARVALHO (2007, p. 163) a regra de Taylor tem sido usada como espécie de função de reação do banco central na determinação da taxa de juros nominal de curto prazo. A regra relaciona a taxa de juros básica a desvios da inflação esperada em relação à meta inflacionária e, ainda, ao hiato do produto e aos movimentos da taxa de câmbio. O hiato do produto é obtido pela diferença entre o produto atual e o potencial, sendo usado como *proxy* do produto atual a produção industrial mensal medida pelo IBGE, e o produto potencial estimado através do filtro HP, no que resulta em resultados semelhantes às estimativas feitas com base na extração de uma linha de tendência.

Segundo Bogdanski, Tombini e Werlang (2000, p. 15-16), a regra de Taylor é uma função linear de taxa de juros. Esta regra permite a política monetária reagir ao mesmo tempo ao hiato do produto e aos desvios da meta inflacionária estabelecida. De maneira que quando $\lambda = 1$, a função é chamada de regra de Taylor padrão; e quando $\lambda \in (0,1)$, é uma regra de Taylor suavizada em relação à taxa de juros. O modelo permite fixar por arbitragem os valores dos coeficientes α , também pode ser feito através de procedimentos específicos de otimização disponíveis no simulador.

$$i_t = (1 - \hat{\lambda})i_{t-1} + \hat{\lambda}(\alpha_1(\pi_t - \pi^*) + \alpha_2 h_t + \alpha_3) \quad (24)$$

Onde:

π = log da inflação

π^* = log da meta de inflação

h = log do hiato do produto

i = log da taxa de juros

3 O REGIME DE CÂMBIO FLUTUANTE

Neste capítulo será realizada uma análise dos impactos do regime de câmbio flutuante sobre o crescimento econômico brasileiro de 1999 a 2007.

3.1 A ADOÇÃO DO REGIME DE CÂMBIO FLUTUANTE

Em 15 de Janeiro de 1999 o mercado cambial brasileiro passou a operar sob regime de livre flutuação da taxa de câmbio. Pressionado pelo fluxo excessivo de saídas de capitais e sua volatilidade devido à desconfiança e ao nervosismo do mercado, acarretando de autonomia na condução de políticas, colocando em cheque a solidez do Plano Real. O Bacen, através do Comunicado nº 6.565, de 18.01.1999, informou à sociedade que, a partir daquela data, deixaria que o mercado definisse a taxa de câmbio, nos segmentos Livre e Flutuante, vindo a intervir, ocasionalmente, com o objetivo de conter movimentos desordenados da taxa de câmbio, extinguindo o regime de bandas cambiais, iniciado em 06.03.1995, em resposta à crise cambial no México e à crise no balanço de pagamento brasileiro, ocorridas no ano de 1998.

3.2 TAXA DE CÂMBIO E SEUS IMPACTOS SOBRE A ECONOMIA

Nesta sessão serão apresentadas algumas causas econômicas e políticas, onde os resultados ajudam à tendência mantedora da taxa de câmbio em nível relativamente apreciado.

3.2.1 Evidências Empíricas das Flutuações da Taxa de Câmbio

O fato de que, após a mudança no regime cambial, em janeiro de 1999, os movimentos de saídas de capitais de curto prazo, induzidos por mudanças nas expectativas dos agentes internacionais, passaram a refletir, não somente em perda de reservas internacionais, mas também sobre o próprio comportamento da taxa de câmbio. O grande volume de fluxos de capital internacional e de sua enorme

capacidade de circulação gerou um custo alto para o controle de preços na economia brasileira, por causa da estratégia estabilizadora conservadora, na qual o Bacen usa uma taxa de juros nominais e reais em um nível extremamente elevado. Neste caso, os movimentos de saídas de capital de curto prazo, observados a partir do segundo semestre de 2001, acabaram por induzir a uma grande desvalorização na taxa de câmbio nominal que, repassada aos preços, colocou em risco a estabilidade da taxa de inflação, porque havia poucos especuladores estabilizadores atuando no mercado de câmbio, ou seja, houve uma ausência de jogadores capazes de atuar em posições cambiais contrárias a da média do mercado, propensos ao movimento de manada.

Ao se fazer uma leitura do Relatório de Estabilidade Financeira do Bacen (2002, p. 11-27), pode-se verificar que o sistema financeiro internacional esteve exposto a choques adversos com impactos significativos sobre sua estrutura de funcionamento e rentabilidade, do primeiro trimestre de 2001 até o segundo trimestre de 2002. Todavia, os choques enfrentados pelo mercado financeiro internacional originaram-se do setor real, refletindo em uma lenta recuperação do crescimento econômico e do setor financeiro. A recessão mundial de 2001 desestimulou o investimento devido aos anúncios de redução nos lucros esperados, levando os principais índices das bolsas de valores dos Estados Unidos a níveis historicamente baixos. O reflexo do ambiente financeiro evidenciou-se uma redução dos fluxos líquidos de capitais privados voluntários e no significativo aumento dos *spreads* cobrados nos empréstimos.

A contração de crédito internacional contribuiu para elevação da aversão ao risco dos investidores estrangeiros no Brasil, nesse cenário a evolução do mercado financeiro internacional apresentou uma significativa deterioração ao longo de 2002, especialmente, aos ingressos líquidos de capitais privados. Isto pode ser evidenciado na TABELA 1, onde a conta financeira sofre grandes reduções de 2002 a 2005. A vagarosa recuperação da economia mundial foi um fator responsável provocou essas condições nos mercados financeiros, especialmente nos Estados Unidos após a sua recessão de 2001. Além dos fatores do mercado financeiro global, que implicou em uma relativa redução nas condições de liquidez do mercado internacional o comportamento do mercado doméstico ao longo de 2002 foi também influenciado pelas incertezas associadas ao processo eleitoral.

TABELA 1 – EVOLUÇÃO DA CONTA CAPITAL E FINANCEIRA (US\$ MILHÕES)

CONTA CAPITAL E FINANCEIRA	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Conta capital	338	273	-36	433	498	372	663	869	756
Conta financeira	16.981	19.053	27.088	7.571	4.613	-7.895	-10.127	15.430	88.168
Investimento direto	26.888	30.498	24.715	14.108	9.894	8.339	12.550	-9.380	27.518
Investimento brasileiro direto	-1.690	-2.282	2.258	-2.482	-249	-9.807	-2.517	-28.202	-7.067
Participação no capital	-1.110	-1.755	1.752	-2.402	-62	-6.640	-2.695	-23.413	-10.091
Empréstimo intercompanhia	-580	-527	505	-81	-187	-3.167	178	-4.789	3.025
Investimento estrangeiro direto	28.578	32.779	22.457	16.590	10.144	18.146	15.066	18.822	34.585
Participação no capital	29.983	30.016	18.765	17.118	9.320	18.570	15.045	15.373	26.074
Empréstimo intercompanhia	-1.405	2.763	3.692	-528	823	-424	21	3.450	8.510
Investimentos em carteira	3.802	6.955	77	-5.119	5.308	-4.750	4.885	9.081	48.390
Investimento brasileiro em carteira	259	-1.696	-795	-321	179	-755	-1.771	6	286
Ações de companhias estrangeiras	-864	-1.953	-1.121	-389	-258	-121	-831	-915	-1.413
Títulos de renda fixa	1.123	258	326	67	437	-633	-940	921	1.699
Investimento estrangeiro em carteira	3.542	8.651	872	-4.797	5.129	-3.996	6.655	9.076	48.104
Ações de companhias brasileiras	2.572	3.076	2.481	1.981	2.973	2.081	6.451	7.716	26.217
Títulos de renda fixa	971	5.575	-1.609	-6.778	2.156	-6.076	204	1.360	21.887
Derivativos	-88	-197	-471	-356	-151	-677	-40	41	-710
Ativos	642	386	567	933	683	467	508	482	88
Passivos	-730	-583	-1.038	-1.289	-834	-1.145	-548	-441	-799
Outros investimentos	-13.620	-18.202	2.767	-1.062	-10.438	-10.806	-27.521	15.688	12.970
Outros investimentos brasileiros	-4.397	-2.989	-6.585	-3.211	-9.752	-2.085	-5.035	-8.416	-18.552
Outros investimentos estrangeiros	-9.223	-15.213	9.353	2.150	-686	-8.721	-22.486	24.104	31.521
SALDO	17.319	19.326	27.052	8.004	5.111	-7.523	-9.464	16.299	88.924

FONTE: Bacen

NOTA: Informações disponíveis no site <<http://www.bcb.gov.br>>

O risco de crédito do setor público, o encolhimento dos fluxos externos, as incertezas quanto às fontes de financiamento do balanço de pagamentos e uma maior aversão ao risco por parte dos investidores provocaram forte instabilidade no mercado local e o ajuste no preço dos ativos domésticos. Não obstante, o mercado financeiro experimentou uma fase de intranquilidade e de perda de confiança de 2001 atingindo seu pico máximo em 2004. Fase de instabilidade que levou: o governo brasileiro fechar acordo com o FMI, comprometendo-se elevar a meta de superávit fiscal; e o Bacen a atuar no mercado de câmbio, colocando títulos cambiais, também, elevou os recolhimentos compulsórios e aumentou a exigência de capital para exposição cambial.

O pessimismo gerado em meados de 2001, por parte dos agentes de mercado face às condições de financiamento do balanço de pagamentos e o descolamento do quadro macroeconômico do Brasil e da Argentina, reduziu o saldo da conta capital e financeira, a qual passou de um saldo positivo de US\$ 27.052 em 2001, para um saldo negativo de US\$ 9.464 milhões em 2005.

Os investimentos estrangeiros diretos apresentaram uma sequência de quedas, de US\$ 32.779 milhões em 2001, ano da crise global, para US\$ 15.822 milhões em 2005, uma queda de 46%. A fim de suprir essa perda de capital foram feitas novas captações, por meio de bônus da República, para financiar a retomada de investimentos. Quanto à situação dos prazos das captações para setor o privado, foi estendido para médio prazo, ficando mais confortável, para a classe empresarial nacional.

O Relatório de Estabilidade Financeira do Bacen (2002, p. 11-27), mostra que o mercado financeiro doméstico foi influenciado pela conjuntura externa adversa, evidenciada pela redução da liquidez internacional e pela mudança significativa na percepção de risco por parte do investidor externo, o seu desempenho evidenciou solidez e rentabilidade adequadas. Visto que o uso dos instrumentos de política monetária pelo Bacen, como os *swaps* cambiais e os recolhimentos compulsórios, foi decisivo para a superação dos efeitos das volatilidades registradas no mercado financeiro, em 2002. Adicionalmente, a atuação do Bacen e do Tesouro permitiu estabilizar os deságios dos títulos públicos e reverter o processo de migração de recursos dos fundos de investimento.

A TABELA 2 mostra as operações com câmbio contratado realizadas pelo Bacen nos anos de 2000 a 2007.⁴ Ao analisar a TABELA 2, pode-se perceber que o volume de compras este em queda de 2000 a 2004, resultado dos choques enfrentados pelo mercado financeiro internacional, e da perda de credibilidade brasileira perante os investidores estrangeiros. Em termos gerais, observa-se uma forte oscilação no movimento de capitais, alternando períodos de crises externas com melhoria nas condições do mercado financeiro internacional para o Brasil e na confiança dos investidores. Isso se refletiu no saldo da conta capital e financeira (ver TABELA 1), que apresentou valores negativos nos anos de 2004 a 2005. As saídas de capital ocorridas contribuíram para manter o real depreciado frente ao dólar até 2005. Isso acabou favorecendo o setor exportador que vê com bons olhos a manutenção da baixa cotação do real frente ao dólar. O saldo da balança comercial ilustra bem o comportamento favorável taxa de câmbio nacional.

⁴ De acordo com o Bacen, no contratado o exportador vende a moeda estrangeira ao banco, com liquidação futura – tanto para a entrega dos dólares quanto para o recebimento dos reais. Assim, o exportador negocia e fixa, no momento da contratação de câmbio, o preço da moeda estrangeira (taxa de câmbio) a ser entregue no futuro, abdicando do recebimento dos reais no momento da contratação.

TABELA 2 – OPERAÇÕES COM CÂMBIO CONTRATADO (US\$ MILHÕES)

Período	Operações com clientes no País						Operações com instituições no exterior (d)		Saldo e=c+d
	Exportação	Importação	Saldo (a)	Compras	Vendas	Saldo (b)	Saldo c=a+b		
2000	51.699	46.069	5.629	99.290	92.971	6.319	11.948	-7.269	4.680
2001	58.036	47.248	10.789	85.710	93.350	-7.640	3.149	-6.110	-2.962
2002	60.083	39.756	20.327	69.780	93.990	-24.209	-3.882	-9.107	-12.989
2003	73.203	44.848	28.355	72.118	98.094	-25.976	2.379	-1.661	718
2004	93.466	56.794	36.672	84.622	109.369	-24.747	11.925	-5.563	6.362
2005	123.021	71.248	51.772	120.241	152.703	-32.462	19.310	-492	18.819
2006	144.376	86.778	57.598	195.382	215.710	-20.328	37.270	-	37.270
2007	184.764	108.018	76.746	348.281	337.573	10.708	87.454	-	87.454

FONTE: Bacen

NOTA: Informações disponíveis no site <<http://www.bcb.gov.br>>

A volatilidade do mercado financeiro e dos fluxos de capitais internacionais apresentou uma forte influência sobre a determinação da taxa de câmbio. Em momentos de crise as remessas de capitais financeiros para outros mercados são grandes, proporcionando uma desvalorização da moeda brasileira. Em contrapartida nos momentos de estabilidade o grande volume de ingressos de capitais financeiros acabaram por apreciar o real. E para que a taxa de câmbio não sofresse com essa volatilidade o Bacen adquiriu uma parcela desse excedente de moeda estrangeira, ampliando as reservas internacionais. Isto pode ser evidenciado na TABELA 3 que mostra o acumulado de reservas internacionais acompanhou os fluxos de capitais internacionais, para tentar conter, na maioria das vezes, a pressão sofrida pela taxa de câmbio, por ocasião de instabilidades geradas pelos mercados, que causa ingressos ou remessas de capitais internacionais. Desta forma, as reservas internacionais têm um papel fundamental para controlar a volatilidade cambial. As reservas internacionais foram utilizadas na manutenção da taxa de câmbio artificializada desde a implantação do plano real até a crise cambial de 1999. De 1999 até 2002, período em que o real sofreu seguidas depreciações frente ao dólar, não houve grandes acumulações ou perdas de reservas. Não obstante, de 2003 a 2007, período de retomada de confiança dos investidores internacionais no mercado brasileiro, começam a surgir grandes ingressos de capitais estrangeiros, principalmente, nos dois últimos anos as aquisições de reservas saltaram de US\$ 53.839 milhões, em 2005, para US\$ 180.334, em 2007, uma elevação de 235%.

Caso o Bacen não houvesse realizado essas aquisições a tendência de apreciação do real frente ao dólar teria sido ainda maior.

TABELA 3 – RESERVAS INTERNACIONAIS NO BACEN (US\$ MILHÕES)

Período	Liquidez internacional	
	Posição	Variação de posição
1999	36.342	-
2000	33.011	- 3.331
2001	35.866	2.855
2002	37.823	1.957
2003	49.296	11.473
2004	52.935	3.639
2005	53.799	864
2006	85.839	32.040
2007	180.334	94.495

FONTE: Bacen

NOTA: Informações disponíveis no site <<http://www.bcb.gov.br>>

Os fluxos de capitais internacionais, no período de 1999 a 2007, causaram uma forte volatilidade na taxa de câmbio, com impactos desestabilizadores sobre a determinação da taxa de câmbio nominal e na dominância dos empréstimos, financiamentos e investimentos. Principalmente, os capitais de curto prazo e os capitais de portfólio que são bastante sensíveis a mudanças nas condições de risco e de liquidez do mercado financeiro internacional e foram responsáveis por fortes saídas de capitais em momentos críticos de especulação cambial.

3.2.1 Evidências da Doença Holandesa no Brasil

Os formuladores da política econômica brasileira das décadas de 1930 a 1980 neutralizaram, sem intenção, a doença holandesa. Naquele período o propósito estava em reduzir os efeitos da lei das vantagens comparativas do comércio internacional, que neutraliza a capacidade competitiva brasileira. A fórmula para neutralizar estava em utilizar câmbios múltiplos para os bens importados e exportados e também concedia subsídio às exportações de produtos manufaturados, forma de elevar mais os custos marginais dos produtos oriundos de recursos – abundantes e baratos. Porém na década de 1990 essa política foi abandonada, porque nos anos 1980, ocorreu uma grande crise de dívida externa – provocada pela política de crescimento com poupança externa. Neste período

também, o Brasil passou por processo de abertura comercial e de abertura da conta de capitais, que implicou numa apreciação real da taxa de câmbio.

TABELA 4 – EXPORTAÇÃO BARSILEIROS POR INTENSIDADA TECNOLÓGICA (US\$ MILHÕES)

Intensidade tecnológica	Valor anual dos produtos por Setores Industriais								
	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Produtos industriais	39.288	45.968	47.748	48.652	58.504	77.137	94.016	107.320	121.908
Alta	4.126	6.838	6.982	5.935	5.135	6.610	8.757	9.364	10.241
Média-alta	10.874	12.751	12.317	12.935	16.694	22.295	28.912	32.403	36.519
Média-baixa	8.511	10.227	9.985	10.650	13.394	18.847	22.741	27.252	31.599
Baixa	15.775	16.152	18.464	19.132	23.281	29.384	33.606	38.300	43.549
Produtos não industriais	8.724	9.118	10.474	11.709	14.580	19.339	24.292	30.150	38.741
Total	48.011	55.086	58.223	60.362	73.084	96.475	118.308	137.470	160.649

FONTE: SECEX/MDIC

NOTA: Informações disponíveis no site <<http://www2.desenvolvimento.gov.br.gov.br>>

A TABELA 4 mostra a composição dos produtos brasileiros destinados à exportação com base na intensidade tecnológica. Como se pode ver, o volume de produtos exportados de baixa intensidade tecnológica cresceu de forma acelerada depois de 2003, ano em que a moeda doméstica passou a ter uma apreciação real e desde então vem se apreciando anualmente. A apreciação cambial promoveu uma alteração na estrutura produtiva, favorecendo a produção de *commodities*, desenvolvendo a doença holandesa no Brasil, a qual é componente fundamental da tendência à sobre-apreciação da taxa de câmbio. A exportação de produtos de média-baixa tecnologia, baixa tecnologia e produtos não industriais representam 70% do nível das exportações. Por esta razão que o conteúdo tecnológico das exportações industriais brasileiras baixou nos últimos anos, em termos absolutos, e principalmente em relação ao conteúdo tecnológico e mercadológico dos bens importados.

A economia brasileira bateu recordes de saldo comercial nos últimos três anos, com US\$ 44.703 milhões em 2005, US\$ 46.457 milhões em 2006 e US\$ 40.028 milhões 2007. Neste ultimo ano a redução em 16% do saldo comercial em relação a 2006 foi devido ao aumento do volume importado ter sido maior que o aumento do volume exportado. O valor exportado em 2006 foi US\$ 137.807 milhões e em 2007 foi US\$ 160.649 milhões, um aumento de 14%. Porém o aumento do volume importado foi de 24%, passando de US\$ 91.351 milhões de 2006 para US\$ 120.621 milhões em 2007. Essa diferença de desempenho deve-se a maior parte do

volume das exportações brasileiras serem compostas por produtos de custos marginais oriundos de recursos abundantes e baratos.⁵

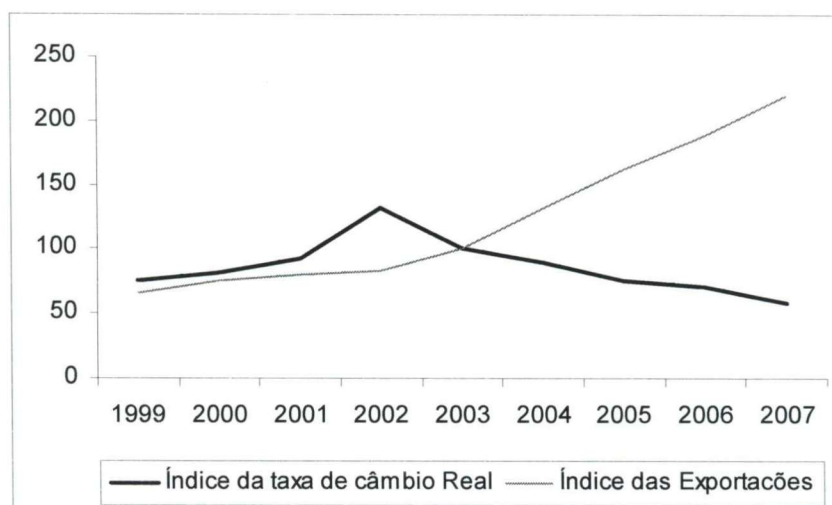


GRÁFICO 1 – ÍNDICE DA TAXA DE CÂMBIO REAL E ÍNDICE DE EXPORTAÇÕES

FONTE: FUNCEX

NOTA: Base: média de 2003 = 100

O GRÁFICO 1 mostra que apesar da taxa câmbio real apresentar índices de apreciação, não impediu a elevação dos índices no volume de produtos exportados, composto principalmente pelas *commodities*, configurando um sinal forte da presença da doença holandesa no Brasil. Esse resultado positivo da balança comercial é devido aos setores não tão rentáveis, serem competitivos a uma taxa de câmbio de equilíbrio sobre apreciada, não permitindo a sobrevivência de setores industriais que utilizam alta tecnologia, impossibilitando a produção de bens de valor agregado per capita mais elevado.

3.3 A FRAGILIDADE EXTERNA E O IMPACTO NAS TRANSAÇÕES CORRENTES

A fragilidade externa da economia brasileira está relacionada à sua grande suscetibilidade à crise de balanço de pagamentos, por causa de seu alto grau de vulnerabilidade às mudanças ocorridas nas condições de financiamento oriundas de

⁵ Segundo Bresser-Pereira (2007, p. 120-121), os produtos utilizados pelos setores não tão rentáveis são: os que fazem parte do agronegócio – o café, a cana-de-açúcar, a laranja, a celulose; os ligados à mineração – o ferro e o aço, tornam a exportação economicamente viável a uma taxa de câmbio sobre-apreciada do ponto de vista do desenvolvimento econômico. Além desse diferencial, o Brasil possui uma grande oferta de mão-de-obra barata.

alterações nas taxas de juros externas e nas condições de liquidez do mercado financeiro internacional. A crise internacional ocorrida em 1998 causou uma reversão súbita da entrada de capitais de curto prazo em função das mudanças das expectativas dos investidores internacionais. O contágio desta crise levou o governo brasileiro a tomar medidas que conduziram para uma depreciação da taxa de câmbio, frente à mudança do regime cambial, implicando em efeitos adicionais, principalmente sobre a balança comercial, que registrou um déficit nos dois primeiros anos, conforme se pode ver na TABELA 5.

TABELA 5 – BALANÇO DE PAGAMENTO CONTAS SELECIONADAS (US\$ MILHÕES)

Contas do BP	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Transações Correntes (TC)	-25.335	-24.225	-23.215	-7.637	4.177	11.679	13.985	13.643	1.461
Balança comercial (FOB)	-1.199	-698	2.650	13.121	24.794	33.641	44.703	46.457	40.028
Exportação de bens	48.011	55.086	58.223	60.362	73.084	96.475	118.308	137.807	160.649
Importação de bens	49.210	55.783	55.572	47.240	48.290	62.835	73.606	91.351	120.621
Serviços e rendas (líquido)	-25.825	-25.048	-27.503	-23.148	-23.483	-25.198	-34.276	-37.120	-42.597
Serviços (fretes, viagens, etc.)	-6.977	-7.162	-7.759	-4.957	-4.931	-4.678	-8.309	-9.640	-13.355
Juros	-14.876	-14.649	-14.877	-13.130	-13.020	-13.364	-13.496	-11.289	-7.228
Lucros e dividendos	-4.115	-3.316	-4.961	-5.162	-5.640	-7.338	-12.686	-16.369	-21.382
Outras rendas	142	79	95	102	109	181	214	177	-632
Transferências unilaterais	1.689	1.521	1.638	2.390	2.867	3.236	3.558	4.306	4.029
Conta Capital e Financeira (CCF)	17.319	19.326	27.052	8.004	5.111	-7.523	-9.464	16.299	89.155
Investimento Direto	26.888	30.498	24.715	14.108	9.894	8.339	12.550	-9.380	27.518
Outros	-9.907	-11.444	2.373	-6.537	-5.281	-16.234	-22.676	24.810	60.881
Erros e Omissões	194	2.637	-531	-66	-793	-1.912	-201	628	-3.131
Resultado do Balanço	-7.822	-2.262	3.307	302	8.496	2.244	4.319	30.569	87.484

FONTE: IPEADATA apud IBGE

NOTA: Informações disponíveis no site <<http://www.ipeadata.gov.br>>

O GRÁFICO 2 mostra o desempenho da balança comercial brasileira. Pode-se avaliar o comportamento das exportações em função da defasagem da resposta a variações na taxa de câmbio e no nível interno de demanda, bem como da redução no nível de demanda mundial e da queda nos preços das mercadorias (*commodities*) exportáveis produzidas pelo país. As importações, por sua vez, foram influenciadas pelo nível de atividade interna e pela flutuação da taxa de câmbio, reduzindo o nível de bens importados, contudo devido à depreciação sofrida pelo real, ficaram mais caras causando um déficit no saldo comercial.

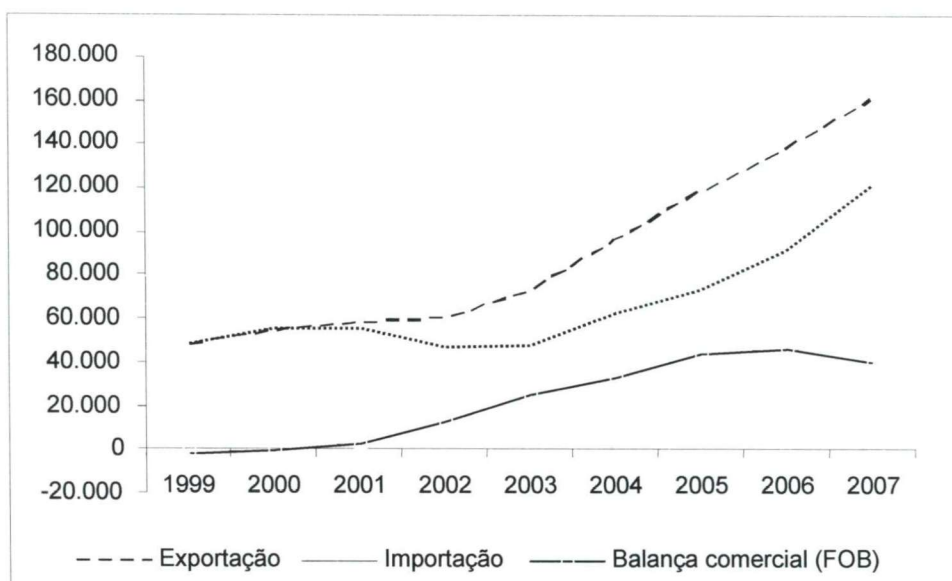


GRÁFICO 2 – EXPORTAÇÕES, IMPORTAÇÕES E BALANÇA COMERCIAL (US\$ MILHÕES)
 FONTE: Elaboração própria a partir de informações da TABELA 5

O déficit na balança comercial em 1999 foi de US\$ 1.199 milhões e o de 2000 foi menor, US\$ 698 milhões. Com o passar do tempo os efeitos das variações nos preços relativos, tanto das exportações como das importações, foram percebidos. A partir de 2001 houve uma melhora na balança comercial fechando com um saldo fechado positivo de US\$ 2.650 milhões. A depreciação cambial causou efeitos adicionais sobre a balança comercial, devido não aumentar de imediato o nível de exportações e, também, por reduzir de imediato o volume de produtos importados. Assim, os efeitos dinâmicos da depreciação sofrida pela moeda brasileira em 1999 foram sentidos mais nos preços do que nas quantidades, devido à demora de ajustamento entre a quantidade de importações e exportações. O lapso temporal de ajustamento foi de três anos (1999 a 2001) para que os consumidores e as empresas percebessem a mudança dos preços relativos e para que achassem fornecedores mais baratos e assim por diante. A depreciação causou uma deterioração inicial da balança comercial, levando a um declínio das exportações líquidas.

Com o passar do tempo os efeitos das variações nos preços relativos, tanto das exportações como das importações, foram percebidos. De 2001 em diante as receitas de exportações foram aumentando anualmente, o que revelou uma melhora gradual das receitas. Esse comportamento ainda foi reflexo da lenta recuperação dos preços de alguns dos principais produtos da pauta e da retração econômica de importantes parceiros comerciais. Esse processo de ajuste da balança comercial,

representado no GRÁFICO 2, se assemelha com a Curva “J” e, também, atende a condição de Marshall-Lerner.

O ganho de competitividade das exportações associado à desvalorização do real, ocorrida em 2001, começa a ser evidenciado com a depreciação da taxa de câmbio. Após uma elevação inicial, a rentabilidade das exportações recuou com o movimento de apreciação cambial, situando-se em patamar 16% superior ao vigente antes da desvalorização. A estabilização alcançada das transações correntes em 2003 foi resultado do ganho efetivo de competitividade, o reflexo foi porque exportadores ganharam mais confiança para aumentar o nível de exportações. Atendo-se apenas no resultado geral do saldo do balanço de pagamentos, o Brasil teve uma melhora nesses nove anos, passou de um déficit de US\$ 7.822, em 1999, para um superávit de US\$ 87.484, em 2007. O impacto deste resultado para a economia brasileira será discutido nas sessões seguintes.

3.4 O AJUSTE BRASILEIRO PÓS-FLUTUAÇÃO CAMBIAL

Pós-flutuação do câmbio, entre 1999 e 2007, a composição da poupança doméstica passou de 12,05% do PIB em 1999 para 17,63% em 2007. Porém, o Brasil continuou a ter uma taxa de poupança muito baixa, apesar de ter melhorado em 5,58%. A melhora no desequilíbrio da conta corrente, sem elevar a formação de poupança interna, acabou por limitar a capacidade de investimento do país. Para manter o investimento no cenário de política de ajuste externo e com pesada carga de pagamento ao exterior, o governo brasileiro foi obrigado a aumentar a poupança doméstica, conforme pode ser visto na TABELA 6.

TABELA 6 – COMPOSIÇÃO DE POUPANÇA E INVESTIMENTO (% PIB)

Ano	Poupança			Investimentos ^b	
	Externa ^a	Doméstica	Total	FBCF	Estoques
1999	4,32	12,05	16,37	15,65	0,72
2000	4,29	13,96	18,25	16,80	1,45
2001	4,51	13,52	18,03	17,03	1,00
2002	1,51	14,69	16,20	16,39	-0,19
2003	-0,18	15,95	15,77	15,28	0,49
2004	-1,36	18,47	17,11	16,10	1,01
2005	-1,14	17,35	16,21	15,94	0,27
2006	-0,81	17,69	16,88	16,50	0,38
2007	0,30	17,63	17,93	17,5	0,36

FONTE: Elaboração própria a partir de informações disponíveis no site <<http://www.ipeadata.gov.br>>

NOTAS: ^a Poupança externa = déficit em conta corrente

^b Investimento = formação bruta de capital fixo (FBCF)

A desvalorização do real ocorrida em 1999 aumentou a rentabilidade dos setores produtores de comercializáveis em detrimento dos setores produtores de bens não-comercializáveis, reduzindo a oferta destes e elevando a oferta daqueles. Concomitantemente, o encarecimento dos comercializáveis desestimulou o consumo interno, favorecendo a demanda dos não-comercializáveis.

O auge da depreciação cambial foi em 2002, chegando perto de R\$/US\$ 4,00, mas a maior média anual alcançada foi em 2003, R\$/US\$ 3,09, resultado da instabilidade gerada em 2002. O fator que favoreceu para que a taxa de câmbio chegasse nesse patamar foi, em 2002, a certeza de que o candidato do Partido dos Trabalhadores, Luiz Inácio Lula da Silva, seria eleito. Isso causou uma grande instabilidade no mercado, por não se saber quais seriam as medidas políticas adotadas pelo novo governo. Associado a esse fato estava o problema do desajuste fiscal, a elevada taxa de juros real e, principalmente, a vulnerabilidade externa ainda persistente na economia brasileira, que se manifestava através do alto grau de endividamento interno e externo. Esses fatores geraram incertezas, aumentando a probabilidade de não pagamento da dívida externa. A instabilidade gerada levou os credores a retirar os recursos investidos no Brasil (ver Conta Capital e Financeira da TABELA 5, sessão 3.3).

Em 2002 houve uma grande explosão de crescimento internacional impulsionada, principalmente, pela China e pelos EUA, que proporcionou uma elevação adicional das exportações brasileiras. A moeda nacional mais competitiva proporcionou um estímulo para o setor exportador, e, outro fator determinante foi a manutenção da política econômica pelo novo governo, por não alterar os rumos estabelecidos no governo anterior, de ajustes externos e internos. O aumento da demanda internacional elevou o preço das *commodities*, melhorando o saldo comercial do país e em pouco tempo o país passou de deficitário para superavitário.

Segundo a análise do mercado de câmbio do Bacen (2003, out-dez, p. 9), as exportações brasileiras foram favorecidas pelos cenários interno e externo de 2003. No cenário externo, o destaque foi a expansão do comércio internacional e a conseqüente elevação dos preços internacionais de *commodities*, além do crescimento extraordinário da economia da China e a recuperação da economia da Argentina, que foram, respectivamente, o segundo e o terceiro maiores importadores de produtos brasileiros em 2003, atrás apenas dos Estados Unidos. No cenário interno, a retração do mercado nacional, devido à estagnação da economia

brasileira, foi fator favorável ao avanço das exportações. Outro determinante foi a taxa de câmbio, embora a moeda brasileira tenha se valorizado cerca de 20% em relação ao dólar em 2003, a desvalorização cambial de 2002 em mais de 50% determinou o incentivo às exportações de 2003.

A economia brasileira apresentou uma mudança, o déficit em conta corrente apresentado no início do período do estudo deixa de existir em 2003, ano em que o país alcança o equilíbrio em sua conta corrente. Nos anos subsequentes ocorreu uma acentuada elevação do superávit. O país, ao contrário do esperado em 2002, honra seus compromissos, principalmente quanto ao pagamento da dívida externa, que em 2001 era aproximadamente 27% do PIB.

TABELA 7 – COTAÇÕES DA MOEDA NACIONAL E DAS MOEDAS INTERNACIONAIS

Ano	R\$ /US\$	Iene /US\$	Libra esterlina/US\$	Euro/US\$
1999	1,815	113,91	0,62	0,94
2000	1,830	107,77	0,66	1,09
2001	2,350	121,53	0,69	1,12
2002	2,921	125,39	0,67	1,06
2003	3,078	115,93	0,61	0,89
2004	2,926	108,19	0,55	0,81
2005	2,435	110,22	0,55	0,80
2006	2,176	116,30	0,54	0,80
2007	1,948	117,75	0,50	0,73

FONTE: IPEA/DIMAC apud INTERNATIONAL FINANCIAL STATISTICS-FMI/Bacen

NOTA: Elaboração própria a partir de informações disponíveis no site <<http://www.ipeadata.gov.br>>

Pode-se verificar na TABELA 7 que as cotações de algumas moedas internacionais selecionadas para fazer uma comparação com a moeda nacional, tiveram uma tendência de depreciação frente ao dólar no mesmo período em que o real depreciou em relação ao dólar, configurando ser um fator global. O iene, apesar de, entre 1999 e 2000 ter registrado uma apreciação de 5% frente ao dólar, depreciou 15% de 2000 a 2002. A libra esterlina depreciou 11% frente ao dólar durante o período de 1999 a 2002. O euro, moeda forte, também depreciou, registrou uma depreciação de 19% na taxa de câmbio frente ao dólar. Claro que o real foi o que mais se depreciou em relação ao dólar, de 1999 a 2003, registrando uma taxa de depreciação de 70% frente ao dólar.

Após o período de 2002-2003 até 2007 esse conjunto de moedas registrou uma apreciação frente ao dólar de, 63% para o real, 7% para o iene, 30% para a libra esterlina e 35% para o euro.

A partir de 2003 a ligeira apreciação do real foi desencadeada pela atitude do Bacen em fazer as operações de *swap* indexadas ao dólar e pelo grande aumento das exportações das *commodities*. Em conjunto, estão os elevados níveis das taxas juros reais, mantido pelo Bacen para controlar a inflação, que favoreceu também a entrada de capitais especulativos devido ao grande diferencial de juros pagos pelos títulos do governo. Fator gerador de influxo de divisas, que também serviu para a baixa do dólar frente ao real em termos reais até o final de 2007, mantendo o real relativamente apreciado.

TABELA 8 – ÍNDICE DE PREÇO E QUANTUM DE EXPORTAÇÃO E IMPORTAÇÃO

Período	Exportação		Importação		Termos de Troca
	Preço	Quantum	Preço	Quantum	
1999	81,9	122,8	90,3	102,3	90,7
2000	84,6	136,4	90,4	115,8	93,6
2001	81,7	149,4	87,4	119,2	93,4
2002	78,0	162,3	84,6	104,7	92,2
2003	81,6	187,9	89,8	100,9	90,9
2004	90,5	223,7	98,7	119,3	91,7
2005	101,5	244,7	109,8	125,7	92,4
2006	114,2	252,8	117,3	145,9	97,3
2007	126,2	266,7	127,0	178,1	99,3

FONTE: IPEADATA apud FUNCEX/IPEA

NOTAS: Base:média de 1996 = 100

Informações disponíveis no site <<http://www.ipeadata.gov.br>>

A TABELA 8 mostra que, a partir de 2002 ocorreu um ciclo de elevação dos preços internacionais de *commodities*, levando a um crescimento de 57% dos preços médios das exportações brasileiras, o que permitiu que o câmbio valorizasse sem prejudicar as exportações. Apesar desse nível de taxa de câmbio, as exportações continuam gerando um elevado superávit comercial, mas no ano de 2007 houve uma redução, deixando sinais de uma redução do *quantum* das exportações de manufaturados, frente ao aumento do *quantum* das importações em 45%, frente aos 29% do *quantum* das exportações, um ritmo substancialmente maior do que as exportações durante os anos de 2005 e 2007, indicando que a taxa câmbio está se mostrando insustentável no médio prazo (ver a Conta de Transações Correntes da TABELA 5, sessão 3.3).

3.4 CONSIDERAÇÕES A RESPEITO DO REGIME DE CÂMBIO FLUTUANTE

O arcabouço teórico dado pelo modelo Mundell-Fleming possibilitou entender a relação entre fluxos de capitais, variação da taxa de câmbio e condução da política monetária, no tocante ao funcionamento do regime de câmbio flutuante com plena mobilidade de capitais, em que os fluxos de capitais, principalmente os fluxos de curto prazo, produziram uma grande volatilidade da taxa de câmbio, causando impactos desfavoráveis sobre a estabilidade macroeconômica brasileira.

Foi visto também que os ativos financeiros nacionais são substitutos perfeitos dos ativos internacionais, em que a paridade da taxa de juros descoberta define a eficácia da política monetária. Contudo esta dinâmica foi alterada pelas expectativas de variação da taxa câmbio, neste caso, as operações de arbitragem entre títulos domésticos e estrangeiros incorporam essas expectativas. Este risco pressionou a taxa de juros para cima, dificultando não apenas a execução da política monetária, mas também a efetivação de gastos de investimentos. O regime de câmbio flutuante impôs uma série de restrições ao ajuste do balanço de pagamento para o Brasil. Visto que de 1999 a 2002 houve um movimento de depreciação cambial, devido à fuga de capitais para o exterior, as exportações líquidas não reagiram de forma imediata à depreciação nominal e real.

4 O REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO

O objetivo deste capítulo é fazer um diagnóstico do regime de metas de inflação no Brasil, para verificar quais foram as suas implicações sobre o crescimento econômico, entre 1999 a 2007.

4.1 A INSTITUIÇÃO DO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO NO BRASIL

O regime de metas para inflação, adotado a partir de julho de 1999, depois da flutuação cambial de janeiro de 1999, foi uma experiência bem sucedida da política monetária para a estabilidade do nível de preços no Brasil. Porém este resultado positivo acabou afetando a taxa de câmbio (R\$/US\$), porque as projeções de inflação, também, dependem do comportamento da taxa de câmbio para manter a trajetória central e os intervalos de probabilidade em torno da mediana,⁶ cujos resultados geraram impactos negativos para o país, por comprometer o desenvolvimento do comércio, tanto na esfera interna quanto na esfera internacional. A manutenção da taxa Selic em um nível elevado,⁷ mecanismo utilizado pelo Bacen para controlar a inflação, exerceu um papel preponderante na determinação da taxa de câmbio em um nível apreciado, por causa da PDTJ - que relaciona mudanças esperadas na taxa de câmbio entre dois países com respectivo diferencial de taxas de juros e um prêmio de risco.

O principal esforço das autoridades monetárias brasileiras, em função do severo controle da inflação, foi para acalmar as expectativas do mercado financeiro, visando à construção de credibilidade, necessária para a nova política macroeconômica. O instrumento de política monetária utilizado para assegurar que

⁶ O Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), núcleo da inflação, foi escolhido como medida de referência para as metas, porque ele pode ser afetado por fatores sazonais e também por choques temporários. O IPCA é a média ponderada da Variação dos preços dos 512 produtos considerados para o seu cálculo, sendo a ponderação de cada produto dada pelo desvio da série histórica em relação à tendência comum.

⁷ O Bacen fixa a meta para a taxa básica de juros da economia brasileira, pela média da taxa praticada no financiamento interbancário com prazo de um dia útil (*overnight*), por meio de reuniões do Comitê de Política Monetária (Copom), e garante que a taxa de mercado fique próxima do patamar alvejado comprando e vendendo, no mercado aberto, os títulos da dívida federal, indexados a ela, listados e negociados no Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (Selic, sigla adotada também para denominar a taxa).

isso ocorra é a Selic, desta maneira o Bacen regula as quantidades de moeda e títulos públicos disponíveis no mercado, esta taxa serve de referência para as demais taxas de juros que o mercado utiliza no país e, ao mesmo tempo, sua evolução tem impacto nas despesas fiscais, porque essa taxa juros incide sobre a dívida pública.

4.1.1 Os Resultados das Projeções de Inflação

Para manter o total controle sobre a inflação o Bacen adotou uma combinação de taxas de juros reais extremamente elevadas com uma política de taxa de câmbio muito baixa. Não obstante a isso, está associado à política fiscal do governo federal de rígido controle de gastos e de aumento da carga tributária, para criar uma elevação do superávit primário. Esses fatos, juntamente com outros indicadores de grande relevância, serviram para manter a inflação sob controle.

Com base na TABELA 9 e no GRÁFICO 3, pode-se notar que nos dois primeiros anos de implantação do regime, os resultados obtidos foram bastante favoráveis, em relação as expectativas das autoridades monetárias, dada a rígida condução da política monetária, resultando em uma taxa de inflação de 8,94% em 1999 e 5,97% em 2000, atingindo as metas estabelecidas.

TABELA 9 – TAXAS ESTABELECIDAS E ATINGIDAS (%) NO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO

	PERÍODO								
	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Meta Fixada	8,00	6,00	4,00	3,50	3,25	3,75	4,50	4,50	4,50
Banda, +/-	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)	(2,5)	(2,5)	(2,5)	(2)
IPCA	8,94	5,97	7,67	12,53	9,30	7,60	5,69	3,14	4,46

FONTE: Bacen

NOTA: Informações disponíveis no site <<http://www.bcb.gov.br>>

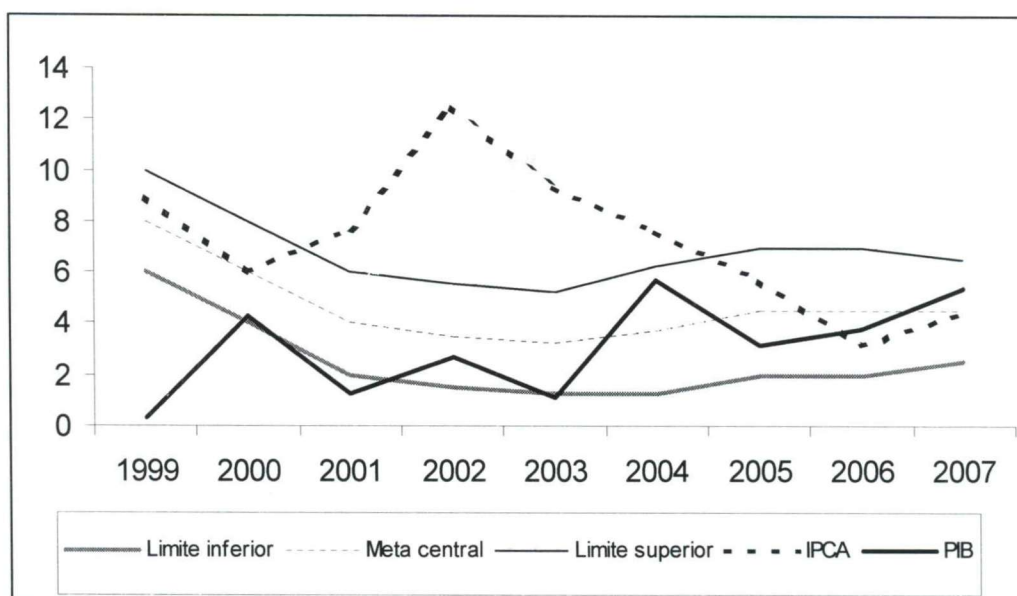


GRÁFICO 3 – TAXAS ESTABELECIDAS E ATINGIDAS (%) NO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO
 FONTE: BRESSER-PEREIRA (2007); Bacen

NOTA: Elaboração própria a partir de informações disponíveis no site <<http://www.bcb.gov.br>>

Uma série de choques desfavoráveis atingiu a economia brasileira em 2001 como: a crise energética; crise financeira mundial; a crise da Argentina; e o ataque terrorista de 11 de setembro nos EUA. Outro choque foi as incertezas sobre as decisões políticas e econômicas da sucessão presidencial ocorrida em 2002. A instabilidade da economia global foi repassada para a economia interna. Apesar de o Bacen fazer constantes elevações na Selic de 2001 a 2003, houve dificuldade para atrair e manter capitais externos, resultando numa fuga de capitais. As médias anuais desses aumentos subiram de 17,32%, em 2001, para 23,35%, em 2003, proporcionando uma alta de 21% na taxa de juros reais, que passou de 9,50%, para 11,50%. Como se pode ver o aumento dos juros não foi suficiente para impedir a saída de capitais internacionais, ao invés de impedir, acelerou a saída porque levou os credores a duvidar da solvência do país, reflexo de perda de confiança. As saídas de capital proporcionaram uma ligeira depreciação do real frente ao dólar, comprometendo a política de metas de inflação, porque um de seus instrumentos para controlar a inflação é a taxa de câmbio. O real apreciado é bom para manter o controle da inflação, porém ocorreu o oposto, o real depreciou e essa depreciação causou aumento de preços, gerando inflação. Os objetivos das autoridades monetárias, de manter as metas de inflação, não foram atingidos, com forte discrepância entre a meta de 2002, de 3,5%, e a inflação gerada, 12,5%. Pelo contexto, percebe-se que o estabelecimento de metas de inflação declinantes

mostrou-se incompatível com a realidade da economia brasileira. Pode-se considerar que a fixação de metas de inflação, tão baixas e declinantes foi de certa forma, um equívoco do Conselho Monetário Nacional (CMN), porque o descumprimento das metas estabelecidas nesses três anos não afetou a credibilidade da política monetária, nem promoveu o descontrole do processo inflacionário (CURADO; OREIRO, 2005, p. 133).

A partir de 2003, o Brasil reconquista a confiança dos credores, devido à postura adotada pelo novo presidente do Brasil, de manter uma política fiscal restritiva, a qual agradou ao FMI, e, também pela austeridade das autoridades monetárias, que manteve as taxas de juros em um nível extremamente elevado.

A Carta Aberta do Presidente do Bacen, de 21 de janeiro de 2003, alterou as metas de inflação de 2003 de 4% para 8,5% e de 2004 de 3,75% para 5,5%, também alterou os intervalos de confiança, cuja tolerância passou de (+/- 2%) para (+/- 2,5%), para continuar a trajetória de convergência para as metas definidas pelo CMN, reafirmadas pelos ministros da área. Essa decisão foi motivada pelos descumprimentos das metas estabelecidas para os anos de 2001 a 2003. Nesse sentido, a política monetária foi calibrada de forma a conduzir a inflação para os níveis compatíveis, julgados pela autoridade monetária, para as metas de médio prazo e evitar que a inflação se acomodasse num patamar mais elevado. Essa conduta permitiu o retorno da capacidade de cumprimento da meta.

A redução da Selic de 23,35%, em 2003, para 16,25%, em 2004 não foi suficiente para ajudar a economia crescer. A economia brasileira cresceu em 2004 graças à elevação da rentabilidade das exportações, patrocinada pelas desvalorizações cambiais dos anos anteriores. Não obstante a isso, também houve uma elevação global dos preços das *commodities*, principal componente das exportações brasileiras. O alcance da estabilização das transações correntes em 2003 foi por causa do efetivo ganho de competitividade, dando aos exportadores mais confiança para aumentar o nível de exportações, resultado dos ajustes externos que o país conseguiu graças às desvalorizações do real frente ao dólar de 1998 a 2003 (conforme visto na sessão 3.2).

De 2005 a 2007 a inflação foi reduzida a 3,43%, as metas estabelecidas foram cumpridas, o CMN após ter elevado a Selic para 19,05%, em 2005, reduziu-a em 2007 para 11,87%. O bom desempenho das metas estabelecidas levou o Bacen

reduzir, para 2007, a tolerância dos intervalos de confiança de (+/- 2,5%) para (+/- 2%).

Os resultados obtidos por essa política, que manteve uma taxa de câmbio apreciada e uma taxa de juros reais muito acima da taxa de juros internacionais, prejudicou o crescimento econômico do país. Este pode ser medido pelo fraco desempenho do PIB (ver GRÁFICO 3). Nesses nove anos a taxa de crescimento do PIB foi de 3,1% - considerada muito baixa para um país emergente, e, toda vez que mostrava tendência de crescimento, a ameaça inflacionária surgia, as autoridades tomadoras de decisão econômica arrochavam os mecanismos de transmissão da política macroeconômica, proporcionando a queda de crescimento do PIB, mantendo a economia brasileira estagnada.

4.2 POLÍTICA DE JUROS ALTOS

No modelo IS-LM foi visto que variações na taxa de juros afetam a economia via demanda agregada e, portanto, afetando o PIB. Uma vez que no regime de metas de inflação o Bacen a taxa de juros acaba sendo um bom guia para manter as metas de inflação dentro dos intervalos estabelecidos, proporcionando uma maior eficácia para política monetária no controle da inflação. Esta sessão apresenta evidências empíricas para mostrar que o Bacen se tornou refém da política de juros altos, de modo a não permitir um crescimento econômico condizente para um país considerado em emergente.

Para Bresser-Pereira (2007, p. 191) depois do controle da inflação a partir de 1994 e da desvalorização cambial de 1999, as taxas de juros reais praticadas pelo Bacen têm se tornado um grande problema para a estabilização macroeconômica brasileira. A média da taxa de juros real de curto prazo no Brasil, de 1999 a 2007, tem sido entre 11% a 9% ao ano, dificilmente caindo para menos. Márcio Holland *apud* Bresser-Pereira (2007, p. 191) fez um cálculo para a taxa de juros reais para a economia brasileira entre 1996 e 2004, chegando a um resultado de 14% ao ano. Não obstante, ao comparar com a taxa de juros reais internacionais, chegou à conclusão de que a taxa de juros interna devia estar 8% a menos, do que resultado encontrado.

A instabilidade global de 2001 gerou grande impacto no cenário interno, levando a uma fuga de capitais do Brasil. Esta fuga também foi influenciada pela eleição presidencial de 2002, pois não se sabia quais seriam os rumos da política econômica brasileira. Isto fez com que os investidores internacionais supusessem que o Brasil deixaria de cumprir seus compromissos. Passada esta turbulência, verificou-se que isso não passava de especulação, o novo governo não interferiu na política macroeconômica adotada pelo antigo governo e honrou seus compromissos, decisão que possibilitou a retomada da confiança dos investidores estrangeiros no Brasil.

TABELA 10 – INDICADORES ECONÔMICOS INTERNACIONAIS (%)

Período	Prime Rate	Federal Funds	T. Bills (três meses)	T. Bonds (30 anos)	Libor (seis meses)			
					EUA	Japão	União Européia	Inglaterra
2002	-	1,00	1,19	4,78	1,38	0,07	2,80	3,99
2003	4,00	0,94	0,92	5,07	1,22	0,07	2,16	4,17
2004	5,25	2,25	2,21	4,83	2,78	0,07	2,21	4,92
2005	7,25	4,00	4,07	4,53	4,70	0,08	2,64	4,59
2006	8,25	5,38	5,01	4,81	5,37	0,63	3,85	5,43
2007	8,00	4,74	4,40	4,79	5,21	0,87	4,38	6,05

FONTE: Bacen

NOTA: Informações disponíveis no site <<http://www.bcb.gov.br>>

TABELA 11 – INDICADORES ECONÔMICOS NACIONAIS (%)

Período	IPCA	Over/Selic	TJLP	Dólar - segmento livre (R\$/US\$) – Venda	
				Final de período	Variação final de período (%)
1999	8,94	25,59	13,22	1,7890	-
2000	5,97	17,43	10,75	1,9554	9,30
2001	7,67	17,32	9,50	2,3204	18,67
2002	12,53	19,17	9,87	3,5333	52,27
2003	9,30	23,35	11,50	2,8892	-18,23
2004	7,60	16,25	9,81	2,6544	-8,13
2005	5,69	19,05	9,75	2,3407	-11,82
2006	3,14	15,08	7,87	2,1380	-8,66
2007	4,46	11,87	6,37	1,7713	-17,15

FONTE: Bacen

NOTA: Informações disponíveis no site <<http://www.bcb.gov.br>>

Apesar de o Brasil apresentar as maiores taxas de juros mundiais não foi possível assegurar a permanência de capitais externos. Um motivo foi o cenário econômico e político vivido pelo Brasil a partir de 1998 a 2002, outro motivo foi a

elevação das taxas de juros internacionais, conjuntura que pode ser constada por indicadores construídos nas TABELAS 10 e 11.

A elevação das taxas de juros internacionais associada à crise brasileira fez com que houvesse saída de capitais estrangeiros, isso pode ser constado na taxa de câmbio, que de 1999 a 2002 depreciou em 80,24% frente ao dólar (ver TABELA 11). Em 2003 o Brasil retoma a confiança e torna novamente atrativo. Os capitais internacionais retornam e pressionam a taxa de câmbio para baixo. O real de 2002 a 2007 valoriza 63,99% em relação ao dólar. Como já foi visto nas seções anteriores, a taxa de juros elevada é mais um elemento que fortalece a tendência à manutenção da taxa de câmbio em um nível relativamente apreciado. Nesse caso os empresários perdem porque são desestimulados a investir, os trabalhadores também perdem devido à contração da oferta de emprego. Os poucos que acabam lucrando são os rentistas, o setor financeiro e os setores que utilizam recursos abundantes e baratos. Além desses impactos negativos, a taxa de juros elevada causa outros danos à economia brasileira, por causar desequilíbrio fiscal, devido o governo emitir títulos a uma taxa de juros extremamente elevada, medida que acaba proporcionando agravamento fiscal.

A austeridade das autoridades monetárias impôs um diferencial de juros reais em um nível extremamente elevado, a fim de possibilitar um caráter restritivo para política monetária sobre os gastos com investimento, crédito e consumo, sobre tudo, também, para assegurar que a taxa de câmbio permaneça em um nível apreciado, para conter a inflação. O medo do surgimento de crises inflacionárias impede que o Bacen mantenha uma taxa de juros real moderada que possibilite a construção de um cenário favorável para que haja crescimento econômico.

4.3 DESEMPENHO DO PIB BRASILEIRO E DE ECONOMIAS SELECIONADAS

O controle da inflação causou impactos negativos para o Brasil, apesar de a economia mundial ter apresentado um acentuado crescimento, a economia doméstica apresentou um pífio crescimento econômico, vítima da redução de investimentos: da parte do governo porque adotou uma política fiscal restritiva; e do setor privado por causa das altas taxas de juros, limitando a oferta de crédito e

interferindo diretamente na demanda agregada, por reduzir o lucro dos empresários e diminuir o poder de compra das famílias.

TABELA 12 – CRESCIMENTO DO PIB BRASILEIRO E ECONOMIAS SELECIONADOS (%)

Pais/Economias	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Brasil	0,3	4,3	1,3	2,7	1,1	5,7	3,2	3,8	5,4
Mundo	3,8	4,7	2,2	2,8	3,6	4,9	4,4	5	4,9
Economias avançadas	3,5	3,9	1,2	1,6	1,9	3,2	2,6	3	2,7
EUA	4,4	3,7	0,8	1,6	2,5	3,6	3,1	2,9	2,2
Área do euro	3	3,8	1,9	0,9	0,8	2,1	1,6	2,8	2,6
Alemanha	1,9	3,1	1,2	-	-0,3	1,1	0,8	2,9	2,5
Espanha	4,7	5,1	3,6	2,7	3,1	3,3	3,6	3,9	3,8
França	3,3	3,9	1,9	1	1,1	2,5	1,7	2	1,9
Irlanda	10,7	9,1	5,9	6,4	4,3	4,3	5,9	5,7	5,3
Itália	1,9	3,6	1,8	0,5	-	1,5	0,6	1,8	1,5
Coréia do Sul	9,5	8,5	3,8	7	3,1	4,7	4,2	5,1	5
Japão	-0,1	2,9	0,2	0,3	1,4	2,7	1,9	2,4	2,1
Reino Unido	3	3,8	2,4	2,1	2,8	3,3	1,8	2,9	3,1
Países em desenvolvimento	4,1	6	4,3	5,1	6,7	7,7	7	7,7	7,8
África	2,8	3,5	4,9	6,1	5,3	6,5	5,7	5,9	6,2
África do Sul	2,4	4,2	2,7	3,7	3,1	4,9	5	5,4	5,1
Angola	3,2	3	3,1	14,5	3,3	11,2	20,6	18,6	21,1
Gana	4,4	3,7	4,2	4,5	5,2	5,6	5,9	6,4	6,4
Nigéria	1,5	5,3	8,2	21,2	10,3	10,6	5,4	6,2	6,4
Uganda	8,3	5,4	5	6,4	4,7	5,4	6,8	5,1	6,5
Ásia	6,5	6,9	5,8	6,9	8,1	8,6	9	9,6	9,7
China	7,6	8,4	8,3	9,1	10	10,1	10,4	11,1	11,4
Índia	6,9	5,4	3,9	4,6	6,9	7,9	9,1	9,7	9,2
América Latina	0,3	4,1	0,7	0,4	2,1	6,2	4,6	5,5	5,6
Argentina	-3,4	-0,8	-4,4	-10,9	8,8	9	9,2	8,5	8,7
Bolívia	0,4	2,5	1,7	2,5	2,7	4,2	4	4,6	4,2
Chile	-0,4	4,5	3,5	2,2	4	6	5,7	4	5
Colômbia	-4,2	2,9	1,5	1,9	3,9	4,9	4,7	6,8	7
Equador	-6,3	2,8	5,3	4,2	3,6	8	6	3,9	1,9
Paraguai	-1,5	-3,3	2,1	-	3,8	4,1	2,9	4,3	6,4
Peru	0,9	3	0,2	5	4	5,1	6,7	7,6	9
Uruguai	-2,8	-1,4	-3,4	-11	2,2	11,8	6,6	7	7
Venezuela	-6	3,7	3,4	-8,9	-7,8	18,3	10,3	10,3	8,4

FONTE: IPEA/DIMAC apud FMI

NOTA: Informações disponíveis no site <<http://www.ipeadata.gov.br>>

Pela TABELA 12, pode-se ver o fraco desempenho do PIB brasileiro, com um crescimento médio de 3,1% ao ano, de 1999 a 2007, em contra partida, o mundo cresceu a uma média de 4%. Ao analisar os países considerados em desenvolvimento fica bem evidente que estes apresentaram uma média de crescimento do PIB, nesses nove anos, bem superior ao Brasil, com destaque para: países do Continente Africano, Angola com 11%, Nigéria com 8,3%, Uganda com 6%; países do Continente Asiático, China com 9,6%, Índia com 7,1%. Agora quando

se verifica a América do Sul, o destaque especial é dos países da América Latina, os quais foram afetados pelas mesmas crises internacionais que atingiram o Brasil, passando também por um período ruim, porém, após a turbulência das crises mundiais, conseguiram se ajustar e apresentaram expressivas taxas de crescimento do PIB.

Pode-se dividir a análise em dois períodos, um de decadência e outro de ascensão. A Argentina apresentou um crescimento de 8,84% de 2003 a 2007, ante aos -4,9% de 1999 a 2002. O Uruguai conseguiu crescer 6,92% de 2003 a 2007, face aos -4,7% de 1999 a 2002. O Paraguai foi menos expressivo, com um crescimento de 4,3% de 2003 a 2007, em relação aos -0,7% de 1999 a 2002. Um caso a típico foi o da Venezuela, que apresentou um decréscimo -6% em 1999, passando por dois anos com um relativo crescimento, 3,7% em 2000 e 3,4%, em 2001, decrescendo fortemente de 2002 a 2003, com uma queda de -8,9% e -7,8%, respectivamente, e, entre 2005 a 2007, com uma forte média de crescimento, na ordem de 11,8%, no período.

Para Bresser-Pereira (2007, p. 243-246), uma justificativa para o péssimo desempenho brasileiro está em atribuir à responsabilidade, dessa semi-estagnação, a política de metas para inflação por conduzir a economia brasileira para uma armadilha de taxas de juros reais elevados e de taxas de câmbio apreciada. Considerando que a taxa de juros para o longo prazo – taxa de juros de equilíbrio tender a ser igual à taxa de crescimento do PIB potencial, cujo modelo desenvolvido pelo Bacen estima que esta taxa, está em torno de 9% em termos reais. Por isso que as autoridades monetárias brasileiras têm pouca disposição para baixar a taxa de juros reais em nível mais baixo, só permitindo que a taxa de juros fique abaixo desse nível por períodos bem curtos, para não acelerar o processo inflacionário, não permitindo que haja crescimento do PIB brasileiro.

4.4 A REAÇÃO DA INDÚSTRIA ÀS TAXAS DE JUROS E AO CÂMBIO

A TABELA 13 mostra as variações de crescimento de alguns indicadores da indústria nacional, em grande parte estas oscilações estão relacionadas à política de metas de inflação que mantém a Selic elevada e a taxa de câmbio apreciada, para

atingir suas metas estabelecidas. Pode-se notar que toda vez que o Bacen começa um processo de redução taxas de juros, a taxa de câmbio se deprecia e a margem de lucro do setor industrial sobe, gerando também uma maior competitividade para os produtos nacionais destinados à exportação, porém isso provoca uma elevação dos preços dos produtos comercializáveis, representando um sinal tendência de alta para a inflação. A reação do Bacen, para não permitir a elevação da inflação, é de aumentar as taxas de juros, freando a economia pela contração da demanda. Esse sobe e desce da taxa de juros prejudica o desempenho macroeconômico brasileiro, porque toda vez que a economia cresce, ou promete crescer, num ritmo compatível com uma geração adequada de empregos a taxas anuais compatível a um país emergente, acaba sendo paralisado, proporcionando uma queda no crescimento do PIB.

TABELA 13 – INDICADORES CONJUNTURAIS DA INDÚSTRIA – TAXAS DE CRESCIMENTO (%)

Ano	Indústria geral	Indústria de transformação	Extrativa mineral	Bens de capital	Bens intermediários	Bens de consumo (total)	Bens de consumos duráveis	Bens de consumo não-duráveis
1999	-0,65	-1,61	8,49	-9,09	1,86	-2,83	-9,29	-1,22
2000	6,64	6,06	11,77	13,07	6,82	3,51	20,80	-0,44
2001	1,58	1,36	3,42	13,47	-0,14	1,16	-0,60	1,65
2002	2,73	0,53	18,96	-5,80	4,20	1,55	4,73	1,12
2003	0,05	-0,19	4,72	2,17	2,03	-2,67	2,97	-3,86
2004	8,30	8,53	4,29	19,70	7,38	7,33	21,84	4,03
2005	3,09	2,72	10,19	3,57	0,95	6,00	11,42	4,56
2006	2,82	2,57	7,35	5,75	2,06	3,34	5,77	2,66
2007	6,02	6,03	5,87	19,49	4,85	4,65	9,08	3,36

FONTE: IPEA/DIMAC apud IBGE

NOTA: Informações disponíveis no site <<http://www.ipeadata.gov.br>>

Entre 1999 e 2001, quando a taxa de câmbio estava abaixo de dois reais por dólar, o saldo das transações correntes era negativo, contudo os níveis de exportações e importações estavam bem próximos, para o Bacen isso ajudava controlar a inflação, atingindo as metas estabelecidas. Não obstante, a partir de 2001 o real começou a depreciar, por causa da crise internacional que levou uma evasão de capitais internacionais aplicados no Brasil e a inflação foi maior que as metas estabelecidas. As autoridades monetárias elevaram as taxas de juros para controlar a inflação, freando o consumo. Porém de 2001 a 2003, o Bacen não conseguiu cumprir suas metas, a fim de alcançar o controle da inflação manteve as

taxas de juros elevadas, isso acabou afetando também o setor produtivo, principalmente os que produziam bens destinados à exportação.

Como se pode ver no GRÁFICO 4, a taxa de juros elevada foi uma forte resistência para o setor exportador, o qual se manteve estagnado de 2001 a 2003, também é possível verificar a baixa participação dos produtos nacionais no comércio internacional, algo próximo de 1,2% da demanda mundial, sendo que a partir 2005 tem apresentado uma tendência de queda. A queda no nível de importações foi porque o real teve uma grande depreciação e também por causa da retração da demanda, causada pelo Bacen para conter a ameaça inflacionária.

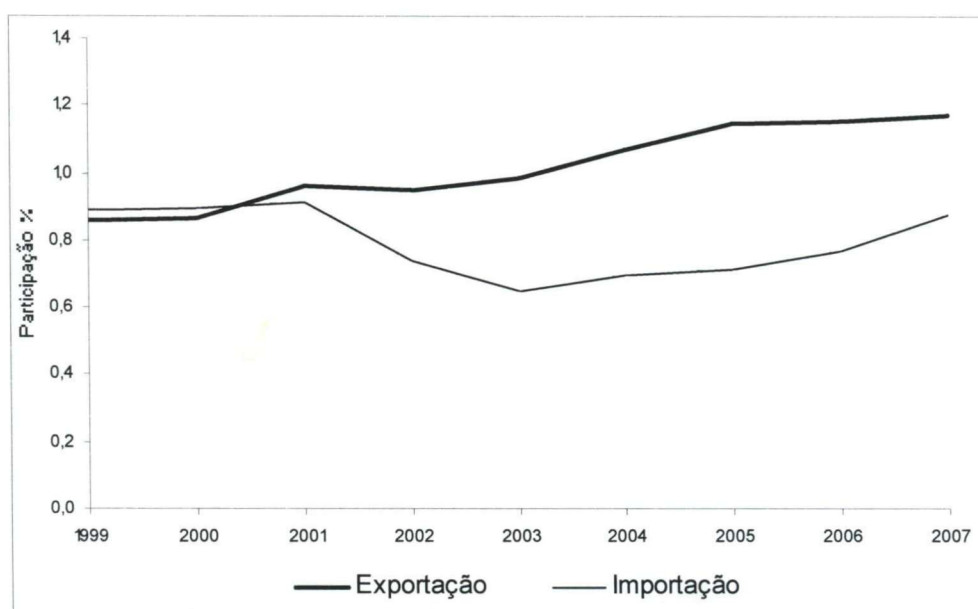


GRÁFICO 4 – PARTICIPAÇÃO BRASILEIRA NO COMÉRCIO MUNDIAL (%)

FONTE: IBGE

NOTA: Informações disponíveis no site <<http://www.ibge.gov.br>>

O GRÁFICO 5 comprova que as elevações da taxa de juros criaram uma resistência bem forte para as exportações brasileiras, quando esta apresenta uma tendência de alta se deparava com uma resistência e decrescia. Outro ponto importante a ser verificado é a fraca participação das exportações brasileiras no PIB, algo próximo dos 10%. Desta maneira, realmente, fica difícil para o país ter um bom crescimento econômico, pois 90% do PIB são oriundos de transações internas, as quais enfrentam um forte embargo do regime de metas de inflação.

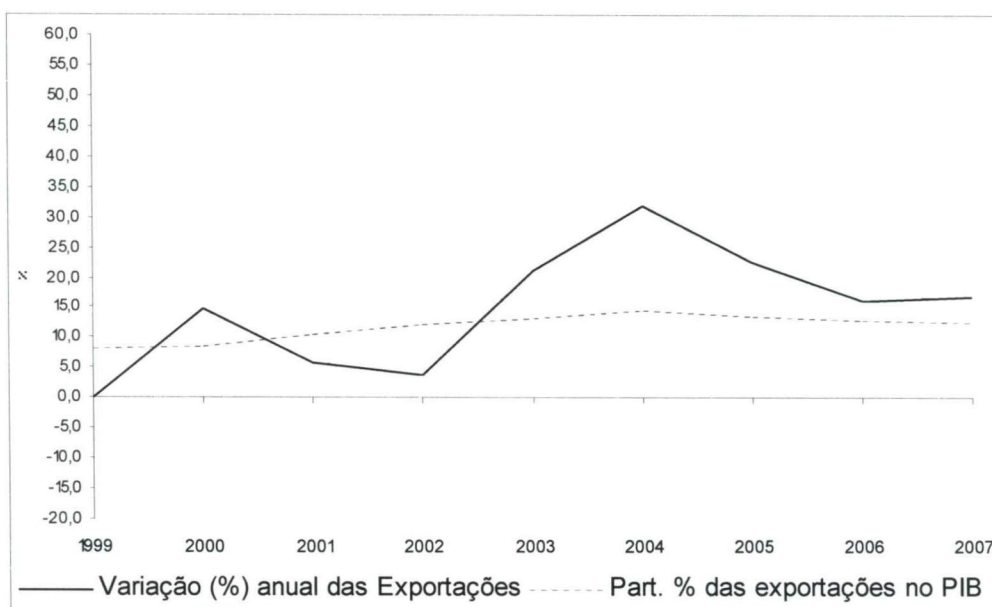


GRÁFICO 5 – VARIAÇÃO ANUAL DAS EXPORTAÇÕES E PARTICIPAÇÃO DESTA NO PIB (%)

FONTE: IBGE

NOTA: Informações disponíveis no site <<http://www.ibge.gov.br>>

4.5 INFLAÇÃO E DESEMPREGO

No regime de câmbio flutuante, onde a âncora nominal é o sistema de metas de inflação, parte-se do princípio de que no longo prazo, a taxa de juros de equilíbrio será igual à taxa de crescimento do PIB potencial. O Bacen para atingir a meta de inflação administra a taxa de juros de curto prazo e a taxa de câmbio, fazendo uso da política monetária para determinar diretamente a taxa de juros de curto prazo. De acordo com a modelagem do regime de metas de inflação brasileiro, a função de reação do Bacen é dada pela regra de Taylor, na qual a taxa de juros de equilíbrio exerce uma função fundamental, a qual foi estimada em 9%, e o lado da oferta da economia, no modelo, obedecem à especificação da curva de Philips, que relaciona inflação e desemprego.

Segundo Bresser-Pereira (2007, p. 248-251), a taxa de juros de equilíbrio, pressuposta pelo Bacen em 9% ao ano, corresponde a uma taxa de inflação de 5%. O ano de 2005 se aproximou das estimativas do Bacen, com uma taxa de real de 9,75% e uma taxa de inflação de 5,69%, mas em relação a taxa de desemprego atingida, há uma divergência, pois dificilmente a taxa de desemprego de 9,8%, seria uma taxa adequada de pleno emprego para o Brasil. A TABELA 14 apresenta dados

referentes ao período de 1999 a 2007, que possibilita perceber que a utilização da capacidade instalada no Brasil é bastante alta.

TABELA 14 – INDICADORES DE NÍVEL DE ATIVIDADE

Período	Inflação	Taxa de juro real	Nível de desemprego	Capacidade Instalada
1999	8,94	13,22	7,6	79,5
2000	5,97	10,75	7,1	81,3
2001	7,67	9,5	11,3	80,8
2002	12,53	9,87	11,7	79,2
2003	9,30	11,5	12,3	80,3
2004	7,60	9,81	11,5	82,4
2005	5,69	9,75	9,8	83,5
2006	3,14	7,87	10	83,3
2007	4,46	6,37	9,3	85,1

FONTE: IBGE

NOTA: Informações disponíveis no site <<http://www.ibge.gov.br>>

Isso deixa claro que a utilização da capacidade instalada está chegando a um ponto extremamente delicado, por tornar muito altos os custos da produção, caso não seja feito novos investimentos para ampliar a capacidade produtiva brasileira, este quadro pode piorar. Considerando isso, a política de metas de inflação só consegue controlar a inflação no curto prazo, pois no longo prazo é ineficiente, a inflação será mais uma consequência do que causa de crise econômica.

4.6 CONSIDERAÇÕES A RESPEITO DO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO

O Bacen ao utilizar a taxa de juros como mecanismo para cumprir as metas de inflação estabelecidas, acabou afetando a economia por dois canais: a taxa de câmbio e a demanda agregada. Por manter a taxas de juros reais em um nível elevado favoreceu: uma apreciação da taxa de câmbio; e uma redução nos níveis de crédito, de consumo e de investimento. Isto afetou a economia brasileira tanto na esfera interna quanta na esfera externa. Visto que a taxa de câmbio apreciada reduz as exportações, afetando negativamente a demanda agregada. No campo interno reduziu o crédito para consumo e investimento, vindo a reduzir a demanda agregada, dado que os empresários não estão propensos a inovar por causa do alto custo do capital e pelo menor consumo de bens. O resultado desta política acabou sendo uma menor produção. A economia brasileira não cresceu porque prevaleceu

um ambiente inviabilizou a elevação da taxa de acumulação de capital para a retomada de crescimento econômico.

A economia brasileira foi marcada por um movimento de *stop-and-go*. O PIB nacional cresceu menos que o PIB mundial, este fraco desempenho deve-se em grande parte, aos efeitos da instabilidade cambial e da taxa juros extremamente elevada. Visto que a demanda agregada não foi suficiente para garantir um nível médio da capacidade utilizada.

5 CONCLUSÃO

O regime de câmbio flexível, dada a grande volatilidade da taxa de câmbio, impôs uma série de dificuldades para o gerenciamento macroeconômico brasileiro, principalmente no controle da taxa de inflação. O principal problema de ter um regime de câmbio de câmbio flexível deve-se a excessiva mobilidade do capital, que acabou gerando uma alta volatilidade cambial, fator que aumentou a incerteza dos tomadores de decisão, uma vez que a taxa de câmbio é o preço mais estratégico que baliza as expectativas dos empresários, contendo seu *animal spirits*. Isso pode ser verificado por causa do baixo nível de investimentos do setor privado. Outro efeito negativo da volatilidade cambial está associado ao déficit em transação correntes, porque comprometeu fortemente a solvência externa da economia, afetando a capacidade de pagamento de compromissos externos. Do exposto, conclui-se que os fluxos de entrada de capitais de curto prazo deixam o país suscetível à crise de endividamento externo, em virtude de seus efeitos sobre a taxa real de câmbio e o saldo em transações correntes.

A instabilidade financeira e cambial, que se fez presente nesses nove anos, revelou as dificuldades de administração das políticas macroeconômicas brasileira por causa da elevada dependência de capitais externos, da moeda fraca e da abertura da conta capital. O fluxo excessivo do capital internacional e sua grande volatilidade acabou acarretando perda na autonomia para conduzir a política econômica, principalmente, na capacidade do Bacen conduzir a política monetária, pois o regime de metas de inflação só conseguiu combater os sintomas da inflação, não combatendo as origens da inflação, visto que a taxa de juros não foi capaz de regular os fluxos, apenas conseguiu proporcionar estabilidade de preços, contudo com um custo social muito alto, visto que a taxa de desemprego se manteve próxima dos 10%.

O regime de metas não conseguiu controlar o fluxo de entrada e nem o fluxo de saída de capitais internacionais, não desencorajou a entrada de capitais especulativos de curto prazo no país, afetando os investimentos estrangeiros de longo prazo. Isto ficou bem evidenciado em 2001, principalmente em 2002, por consequência da forte saída de capitais externos e de movimento especulativo no mercado de câmbio, resultando no baixo crescimento econômico e na aceleração inflacionária. Como se pode ver, o Brasil possui uma grande suscetibilidade para

sofrer impactos das mudanças nas condições e humores dos investidores no mercado internacional sobre o fluxo de capitais, em função da vulnerabilidade externa do país em contexto de sua conta capital aberta.

Finalizando, a política cambial e o sistema de metas para inflação se mostraram inadequados para estabelecer crescimento do produto e do emprego, e a manutenção da estabilidade de preços, mais especificamente por que esta política não permitiu estabelecer uma elevação do nível da atividade econômica via demanda agregada. Apesar de ser de conhecimento público que a economia brasileira não tem uma inflação de demanda, ainda assim o instrumental de combate a inflação utilizado pelo Bacen acabou refletindo na redução da demanda agregada. Para que houvesse a retomada do crescimento econômico sustentável o Bacen deveria adotar medidas que não combatessem apenas os sintomas da inflação, mas a origem, para ter uma compatibilização entre equilíbrio externo e interno da economia brasileira. Em outras palavras, diminuir a volatilidade do mercado cambial, visando melhorar as condições de administração da política cambial e monetária, a fim de permitir uma maior autonomia para a política monetária, permitindo a desvinculação da taxa de juros doméstica do valor estabelecido pela PDTJ, alcançando um maior equilíbrio do saldo em transações correntes do balanço de pagamentos e impedindo as oscilações geradas pelas entradas e saídas de grandes fluxos de capital, possibilitando uma maior estabilidade na taxa nominal e real de câmbio.

REFERÊNCIAS

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Histórico das taxas de juros 1999-2007**. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?COPOMJUROS>> Acesso em: 20 set. 2008.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Indicadores econômicos consolidados 1999-2007**. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?INDECO>> Acesso em: 20 jun. 2008.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Programação Monetária 1999-2007**. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/htms/infecon/progmon.asp?Idioma=p&id=progmon>> Acesso em: 15 ago. 2008.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório Focus**. Disponível em: <<http://www4.bcb.gov.br/pec/GC/port/focus/M20040701-Meta%a.a.20de%a.a.20Inflação%a.a.20para%a.a.202006.pdf>> Acesso em: 20 set. 2008.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório de Inflação 1999-2007**. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?RELINF>> Acesso em: 18 out. 2007.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Análise do Mercado de Câmbio – out. a dez. 2003**. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?RELINF>> Acesso em: 18 jun. 2008.

BLANCHARD, O. **Macroeconomia**, 3ª ed. São Paulo: Prentice Hall, 2001.

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

Bresser-Pereira, L. C. **Doença holandesa e sua neutralização: uma abordagem ricardiana**. Disponível em: <<http://www.bresserpereira.org.br/papers/2007/07.26.DoençaHolandesa.15dezembro.pdf>> Acesso em: 18 set. 2008.

Bresser-Pereira, L. C. **Macroeconomia da Estagnação: crítica da ortodoxia convencional no Brasil pós-1994**. 1ª ed. São Paulo: Ed. 34, 2007.

CARVALHO, F. *et al.* **Economia Monetária e Financeira: teoria e política**. 2ª ed. Rio de Janeiro: Campus, 2007.

CURADO, M.; OREIRO, J. O. **Metas de Inflação: uma avaliação do caso brasileiro**. Revista Indicadores Econômicos FEE / Fundação de Economia e Estatística Siegfried Emanuel Heuser, Rio Grande do Sul, v. 33 n.2, p. 127-146 set. 2005.

DORNBUSCH, R.; FISCHER, S. **Macroeconomia**, 5ª ed. São Paulo: McGraw-Hill, 2006.

FUNDAÇÃO CENTRO DE ESTUDO DO COMÉRCIO EXTERIOR – FUNCEX. **Base de Dados Estatísticos**. Disponível em: < http://www.funcex.com.br/basesbd/cad_base.asp?tp=1&xpag=/basesbd/indicadores.asp > Acesso em: 05 out. 2008.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA - IBGE. **Séries Estatísticas**. Disponível em: < http://www.ibge.gov.br/series_estatisticas/ > Acesso em: 04 out. 2008.

INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA – IPEADATA. **Séries Históricas** Disponível em: < http://www.ipeadata.gov.br/ipeaweb.dll/ipeadata?SessionID=1598231192&Tick=1226367515660&VAR_FUNCAO=Ser_Hist%28129%29&Mod=M > Acesso em: 18 out. 2007.

LOPES, L. M.; VASCONCELOS, M. A. S. **Manual de Macroeconomia: básico e intermediário**. 2ª ed. São Paulo: Editora Atlas S.A., 2000.

MINISTÉRIO DO DESENVOLVIMENTO, INDÚSTRIA E COMÉRCIO EXTERIOR. **Estatísticas de comércio exterior**. Disponível em: <<http://www.mdic.gov.br/portalmdic/sitio/interna/interna.php?area=5&menu=1113&refr=608>> Acesso em: 14 set. 2008.

SECRETARIA DO COMÉRCIO EXTERIOR / MINISTÉRIO DO DESENVOLVIMENTO, INDÚSTRIA E COMÉRCIO EXTERIOR - SECEX/MDIC. **Operações de comércio exterior**. Disponível em: < <http://www2.desenvolvimento.gov.br/sitio/secex/secex/competencia.php> > Acesso em: 10 ago. 2008.