

RAFAEL GUALANO DE GODOY

POLÍTICA CAMBIAL BRASILEIRA CONTEMPORÂNEA 1980-2009

Projeto de monografia apresentado à disciplina de Trabalho de Conclusão de Curso, Curso de Ciências Econômicas, Setor de Ciências Sociais Aplicadas, da Universidade Federal do Paraná, sob a orientação do Professor João Basílio Pereima Neto.

CURITIBA

2010


## TERMO DE APROVAÇÃO

RAFAEL GUALANO DE GODOY

POLÍTICA CAMBIAL BRASILEIRA CONTEMPORÂNEA 1980-2009

Monografia aprovada com nota 8,5 (oito e meio) como requisito parcial para obtenção do grau de Bacharel no Curso de Graduação de Ciências Econômicas, do Setor de Ciências Sociais Aplicadas, da Universidade Federal do Paraná, pela seguinte banca examinadora:

Orientador:



---

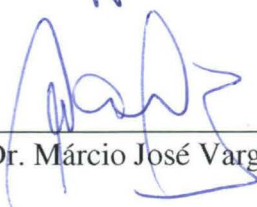
Prof. Dr. João Basílio Pereima Neto

Membros da banca:



---

Prof. Dr. Flavio de Oliveira Gonçalves



---

Prof. Dr. Márcio José Vargas da Cruz

Curitiba, 30 de junho de 2010

## SUMÁRIO

<b>1. INTRODUÇÃO.....</b>	<b>8</b>
<b>2. MACROECONOMIA E CÂMBIO.....</b>	<b>10</b>
2.1 Regimes Cambiais de Mundell-Fleming.....	11
2.1.1 Taxa de Câmbio Fixa.....	12
2.1.2 Taxa de Câmbio Flutuante.....	13
2.2 Crescimento e Restrição na Balança de Pagamentos.....	15
2.2.1 Uma abordagem sobre o crescimento Econômico orientado para a demanda.....	15
2.2.2 Crescimento limitado pelo Balanço de Pagamentos.....	16
2.2.3 Modelo Teórico .....	17
2.3 Câmbio e Poupança Externa na Visão de Bresser Pereira .....	19
2.3.1 Tendência à sobre-apreciação da taxa de câmbio.....	20
2.3.2 Política de Crescimento com Poupança Externa .....	22
2.3.3 O Modelo de Substituição de Poupanças .....	23
<b>3. POLÍTICA CAMBIAL NO BRASIL - 1985-2009 .....</b>	<b>27</b>
3.1 Política cambial no período de 1980 – 1994.....	28
3.2 Política cambial no período de 1994 a 1999.....	36
3.3 Política cambial na década de 2000 .....	44
<b>4. CONCLUSÃO.....</b>	<b>51</b>
<b>5. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....</b>	<b>53</b>

## LISTA DE TABELAS

<b>Tabela 1:</b> Participação da Exportação no PIB no período de 1980 a 1994.....	<b>34</b>
<b>Tabela 2:</b> Índices Macroeconômicos do período de 1994 a 1999.....	<b>38</b>
<b>Tabela 3:</b> Relação da Dívida Total, Exportação e Importação sobre o PIB.....	<b>40</b>
<b>Tabela 4:</b> Crescimento Percentual do PIB no período de 1994 a 1999.....	<b>43</b>
<b>Tabela 5:</b> Participação das Exportações no PIB e Índice Real do Câmbio no período de 1998 a 2009.....	<b>48</b>
<b>Tabela 6:</b> Crescimento do PIB, Formação Bruta de Capital Fixo e Balança Comercial do Brasil no período de 1998 a 2008. ....	<b>49</b>

## LISTA DE GRÁFICOS

<b>Gráfico 1:</b> Evolução do Índice Real da Taxa Câmbio (2005 = 100) de 1980 a 2009 .....	<b>27</b>
<b>Gráfico 2:</b> Relação entre a variação da Balança Comercial , Transações Correntes (US\$ milhões) e evolução do Índice Real da Taxa de Câmbio (2005 = 100), no período de janeiro de 1980 a 1994.....	<b>29</b>
<b>Gráfico 3:</b> Relação entre o Índice Real da Taxa de Câmbio (2005 = 100) e Dívida Externa (US\$ milhões) no período de 1980 a 1984 .....	<b>30</b>
<b>Gráfico 4:</b> Relação entre o Índice Real da Taxa de Câmbio (2005 = 100) e Taxa de Inflação (INPC) no período de 1980 a 1994.....	<b>31</b>
<b>Gráfico 5:</b> Relação entre o Índice Real da Taxa de Câmbio (2005 = 100) e índice do Nível de Produção da Indústria Geral (2002 = 100) no período de 1980 a 1994. ....	<b>33</b>
<b>Gráfico 6:</b> Relação entre o Índice Real da Taxa de Câmbio (2005 = 100) e o Índice do PIB (1980) do Brasil no período de 1980 a 1994.....	<b>34</b>
<b>Gráfico 7:</b> Relação entre a variação da Balança Comercial (US\$ milhões), Transações Correntes (US\$ milhões) e o Índice Real da Taxa de Câmbio (2005 = 100), no período de janeiro de 1994 a 1999.....	<b>37</b>
<b>Gráfico 8:</b> Relação trimestral entre o Índice Real da Taxa de Câmbio (2005 = 100) e a Dívida Externa (US\$ milhões) no período de 1994 a 1999.....	<b>39</b>
<b>Gráfico 9:</b> Relação entre o Índice Real da Taxa de Câmbio (2005 = 100) e o nível de Inflação (INPC) no período de 1994 a 1999.....	<b>41</b>
<b>Gráfico 10:</b> Relação entre o Índice Real da Taxa de Câmbio (2005 = 100) e o índice da Produção da Indústria Geral (2002 = 100) no período de 1994 a 1999. ....	<b>42</b>
<b>Gráfico 11:</b> Relação entre a variação da Balança Comercial (US\$ milhões), Transações Correntes (US\$ milhões) e o Índice Real da Taxa de Câmbio (2005 = 100), no período de janeiro de 1999 a 2009.....	<b>45</b>

<b>Gráfico 12:</b> Relação entre a variação do Índice Real da Taxa de Câmbio (2005 = 100) e da Inflação (INPC) no período de 1999 a 2009.....	<b>46</b>
<b>Gráfico 13:</b> Relação entre o Índice Real da Taxa de Câmbio (2005 = 100) e da Produção Geral da Indústria Brasileira (2002 = 100) no período de 1999 a 2009.....	<b>47</b>

## 1. INTRODUÇÃO

Desde 1980 até os dias de hoje, o Brasil passou por diversas mudanças em sua estrutura econômica. Com este contexto de transformações, logicamente, o governo sempre esteve presente e atuando na economia através de políticas macroeconômicas voltadas em certos momentos para promover o crescimento, em outros para combater inflação ou enfrentar crises externas. Estes diversos cenários e problemas econômicos em que o Brasil se deparou no período vieram acompanhados também de distintas políticas cambiais utilizadas pelo governo brasileiro ao longo do tempo.

A década de 1980, por exemplo, foi marcada por um turbulento período em que o Brasil apresentou altíssimas taxas de inflação e grande instabilidade econômica. Uma série de planos econômicos foram adotadas pelos governos na época, com o objetivo de por fim ao processo inflacionário. A política cambial no período também foi utilizada como instrumento antiinflacionário, além de medidas visando um certo estímulo as exportações e foco no controle do balanço de pagamentos. Com o fim do ciclo de industrialização nesta década, o financiamento do balanço de pagamentos se deu em boa parte pelo endividamento externo e pelo controle das importações, advindo, entre outros fatores, das políticas cambiais.

Já a década de 1990 foi marcada, primeiramente pelo controle inflacionário e também pela intensificação da abertura econômica tanto comercial quanto financeira. O Brasil passou então ter um crescimento econômico financiado pelo setor externo (poupança externa). Diferentes políticas cambiais foram adotadas neste período. No início da década, com o Plano Collor (que visava o controle inflacionário e a abertura comercial), a política cambial brasileira foi a de liberalização da taxa de câmbio, aonde o ajuste cambial era feito através de minidesvalorizações. Já após o Plano Real, a política cambial muda. O sistema de bandas cambiais é adotado, o governo sobrevaloriza a moeda e como meio de garantir essa valorização tem que aumentar drasticamente as taxas de juros interna, perdendo então o controle sobre as políticas monetárias, a fim de atrair divisas e investimento externo.

Em 1999 o cenário muda novamente, pois o governo é levado a abandonar o sistema de âncora cambial, e passa a adotar o sistema de câmbio flutuante. Desta forma, o câmbio logo se desvaloriza, a fim de estimular as exportações e atingir o equilíbrio do balanço de pagamentos sem a dependência direta dos recursos externos. A questão que surge é a possibilidade do retorno da inflação. Já de 2005 até hoje, o câmbio volta a se valorizar e questões como

controle do balanço de pagamentos e nível de crescimento no longo prazo voltam a ser focos de discussão.

Com tamanha influência nas relações comerciais, no balanço de pagamentos, no nível de produtividade e em todo o setor externo em geral, surge uma questão importante na relação entre o andamento da economia brasileira e sua respectiva política cambial. Será que de fato o câmbio tem, ou teve, uma influência no crescimento do Brasil nos últimos anos? Em qual contexto e visando qual objetivo as políticas cambiais foram utilizadas no Brasil? Em qual magnitude o comportamento do câmbio afeta o nível das relações externas?

Para tentar responder estas questões, este projeto de monografia tem o objetivo de confrontar o comportamento da economia brasileira em função de sua taxa de câmbio. Serão analisadas as políticas cambiais utilizadas pelo Brasil desde 1980 até hoje, e a respectiva repercussão destas políticas na economia. O foco de discussão do trabalho será principalmente a análise do comportamento do câmbio e os respectivos impactos que a variação cambial causou nas contas nacionais e esta por sua vez afetou ou não o nível de crescimento, levando em conta o comportamento da poupança externa e interna. Desta maneira não será analisada neste projeto variáveis que influenciam na determinação da taxa de câmbio e demais fatores que também influenciam o nível de crescimento.

Três modelos teóricos serão utilizados como referência, por serem bastante relevantes à esta questão. O primeiro é modelo de Mundell-Fleming, que estuda a relação da política cambial sobre o nível de renda, o segundo é o modelo de Thirlwall que explica a questão do crescimento econômico limitado pelo balanço de pagamentos e por fim o terceiro é o modelo de Bresser Pereira que relata a questão de crescimento econômico financiado pela poupança externa e interna.

## **2. MACROECONOMIA E CÂMBIO**

O setor externo brasileiro passou por grandes transformações ao longo do período de 1980 a 2009. Este período é marcado por mudanças estruturais de longo prazo bem como mudanças conjunturais condicionadas pela adoção de regimes cambiais distintos, por políticas de industrialização associada à certos regimes cambiais, e mais recentemente, nos anos 1990 em diante, por políticas de abertura comercial e financeira e estabilização monetária. A política cambial do país esteve atrelada à administração do fim de um ciclo de industrialização com endividamento externo nos anos 1980, ao problema inflacionário agudo nos anos 1990 e começo dos anos 2000. Atualmente, o problema cambial mistura elementos de ordem conjuntural sobre controle de preços com problemas de crescimento de longo prazo. Desta forma uma análise completa da política cambial brasileira contemporânea deve conter elementos de ordem conjuntural e estrutural, os quais se sobrepõem definindo um quadro geral e sistêmico.

Este capítulo tem por objetivo revisar as principais teorias macroeconômicas a cerca das relações entre política cambial, determinação do nível de renda, inflação e taxa de crescimento de longo prazo. Os efeitos da política cambial sobre o nível de renda e inflação são explicados pelos modelos de Mundell (1960) e Fleming (1960 e 1962) no item 2.1, dentro da estrutura analítica de curto prazo dos chamados modelos IS-LM-BP. No item 2.2 apresentamos as restrições externas impostas à taxa de crescimento pela necessidade de equilíbrio do balanço de pagamento no longo prazo, tal como apresentadas por Thirwall (2005). Por fim, no item 2.3 apresentamos o problema do financiamento do crescimento econômico via poupança externa e poupança interna. O Brasil sempre se financiou com poupança externa. Nos anos 1980 com empréstimo e nos anos 1990 em diante com atração de capital financeiro e investimento estrangeiro direto. O item 2.3 apresenta os principais argumentos sobre a necessidade e viabilidade do financiamento do crescimento brasileiro com poupança externa e interna.

Estas teorias serão usadas no último capítulo para uma análise das principais características da política cambial brasileira no período 1980-2009.

## 2.1 Regimes Cambiais de Mundell-Fleming

O Modelo de regimes cambiais de Mundell-Fleming é também conhecido como o modelo IS-LM-BP, que nada mais é do que a extensão do modelo macroeconômico IS/LM, também conhecido como modelo keynesiano generalizado ou ainda modelo Hicks-Hansen. O modelo IS/LM é formalizado por John Richard Hicks da “Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda” de John Maynard Keynes. O que Hicks (1937) fez foi nada mais que uma interpretação da “Teoria Geral” keynesiana. Já Alvin Hansen (1937) foi o responsável pela divulgação desta nova análise de Hicks, e por isso o modelo também leva o nome de Hicks-Hansen.

O modelo IS/LM consiste basicamente no estudo sobre o equilíbrio entre os mercados de bens e serviços e o mercado de ativos. A curva IS (*Investments-Savings*) corresponde às combinações entre renda e taxa de juros compatíveis com equilíbrio no mercado de bens de forma que a demanda agregada se iguale a oferta agregada. Assim a curva IS é negativamente inclinada, pois segundo o modelo taxas de juros maiores reduzem os investimentos, que por consequência reduzem a demanda agregada. Já a curva LM (*Liquidity-Money*) corresponde às combinações entre renda e taxa de juros compatíveis com o equilíbrio no mercado de ativos que compreende a variável moeda e a variável títulos. E justamente a interação entre moeda e títulos no mercado de ativos é que vai determinar o nível da taxa de juros e a riqueza dos agentes, aonde se forma a curva LM que é positivamente inclinada. Isto se dá, pois, uma vez que se tem uma taxa de juros mais elevada, maior será a rentabilidade dos títulos e maior será a quantidade demandada de moeda.

O equilíbrio do modelo é dado no ponto de cruzamento da curva IS com a curva LM, aonde este ponto representa a taxa de juros e o nível de renda que garantem o equilíbrio simultâneo nos mercados de bens e no mercado de ativos.

Em linhas gerais o modelo IS-LM consegue explicar claramente as relações macroeconômicas de uma economia. No entanto, o modelo não leva em consideração as relações internacionais do país em questão, isto é, o estudo fora feito apenas para uma economia fechada. Foi neste contexto que surge então o modelo IS-LM-BP, onde BP significa Balança de Pagamentos. Este modelo foi desenvolvido pelo professor da Columbia University Robert Mundell e pelo pesquisador do Fundo Monetário Internacional Marcus Fleming, em meados na década de 1960, e o novo estudo ficou conhecido como modelo Mundell-Fleming.

O modelo discute basicamente a questão do câmbio fixo e do câmbio flexível na Balança de Pagamentos com distintos graus de mobilidade de capital.

Porém, antes de abordar o modelo em si, se faz necessário a compreensão do funcionamento da Balança de Pagamentos e os fluxos de capital com mobilidade perfeita. Mundell (1960) explica que no estudo do modelo IS-LM-BP, parte-se da premissa que o balanço de pagamentos deve ser igual a zero, onde a taxa de juros doméstica é igual a taxa de juros do resto do mundo, obtendo assim um equilíbrio externo. Portanto se  $BP = 0$ , sua curva é uma horizontal no nível de taxas de juros mundiais. Assim sendo pontos acima da curva BP corresponde a um superávit, e pontos abaixo a um déficit.

Já com relação ao fluxo de capitais, Mundell (1960) presume que o país analisado enfrenta um dado preço de importados, uma dada demanda por exportações e uma dada taxa de juros mundial (taxa de juros dos mercados financeiros). No entanto há uma questão de incompatibilidade que afetam as políticas econômicas de países que visam o crescimento: não é possível expandir a produção doméstica sem afetar o saldo do balanço de pagamentos. E é exatamente nestas situações que Robert A. Mundell (1962), em seu artigo *“The Appropriate use of Monetary and Fiscal Policy under Fixed Exchange Rates”* sugere que um país pode ter um aumento na renda doméstica e nos gastos com importação, se estes forem acompanhados por um aumento nas taxas de juros de forma a atrair entrada de capital. Para chegar a uma situação de aumento da renda juntamente com o equilíbrio do BP, Mundell (1962) explica que é necessário se fazer uma política fiscal para aumentar a demanda agregada até o nível de pleno emprego e uma política monetária para se obter o volume correto dos fluxos de capitais.

Assim sendo, será abordado mais detalhadamente o modelo Mundell-Fleming, segmentado em duas situações distintas sob perfeita mobilidade de capital: 1) sob Taxas de câmbio fixas e 2) sob taxas de câmbio flutuantes.

### **2.1.1 Taxa de Câmbio Fixa**

Neste contexto fica simples de compreender o que acontece com a economia que tem uma taxa de câmbio fixa e perfeita mobilidade de capital. Segundo Robert A. Mundell (1960) em uma situação em que um país deseje aumentar sua taxa de juros, imediatamente os agentes do mundo todo deslocam suas riquezas para este país que oferece uma taxa de juros maior.

Como resultado da enorme entrada de capital, o balanço de pagamentos apresenta um grande superávit, que culmina com a apreciação da moeda. Este cenário traz a necessidade de intervenção do banco central para comprar moeda estrangeira e vender a moeda doméstica, o

que acaba ocasionando um aumento do estoque monetário doméstico. Assim sendo Mundell (1960) explica que a contração monetária inicial é anulada pela expansão monetária para esterelizar o fluxo de entrada de capitais. O processo se regulariza com o retorno da taxa de juros doméstica ao seu valor inicial e o equilíbrio no balanço de pagamentos.

Como resultado dessa situação fica claro que sob mobilidade perfeita de capital qualquer pequena diferença nos juros, provoca um gigantesco fluxo de capitais, forçando o banco central a atuar para voltar ao equilíbrio. A grande conclusão deste modelo é que sob o câmbio fixo, qualquer política monetária se torna ineficiente. Este processo ocorre mesmo no caso de uma política monetária expansionista. Neste caso ocorre uma redução na taxa de juros doméstica que acarreta a saídas de capital. Esta fuga de capital gera uma pressão pela depreciação cambial, e o banco central então é forçado a intervir. O banco central passa então a vender moeda estrangeira e comprar moeda doméstica. O resultado final é o retorno da taxa de juros ao valor inicial e o equilíbrio do balanço de pagamentos. De fato, Mundell (1960) conclui que sob o câmbio fixo os bancos centrais não conseguem conduzir uma política monetária independente.

Já uma política fiscal, sob o câmbio fixo, se torna extremamente eficiente incentivando ainda mais o aumento da renda. Mundell (1960) explica em seu modelo que uma expansão fiscal faz com que aumente o nível de produção da economia bem como sua taxa de juros. Com a taxa de juros mais alta, há uma entrada de capital que faz com que a taxa de câmbio aprecie. E para manter esta taxa de câmbio fixa, o banco central passa a ter que expandir a oferta monetária aumentando ainda mais a renda. Finalmente o equilíbrio é atingido quando a oferta monetária aumenta o suficiente para levar a taxa de juros de volta ao seu nível inicial.

### **2.1.2 Taxa de Câmbio Flutuante**

Para dar início a análise do comportamento econômico sob taxas de câmbio flexíveis, o modelo Mundell-Fleming assume alguns pressupostos:

1) a autoridade monetária não intervém no mercado cambial, isto é, não há nenhuma alteração nas reservas internacionais, onde a soma da conta corrente e da conta capital deve ser igual a zero.

2) a taxa de câmbio deve ajustar-se ao mercado, de modo que a oferta e a demanda de moeda estrangeira se equilibrem.

3) há perfeita mobilidade de capitais, onde a taxa de juros doméstica é igual a taxa de juros internacional, de maneira que qualquer pequena diferença no juros doméstico provoca uma entrada ou fuga maciça de capitais na economia.

Robert Mundell (1960) explica também que sob taxas de câmbios flexíveis, o balanço de pagamentos deve ser igual a zero, de modo que qualquer déficit em conta corrente deve ser financiado por entradas privadas de capital e qualquer superávit por saídas de capital. Assim sendo a taxa de câmbio real passa a ser uma determinante no nível de demanda agregada. Qualquer depreciação no câmbio faz com que o país em questão se torne mais competitivo, barateando seus produtos em relação ao resto do mundo. Este fato gera um aumento nas exportações e por conseqüência aumenta-se também sua demanda agregada (nível de renda). No entanto uma apreciação cambial faz com que os bens nacionais tornem-se mais caros, se comparados com o resto do mundo, de modo que há um incentivo à importação e uma queda na demanda pelos bens domésticos. Este fato gera um déficit na balança comercial e ainda uma redução no nível de renda e demanda agregada.

Quanto à questão das políticas monetárias e fiscais, sob câmbio flutuante, seus resultados são divergentes. No caso de uma política fiscal o modelo funciona da seguinte maneira: um aumento nos gastos do governo, por exemplo, gera uma expansão da demanda agregada e da renda. Isto coloca uma pressão ascendente sobre a taxa de juros doméstica que acarreta imediatamente a uma entrada maciça de capitais. Este fato gera uma valorização da taxa de câmbio que afeta diretamente a balança comercial, pois há um aumento na quantidade de importações e uma queda nas exportações. Segundo o modelo, esta queda das exportações acaba anulando o suposto efeito de crescimento da renda através da expansão fiscal. Em outras palavras, a política fiscal se torna ineficaz para uma economia com perfeita mobilidade de capital e com taxas de câmbio flexíveis.

No entanto, já as políticas monetárias, se tornam muito mais eficazes na questão de gerar um aumento na renda do país em questão. Robert Mundell (1960) explica que com o aumento do estoque monetário há uma pressão descendente sobre as taxas de juros domésticas. Com a taxa de juros abaixo da taxa mundial, há uma grande fuga de capitais que por conseqüência acaba pressionando o câmbio nacional para uma depreciação. Esta depreciação cambial acaba encarecendo os produtos internacionais (as importações) e acaba tornando o produto nacional mais competitivo (mais barato) em relação ao mercado internacional. Isto provoca uma queda nas importações e um aumento nas exportações. Por

consequência uma política monetária é capaz, tanto de melhorar a balança comercial, quanto de aumentar o nível de emprego e renda.

## **2.2 Crescimento e Restrição na Balança de Pagamentos**

Um outro modelo que é bastante relevante para este trabalho, é o modelo de crescimento limitado pelo balanço de pagamentos, formulado por Anthony Thirlwall (2005). Nascido no interior da Inglaterra em 1941, Thirlwall passou por três Universidades durante sua graduação como economista. Iniciou seus estudos pela *University of Leeds*, depois passou pela *Clark University* (EUA) e por fim a *Cambridge University*. Sempre dedicando seu tempo com pesquisa e com a academia, Thirlwall trabalhou também como assessor econômico de governo britânico. Porém em 1976, passou a integrar o corpo docente da *University of Kent* na cidade de Canterbury na Inglaterra onde dá aula, até hoje, na área de Economia Aplicada.

A relação entre crescimento econômico e restrição externa exposta por Thirlwall (2005) combina elementos de variações na demanda interna e externa e os efeitos que estas variações exercem sobre a balança de pagamentos, através dos coeficientes estruturais de exportação e importação. A teoria combina uma abordagem em relação ao crescimento econômico orientado para a demanda, e a teoria propriamente dita do crescimento limitado pelo balanço de pagamentos.

### **2.2.1 Uma abordagem sobre o crescimento Econômico orientado para a demanda**

Para analisar a relação de longo prazo entre crescimento e restrição na balança de pagamentos Thirlwall (2005) toma como partida a abordagem keynesiana de crescimento, que é orientada pela demanda. Sendo assim ele questiona quais os principais motivos e ou ações que afetam a demanda, tanto em relação ao crescimento quanto a restrição. O ponto de partida do estudo de Thirlwall (2005) se dá ao se analisar separadamente cada componente da função demanda de forma ponderada. Sendo assim, ele defende a idéia de que as exportações diferem das outras variáveis da função renda, em três aspectos relevantes.

O primeiro é o fato das exportações serem um importante componente da demanda em um sistema econômico, e que esta demanda por exportação provém de fora do sistema.

Para se obter um crescimento da demanda através de componentes como o consumo e investimento, por exemplo, estes dependem (de uma certa maneira) do crescimento do próprio

nível de renda (demanda). Isto é, consumo e investimento são componentes atrelados diretamente ao comportamento da demanda interna. Já as exportações não possuem esta certa dependência, uma vez que sua demanda é autônoma e provém de fora do sistema.

O segundo fato considera que as exportações são o único meio de custear as importações visando um crescimento econômico sustentado no longo prazo. Afirma ainda que variáveis que aceleram o crescimento econômico, como consumo, investimentos e gastos do governo, podem conter um certo montante de importações dentro delas e caso não haja uma receita de exportação para equalizar estas importações nos componentes dos gastos, o nível da demanda deve contrair. Dessa maneira as exportações possuem um papel imprescindível de custear as importações e dessa forma manter o equilíbrio das contas correntes do balanço de pagamentos no longo prazo. Sendo assim as exportações influenciam tanto a demanda direta quanto indireta, de modo que permitem o crescimento mais acelerado de todos os demais componentes da demanda. Hicks (1950) também aborda este assunto com a idéia do *supermultiplicador*, aonde expõe a relação direta da taxa de crescimento das economias e a respectiva taxa de crescimento do componente dominante, que no caso de uma economia aberta são as exportações.

Já o terceiro ponto é a possibilidade de as importações serem mais produtivas que os produtos internos, pois muitas vezes, bens necessários para o desenvolvimento acabam sendo importados de outros países, de maneira a beneficiar o país exportador visto que do lado da oferta haverá crescimento impulsionado pelas exportações.

A partir desta abordagem de crescimento econômico orientado para a demanda, Thirlwall (2005) conclui que (pág 52): *“quando há rendimentos crescentes e aumento induzido da produtividade, o crescimento das exportações pode instaurar um ciclo virtuoso de crescimento que leva a modelos centro-periferia de crescimento e desenvolvimento, os quais, em certas condições, prevêm a divergência entre regiões e países da economia mundial”*. E foi a partir destas observações que Thirlwall passa então a formular sua teoria de crescimento econômico impulsionado pelas exportações e limitado pelo balanço de pagamentos, conforme será explicado a seguir.

### **2.2.2 Crescimento limitado pelo Balanço de Pagamentos**

Na formulação de seu modelo de crescimento, Thirlwall (2005) ressalta a importância do papel da demanda no crescimento de uma economia, principalmente analisando as restrições da demanda e o cuidado com o equilíbrio do balanço de pagamentos. Segundo

Thirlwall (2005, pág 61): “na maioria dos países as restrições da demanda incidem muito antes de as restrições da oferta entrarem em ação, e que, para compreender as taxas de crescimento diferenciadas entre os países, a longo prazo, não é possível ignorar a análise e a compreensão das restrições da demanda”. O modelo explica que as economias devem apresentar um nível de crescimento econômico compatível com seu balanço de pagamentos, de modo que o próprio balanço de pagamentos pode ser utilizado como um limitador do crescimento da demanda.

### 2.2.3 Modelo Teórico

A idéia central do modelo parte-se da análise da demanda efetiva e a relação com o crescimento econômico, de maneira que o crescimento no longo prazo dependerá diretamente da relação entre as elasticidades-renda das importações e exportações, onde a atuação do comércio afeta diretamente no nível de crescimento econômico.

O modelo parte de uma situação de equilíbrio do balanço de pagamentos e especifica as funções de demanda de exportações e importações de modo a mensurar um tal nível de crescimento econômico com a condição de manter este equilíbrio do BP. Thirlwall (2005) inicia a explicação de seu modelo com a equação de equilíbrio da conta corrente que é dada por:

$$(1) \quad P_d X = P_f M E$$

onde  $P_d$  é o preço das exportações em moeda nacional,  $X$  é o volume de exportações,  $P_f$  é o preço das importações em moeda estrangeira,  $M$  é o volume das importações e  $E$  é a taxa de câmbio nominal. Reformulando a equação em relação às taxas de crescimento ela fica:

$$(2) \quad P_d + x = P_f + m + e$$

Assim sendo, a taxa de crescimento do valor das exportações é dada pela equação:

$$(3) \quad x = \eta (P_d - P_f - e) + \varepsilon (z)$$

Feita a equação de exportação, Thirlwall formula então a equação de importação. Esta se dá pela relação multiplicadora entre competitividade e a renda nacional, além de ser uma função de elasticidade constante, conforme a seguir:

$$(4) \quad M = B (P_f E / P_d)^{\Psi} Y^{\pi}$$

Nesta equação  $\Psi(<0)$  é a elasticidade-preço da demanda de importações,  $Y$  é a renda nacional e  $\pi(>0)$  é a elasticidade-renda da demanda de importações. Incluindo a questão do câmbio, a equação se modifica para:

$$(5) \quad m = \Psi (P_f + e - P_d) + \pi(y)$$

Assim sendo, substituindo as equações 3 e 5 na equação 2, Thirlwall chega a equação que mensura a taxa de crescimento da renda compatível com o equilíbrio do balanço de pagamentos, conforme a seguir:

$$(6) \quad Y_b = [(1 + \eta + \Psi) (P_d - P_f - e) + \varepsilon] / \pi$$

Segundo Thirlwall (2005), a análise desta última equação permite constatar cinco conclusões relevantes para um sistema econômico.

A primeira é que uma melhora nos termos reais de troca  $(P_d - P_f - e) > 0$  permite uma melhora também na taxa de crescimento do país, de maneira compatível com o equilíbrio do balanço de pagamentos. A segunda é que quando a soma das elasticidades-preço, em termos negativos, for maior que um  $(1 + \eta + \Psi) < 0$ , menor será a taxa de crescimento (compatível com o BP) deste país, em virtude da alta mais rápida de preços deste país em relação aos outros. A terceira é que quando a soma das elasticidades-preço for maior que um  $(e > 0)$ , esta desvalorização da moeda fará com que eleve a taxa de crescimento compatível com o balanço de pagamentos. A quarta é que preservando o BP equilibrado, o nível de crescimento de um país, comparado a todos os demais, depende diretamente de  $\varepsilon$ , a elasticidade-renda da demanda por exportação, de maneira que se torna evidente a interdependência dos países em relação ao crescimento econômico. E por último, a quinta conclusão é que a taxa de

crescimento compatível com o equilíbrio do BP tem uma relação inversa com o seu respectivo nível de importações, mensurado pela variável  $\pi$ .

Finalmente, se mantidos os níveis de preços relativos constantes equação final se dará por:

$$(7) \quad Y_B = \varepsilon(z) / \pi = x / \pi$$

Finalmente a equação 7 resume o modelo teórico de Anthony Thirlwall, onde a taxa de crescimento compatível com o equilíbrio do Balanço de Pagamentos é igual à razão do crescimento das exportações dividido pela elasticidade-renda das importações. Thirlwall (2005) explica então, que este modelo permite analisar em que nível o crescimento de um país (a longo prazo) se aproxima da taxa de crescimento prevista de  $x/\pi$ . Se esta taxa for superior à dos países que têm déficits, isto será um indicativo bastante relevante de que o nível de crescimento deste país está limitado pelo balanço de pagamentos.

### **2.3 Câmbio e Poupança Externa na Visão de Bresser Pereira**

Uma outra abordagem de bastante relevância neste projeto é a relação entre o câmbio e sua respectiva influência sobre a poupança externa e interna, tratada por Bresser Pereira entre outros autores.

Bresser Pereira (2007), inicia sua explanação defendendo a idéia de que existem cinco preços que regulam qualquer sistema econômico: taxa de câmbio, taxa de juros, taxa de inflação, taxa de salários e taxa de lucro. No entanto é a partir da taxa de câmbio que ele inicia seu modelo, uma vez que o câmbio possui uma influência direta sobre os investimentos e sobre a poupança, que são pontos fundamentais para o crescimento econômico, além de ser uma variável que pode ser administrada e possui rápidos e fortes efeitos na economia.

Com as relações internacionais cada vez mais intensas, a administração do câmbio acaba se tornando fundamental e estratégica. Além do câmbio ser uma variável que afeta diretamente o comércio externo (as importações e exportações) e os fluxos financeiros, ele tem total influência na determinação dos salários, dos investimentos, do consumo e também da poupança interna.

A análise de Bresser concentra-se em duas questões principais: primeiro a tendência que os agentes econômicos têm em defender a sobre-apreciação do câmbio e segundo a questão da política de crescimento com poupança externa.

Muitos países em desenvolvimento adotam a estratégia de crescer financiado pelas poupanças externas, porém isto não quer dizer que determinado país está recebendo investimentos do exterior, e segundo o sistema de contas nacionais poupança externa significa também um déficit na conta corrente. Assumindo então esta condição de crescer através da poupança externa, Bresser explica que estes altos déficits da conta corrente forçam então à apreciação da taxa de câmbio. Além disso, os déficits devem ser financiados, através de investimentos diretos ou empréstimos. Diante disto os agentes terão duas possibilidades: utilizar suas reservas para financiar os déficits, ou então aumentar o consumo, uma vez que seus salários estarão mais valorizados com a apreciação do câmbio. Este ciclo é o ponto de partida que Bresser utiliza para explicar o nível de crescimento de um país em virtude da apreciação de seu câmbio.

### **2.3.1 Tendência à sobre-apreciação da taxa de câmbio**

A condição básica para o crescimento econômico de um país que Luiz Bresser (2007) expõe, é que a sua taxa de câmbio deve ser competitiva, não muito apreciada, de modo a estimular a exportação e investimentos. Assim sendo Bresser explica que a teoria econômica tradicional diz que países em desenvolvimento crescem mais rapidamente que os países ricos, e desta maneira o câmbio destes países se aprecia mas de maneira a não prejudicar sua competitividade internacional. No entanto, Bresser questiona a teoria tradicional dizendo que nem sempre isso se cumpre, e o que acontece é uma certa tendência à sobre-apreciação do câmbio, uma vez que a taxa de câmbio destes países em desenvolvimento permaneça relativamente apreciada. Para melhor explicar as causas desta tendência da sobre-apreciação do câmbio, Bresser (2007) expõe seis razões principais.

A primeira é a doença holandesa, que se trata de uma falha de mercado compatível com o equilíbrio da conta corrente, que prejudica a competitividade do país em questão e pode ser remediada através do câmbio. O modelo econômico da doença holandesa foi criado pelos economistas W. Max Corden e J. Peter Neary em 1982, e eles explicam que o efeito gerado pelo aumento de receita advindo da forte exportação de determinado setor (geralmente setor de recursos naturais) poderá afetar a industrialização de um país devido à valorização cambial, e esta valorização irá afetar as exportações dos produtos manufatureiros deixando-os

menos competitivos. Além disso, eles explicam que o aumento das receitas advindas deste setor exportador fará com que aumente a demanda de mão-de-obra deste setor, e por conseqüência o aumento da demanda sobre este produto forçando o aumento de preço. No entanto o preço deste setor é estabelecido internacionalmente e não permite grande oscilação, e a solução final então é a apreciação cambial.

A segunda razão, conforme as teorias econômicas tradicionais, países em desenvolvimento tendem a apresentar uma taxa de juros e uma taxa de lucro maior que países ricos. Estes países atraem então uma entrada de capitais e de recursos abundantes dos países ricos, ocasionando uma pressão para a apreciação da taxa de câmbio local.

A terceira se refere ao mesmo acontecimento do ponto anterior, no entanto, advindo dos pensadores ortodoxos convencionais, de maneira que a tendência de mercado com uma política de juros altos ou de “aprofundamento financeiro” é a apreciação cambial.

O quarto ponto se refere à estratégia dos países ricos que incentivam países em desenvolvimento em crescer com poupança externa, onde o interesse se dá não somente pelo ganho financeiro advindo do financiamento dos déficits da conta corrente, mas também para amenizar a vantagem decorrente da mão-de-obra barata.

Na quinta razão Bresser critica mais uma vez a ortodoxia convencional e desta vez por utilizar a taxa de câmbio como instrumento de controle da inflação. Ele afirma que a preocupação dos ortodoxos é que ao depreciar o câmbio, ocorrerá um aumento de inflação, no entanto, este aumento (para uma economia aberta e competitiva) é temporário, é a famosa *bolha inflacionária*, que logo se murcha. E no caso do Brasil, esta política é utilizada pelo medo que os agentes têm do estigma e do histórico de inflação que o país já passou, desta maneira o banco central toma decisões de elevar os juros, apreciar o câmbio, a fim de conter a inflação, mas que em muitas vezes o país não se encontra com excesso de inflação.

A sexta e última razão que Bresser expõe, é manutenção do câmbio apreciado em virtude da atratividade que ela proporciona no curto prazo, pois assim sendo os agentes teriam um poder de compra mais elevado, obtendo um maior nível real de salários e lucros. Os agentes teriam a sensação de verem seus reais serem transformados em mais dólares, além de terem um aumento real de salário que tornariam mais baratos os bens e produtos internacionais. Bresser chega até a denominar esta estratégia cambial feita pelos políticos de *Populismo Cambial*. E esta decisão de ter uma taxa de câmbio apreciada, é apoiada pelos economistas ortodoxos, por acreditarem que desta maneira há uma redução no nível da taxa de inflação.

### **2.3.2 Política de Crescimento com Poupança Externa**

Em seus estudos e teorias, Bresser Pereira critica a idéia de crescimento econômico baseado na poupança externa. Ele inicia sua contestação utilizando como exemplo a década de 90, onde vários países em desenvolvimento adotaram políticas de apreciação do câmbio e crescimento através da poupança externa, porém suas economias entraram em crise.

O estudo do modelo inicia relatando o princípio teórico das leis das vantagens comparativas, (que fora muito utilizada até a década de 60) onde os países ricos transferem recursos para os países pobres, a fim de estimular o crescimento, porém o que acaba ocorrendo é uma certa neutralização da competitividade destes países no mercado internacional, bem como uma certa desaceleração no seu nível de crescimento. No entanto, a partir da década de 70, quando os bancos internacionais passam a ter uma estrutura mais sólida para financiar empréstimos, o papel para amenizar o crescimento dos países emergentes passa a ser adotado pela poupança externa.

A partir da década de 80, vários países emergentes passam a se afundar em gigantescas dívidas externas. Para amenizar esta crise, os países ricos, através de políticas adotadas por mediação da OMC, passam a incentivar também a abertura da conta de capitais. Desta maneira a atração de capitais, advindo da poupança externa, assegurava aos países de renda média um crescimento necessário ao desenvolvimento, porém culminavam com a apreciação do câmbio. Além disso, a abertura financeira também contribuía para a não possibilidade de estes países administrar suas taxas de câmbio. Bresser continua seu raciocínio concluindo que estas medidas oferecidas pelos países ricos que culminavam na neutralização do desenvolvimento dos países emergentes, eram não intencionais, porém os países emergentes que adotaram esta estratégia, se fragilizaram financeiramente e foram levados a um grande déficit no balanço de pagamentos.

No entanto a partir da década de 90, os países ricos percebem que com a abertura da conta de capitais dos países emergentes, haveria uma maior concorrência entre estes países advindo da mão-de-obra barata, além de amenizar seu nível de desenvolvimento e valorizar suas respectivas taxas câmbio. Sendo assim os países ricos voltam a incentivar mais ainda, a entrada de capitais para os países emergentes utilizando o discurso de estarem ajudando estes países a estimular seu desenvolvimento. Sendo assim, esta política foi rapidamente adotada pelos países emergentes, uma vez que enfrentavam grandes problemas com a inflação e com a dívida externa.

Adotando esta política, os países emergentes estavam então se desenvolvendo com uma grande dependência dos países ricos (poupança externa), porém esta estratégia culminou com um grande déficit no balanço de pagamentos. Após alguns anos, percebido estas dificuldades, os países emergentes voltam a depreciar suas taxas de câmbio para aumentar suas exportações e amenizar seus respectivos déficits no balanço de pagamentos.

No entanto, somente após graves crises do balanço de pagamentos, é que muitos países emergentes percebem a necessidade de depreciar o câmbio, incentivar os superávits e voltar a política de crescer com o controle nos fluxos financeiros e balanço de pagamentos. E para criar uma certa barreira à entrada de capitais estrangeiros, os países emergentes passam então a se proteger, comprando reservas e criando barreiras à entrada de capital externo.

Terminada então a explanação desta teoria de Bresser Pereira fica clara a crítica que ele faz em relação à política de crescimento com poupança externa e principalmente o cuidado que os países devem ter com relação à taxa de câmbio, uma variável econômica que deve ser analisada com muito cuidado, pois suas implicações para o crescimento econômico são muito relevantes.

### **2.3.3 O Modelo de Substituição de Poupanças**

Segundo a visão de Bresser Pereira (2007), o crescimento de um país baseado na poupança externa (abertura financeira dos fluxos de capitais) não é um crescimento economicamente saudável, pelo contrário, é uma política que gera déficits no balanço de pagamentos e muitas vezes pode até levar o país a uma profunda crise econômica. Um país que adota a política de crescimento com poupança externa, passa por três estágios que afetam o desempenho de sua economia. O primeiro é a substituição de poupança interna pela externa, advindo dos grandes déficits em conta corrente. O segundo é a dependência financeira que o país passa a ter, de forma a aceitar as políticas determinadas pelo país credor. E o terceiro estágio é a crise em si, uma vez que o nível de endividamento de determinado país está muito alto e os credores passam a suspender a rolagem da dívida, onde o país passa a perder suas reservas e entrar numa grande crise. Como no segundo e o terceiro estágio o país já se encontra com problemas econômico-financeiros, Bresser passa então a discutir sobre o primeiro estágio, a questão da substituição de poupanças. Já é sabido que ele critica a substituição da poupança interna de um país pela externa conforme ele cita que determinado país: Bresser (2007, pág 143) “...está sendo vítima do processo de substituição perversa da poupança interna pela externa, porque, através da apreciação da taxa de câmbio, uma parte

*considerável dos recursos externos, que hipoteticamente deveria aumentar os investimentos, acabam se transformando em aumento de consumo*". No entanto, ele cria um modelo onde o país em questão poderá utilizar políticas que incentivem o aumento da própria poupança interna ao invés da poupança externa.

O princípio do modelo diz que ao aumentar o déficit em conta corrente, ocorrerá uma substituição de poupança interna pela poupança externa. Resumidamente isto ocorre porque o déficit na conta corrente força para uma apreciação relativa no câmbio, que gera um aumento real dos salários e maior incentivo à importação e menor para exportação. Isto acarreta no crescimento do consumo interno e uma diminuição da poupança interna. Além da redução das exportações, reduz também os investimentos a ela destinados, fazendo com que caia a poupança novamente, de modo a substituir a poupança interna pela externa. No entanto com o déficit em conta corrente, pode ocorrer o processo inverso, neste caso, substituir a poupança externa pela interna. Segundo a explanação de Bresser (2007), o processo inverso ocorre (pág 145): *"quando a poupança externa recebida por um país começar a diminuir, a transformação gradual dos déficits em conta corrente em superávit causará a queda dos salários e do consumo interno e do aumento do investimento voltado para a exportação. Em consequência, seja da queda do consumo, seja do aumento do investimento externo, aumentará a poupança interna que, agora de maneira benéfica ao invés de perversa, substituirá a poupança externa porque estará ocorrendo a diminuição do endividamento externo"*. Para esclarecer esta teoria Bresser criou um modelo, econométrico conforme mostrado abaixo, partindo da equação principal em que o crescimento da renda per capita (representado por  $y$ ) de um país é uma função da acumulação de capital (representado por  $I$ ) e do progresso técnico expresso na relação produto-capital (representado por  $\alpha$ ):

$$(1) \quad y = \alpha I/Y$$

Neste modelo econométrico o ponto crucial que Bresser (2007, pág 146) expõe é que: *"a questão é saber se o financiamento externo do déficit em conta corrente (ou da poupança) foi usado para aumentar o investimento do país e assim contribuir para o desenvolvimento, ou se a taxa de substituição da poupança interna pela externa foi alta de forma que esse aumento foi pequeno ou nulo enquanto aumentavam o endividamento do país e sua responsabilidade futura por pagamentos de juros e lucros ao exterior"*. Para chegar a esta conclusão, ele segue dando seqüência em seu modelo, de forma a relacionar as equações de

poupança interna e poupança externa. Para isso é necessário iniciar com a função investimento, que é a soma da poupança interna mais a poupança externa, conforme abaixo:

$$(1) \quad I = S_i + S_e$$

A função da poupança externa se dá pela soma do saldo da balança comercial (expresso pela subtração das exportações das importações) mais a renda líquida enviada ao exterior.

$$(2) \quad S_e = M - X + RLE$$

Já a poupança interna é dada pela soma dos salários dos trabalhadores, mais os ordenados da classe média profissional, mais o capital menos o consumo.

$$(3) \quad S_i = W_i + W_o + II - C$$

Voltando a equação (1) e substituindo pelas equações de poupança externa (2) e poupança interna (3), temos:

$$(4) \quad I = (W_i + W_o + II - C) + (M - X + RLE)$$

Assim sendo, o objetivo do modelo é analisar qual o influxo de poupança externa envolverá a substituição desta pela poupança interna, e esta variável é representada no modelo por  $z$ . Desta forma  $z$  tenderá a ser alta em tempos normais e relativamente baixa em situações em que grandes investimentos persuadam a classe média profissional e também os capitalistas a consumirem relativamente menos.

$$(5) \quad z = \partial S_i / \partial S_e$$

Para dar seqüência no modelo, Bresser parte da função do consumo, onde salários e ordenados, representado por “ $w$ ”, são uma função da taxa real de câmbio, do *mark up* e da produtividade, conforme mostrado abaixo.

$$(6) \quad w = b / (1 + m) \theta^\alpha$$

Com relação ainda ao consumo, este pode ser analisado por duas visões diferentes. A primeira é que o nível de consumo depende do: nível de lucro, dos salários e ordenados e da propensão marginal a consumir da classe média, dos capitalistas e também dos trabalhadores. A segunda é mais direta, conforme expressa na equação (7), onde o consumo depende apenas da renda nacional (representado por  $R_n$ ) e da diferença entre a taxa de juros e do lucro ( $r - i$ ).

$$(7) \quad C = C(R_n, r - i)$$

Desta forma, apenas os trabalhadores consumirão toda sua renda e não irão poupar nenhum montante, no entanto a classe média e os capitalistas, analisarão a situação econômica, e conforme a taxa de juros e o nível de lucro, decidirão se irão poupar, quanto irão poupar e quanto irão consumir. Dessa maneira, acrescenta-se ao modelo a função da propensão marginal a consumir, representado por  $\mu$ .

$$(8) \quad \partial C / \partial R_n = \mu$$

Sendo assim, quanto maior for a propensão marginal a consumir, maior será a redução da poupança interna provocado pelos déficits em conta corrente. Analisando o lado da demanda, isto ocorre, pois, os déficits em conta corrente fazem com que haja uma pressão para a valorização do câmbio, de maneira a aumentar os salários reais dos trabalhadores e por consequência reduzir o nível da taxa de lucro. Desta forma a poupança interna passa a ser uma função da taxa de câmbio também. Ou seja, a taxa de substituição da poupança interna pela externa será maior quando a elasticidade do investimento em relação à taxa de câmbio for maior também. Já para o lado da oferta a propensão marginal a consumir dependerá da relação entre a taxa de lucro esperada e a taxa de juros.

Dessa maneira a equação final do modelo é dada por:

$$(9) \quad z = z(\mu, r - i, \lambda)$$

A equação (9) representa o nível ( $z$ ) de substituição da poupança interna pela poupança externa, e este nível de substituição depende então basicamente da propensão marginal a consumir ( $\mu$ ), do diferencial entre taxa de juros e lucro ( $r - i$ ) e da elasticidade do investimento em relação ao câmbio ( $\lambda$ ).

### 3. POLÍTICA CAMBIAL NO BRASIL - 1985-2009

Para estudar a influência do câmbio sob o crescimento econômico brasileiro, será feita uma análise temporal levando em consideração o comportamento dos principais indicadores macroeconômicos do período em contra posição ao comportamento do câmbio. O período analisado será de janeiro de 1980 até dezembro de 2009. O período será dividido em três fases, em virtude do comportamento econômico e da política cambial brasileira. A primeira corresponde o período de 1980 até 1994, uma fase bastante turbulenta na economia brasileira, onde se apresentou índices de inflação extremamente altos e diferentes moedas até a implantação do Plano Real e a instituição do sistema de bandas cambiais em 1994. A segunda fase corresponde do período de 1994 até 1999, período onde o Brasil controla o problema da inflação, aprecia o câmbio e adota o sistema de bandas cambias. E a última fase é de 1999 até 2009, onde o Brasil passa a adotar o sistema de câmbio flexível, deixando então o próprio mercado regular a variação do câmbio, sistema este que é utilizado até hoje.

Durante este período analisado, pode-se perceber que o câmbio apresentou comportamentos distintos, variando de acordo com a política econômica adotada na época, conforme mostrado no Gráfico 1.

**Gráfico 1: Evolução do Índice Real da Taxa Câmbio (2005 = 100) de 1980 a 2009**



Fonte: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA)

A expressiva variação do câmbio ao longo do período é evidente. As diferentes políticas adotadas pelo Brasil ao longo do tempo tiveram influências diretas no comportamento do câmbio. Além disso, diferentes políticas cambiais também foram utilizadas na tentativa de buscar a melhor solução para questões como inflação, déficits nas transações correntes, controle da dívida externa e também saldos positivos no balanço de pagamentos.

Neste capítulo será abordado o comportamento do câmbio e das políticas cambiais no Brasil e a relação de causa e efeito sobre a economia, com enfoque às questões levantadas na introdução deste trabalho.

### **3.1 Política cambial no período de 1980 – 1994**

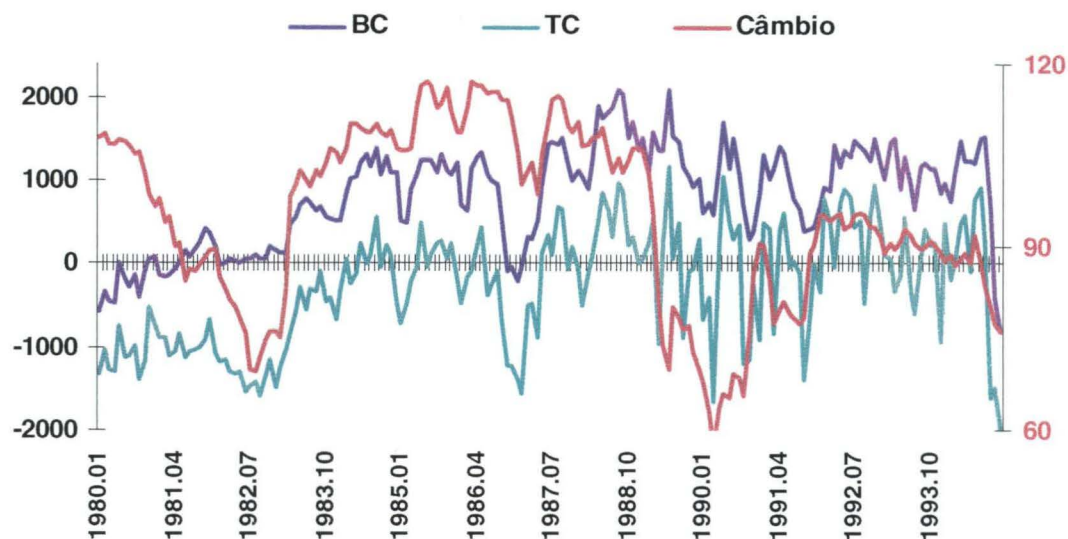
Esta primeira parte da análise do comportamento da economia brasileira comparada ao comportamento do câmbio, será feita a partir de janeiro de 1980 até junho de 1994. O estudo a partir de julho de 1994 (onde se foi adotado o Plano Real e a política cambial mudou drasticamente) será analisado no item 3.2.

Este período (1980 a 1994) foi marcado por uma intensa instabilidade da economia brasileira, principalmente em relação às altíssimas taxas de inflação e o constante aumento da dívida externa. Uma questão relevante que passou a acentuar os problemas econômicos deste período, foi o choque do petróleo em 1973 e depois em 1979, que contribuiu para a deterioração dos termos de troca da economia, levando o aparecimento de déficits comerciais e saldos negativos na balança comercial no início da década.

Com este contexto, a política cambial neste período foi adotada basicamente ora com o objetivo de amenizar as altas taxas de inflação da época, ora para obter saldos positivos na Balança Comercial, com o objetivo de gerar divisas, e desta maneira efetuar o pagamento da dívida que crescia cada vez mais.

O Gráfico 2, a seguir, mostra o comportamento do câmbio ao longo deste período e o respectivo comportamento da Balança Comercial e Transações Correntes.

**Gráfico 2: Relação entre a variação da Balança Comercial , Transações Correntes (US\$ milhões) e evolução do Índice Real da Taxa de Câmbio (2005 = 100), no período de janeiro de 1980 a 1994.**



Fonte: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA)

Percebe-se claramente que este período foi marcado por uma política cambial inconstante, de modo que o governo intervia com frequência no câmbio para sanar os dois principais problemas econômicos da época, a inflação e a dívida externa. Desta maneira as estratégias da política cambial variaram entre adoção de câmbios fixos, flexíveis e flutuações sujas. Assim sendo, estas intervenções (valorizações e desvalorizações cambiais) eram tão frequentes que em curtíssimos intervalos de tempo ocorriam mudanças na política cambial.

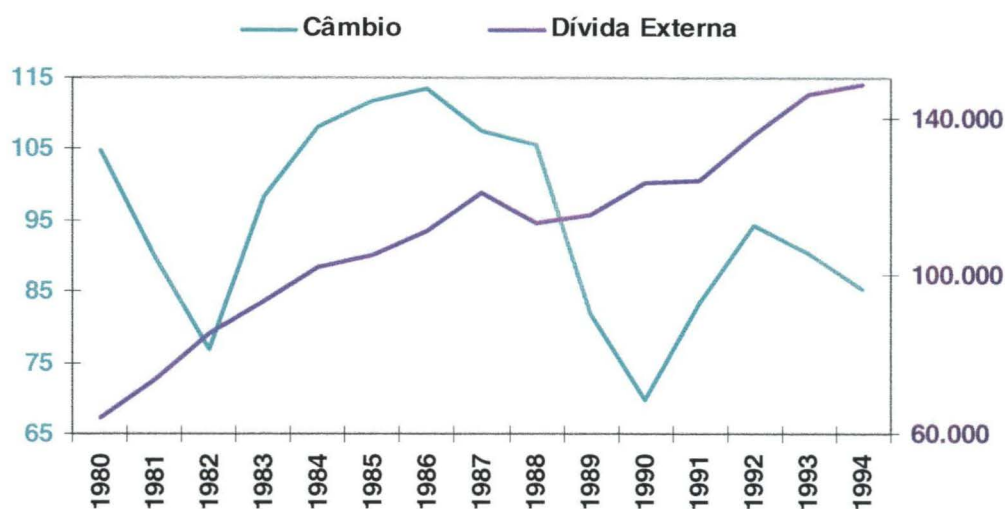
Ao analisar o Gráfico 2 de uma maneira geral, percebe-se a semelhança entre o comportamento do câmbio e os saldos do balanço de pagamentos e transações correntes, de modo que quando estas contas estavam muito deficitárias, ocorria a desvalorização do câmbio visando o equilíbrio contábil.

Por exemplo, o período dos anos de 1980 ao final de 1982, percebe-se uma grande valorização cambial. Este fato contribuiu para o aumento das importações e um certo desincentivo as exportações, o que acarretou em um grande déficit nas transações correntes e no saldo do balanço de pagamentos, conforme mostra o Gráfico 2. Com este cenário, a política cambial se fez necessária, e o governo passou a desvalorizar o câmbio nos anos seguintes a fim de controlar este déficit das transações correntes e também do balanço de

pagamentos. Esta política de profunda desvalorização do câmbio, para acertar as contas BC e TC, também foram utilizadas em nos anos seguintes ao de 1986 e no início dos anos 1990.

Outro ponto importante de análise é o constante crescimento da dívida externa do Brasil neste período. O Gráfico 3 abaixo que mostra a relação da dívida externa com o comportamento do câmbio.

**Gráfico 3: Relação entre o Índice Real da Taxa de Câmbio (2005 = 100) e Dívida Externa (US\$ milhões) no período de 1980 a 1984**



Fonte: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA)

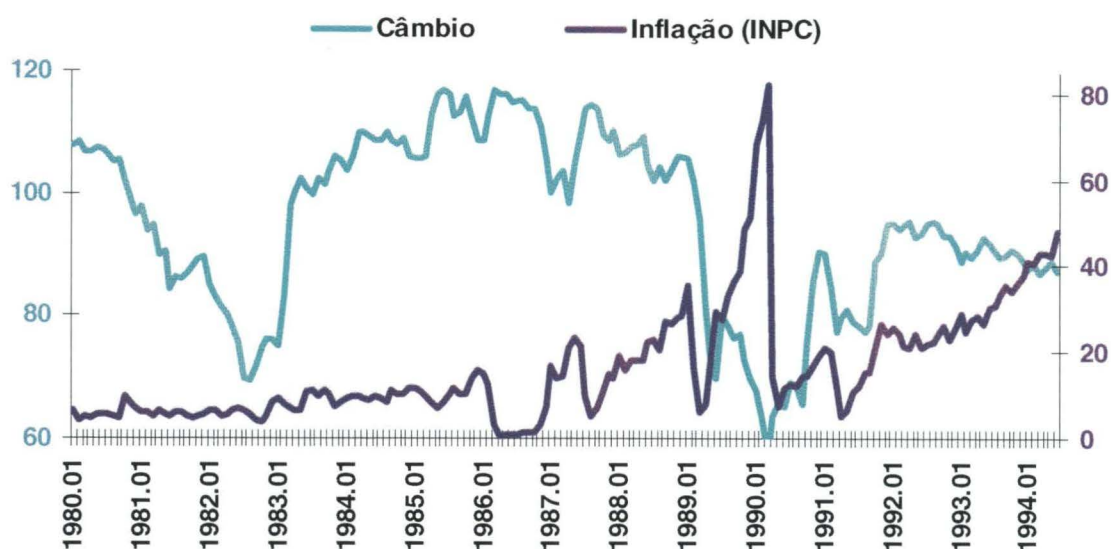
Além da desvalorização cambial para controlar o balanço de pagamentos havia também, neste período, a necessidade de depreciar o câmbio a fim de gerar superávits e obter divisas para o pagamento da dívida externa. O Gráfico 3 mostra claramente o expressivo crescimento da dívida externa brasileira, que se tornou um dos grandes problemas econômicos da época e foco de políticas paliativas para amenizar este problema.

Com este cenário de constante crescimento da dívida, o governo passou então a intervir nas políticas cambiais de modo a novamente depreciar as taxas de câmbio e atrair capital externo para pagamento da dívida.

Com problemas no balanço de pagamentos e com a questão da dívida externa, surge também neste período talvez o principal problema da economia brasileira no período, a inflação. Na segunda metade da década de 1980 e início da década de 1990, por exemplo, o Brasil se depara com as piores crises inflacionárias da história. Abaixo segue o gráfico 4 que

mostra a relação entre o comportamento do câmbio e da taxa de inflação (medido pelo INPC) do período.

**Gráfico 4: Relação entre o Índice Real da Taxa de Câmbio (2005 = 100) e Taxa de Inflação (INPC) no período de 1980 a 1994.**



Fonte: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA)

Com esta tamanha instabilidade econômica, o Brasil se deparou com a necessidade extrema de uma política de estabilização.

Neste contexto houve a criação de diversos planos na tentativa de combater a inflação descontrolada, foram os chamados “Planos Heterodoxos de Combate a Inflação”. O primeiro deles foi o Plano Cruzado em fevereiro de 1986, seguido pelo Plano Bresser em 1987, depois o Plano Verão em 1989 e por fim o Collor 1 em 1990 e o Collor 2 em 1992. Todos os Planos tinham em linhas gerais a mesma “estratégia” no que se refere às políticas adotadas para dar fim a inflação. Consistiam basicamente em medidas como: o congelamento de preços e salários, a mudança da moeda brasileira (na tentativa de extinguir os mecanismos de indexação) e a intervenção na política cambial. No que se refere à política cambial para combater a inflação, quase todos os planos, em algum momento, utilizaram a mesma medida: a valorização cambial a fim de incentivar a importação de produtos do exterior para concorrer com produtos nacionais e desta maneira controlar a inflação.

No Plano Cruzado a política cambial foi de valorização do câmbio a fim de gerar uma credibilidade no mercado externo e controlar a inflação. Já o Plano Bresser, sugeriu, no

primeiro momento, uma desvalorização do câmbio a fim de resolver os déficits da balança de pagamentos e transações correntes. A desvalorização cambial no Plano Bresser pode ser atribuída pelas críticas que ele mesmo defende à políticas de apreciação cambial, conforme exposto no capítulo 2.3.2 deste trabalho. Já o Plano Verão utilizou as duas possibilidades, no primeiro momento desvalorizou o câmbio, e logo depois se tomou uma decisão mais drástica e fixou e apreciou o câmbio no mesmo patamar que o dólar, onde o câmbio atinge o maior nível de valorização durante todo este período. Sem sucesso no combate a inflação e na manutenção do câmbio naquele patamar, surge então o Plano Collor, onde no início do Plano o câmbio passou a ser flutuante, porém após alguns meses o câmbio volta a ser apreciado e determinado pelo governo, seguido das minidesvalorizações.

Todos estes Planos foram ineficazes quanto a resolução do problema da inflação. No momento onde se fixavam os preços, os salários e se apreciavam o câmbio, a inflação era contida, porém poucos meses depois a inflação voltava a aparecer e com índices cada vez maiores.

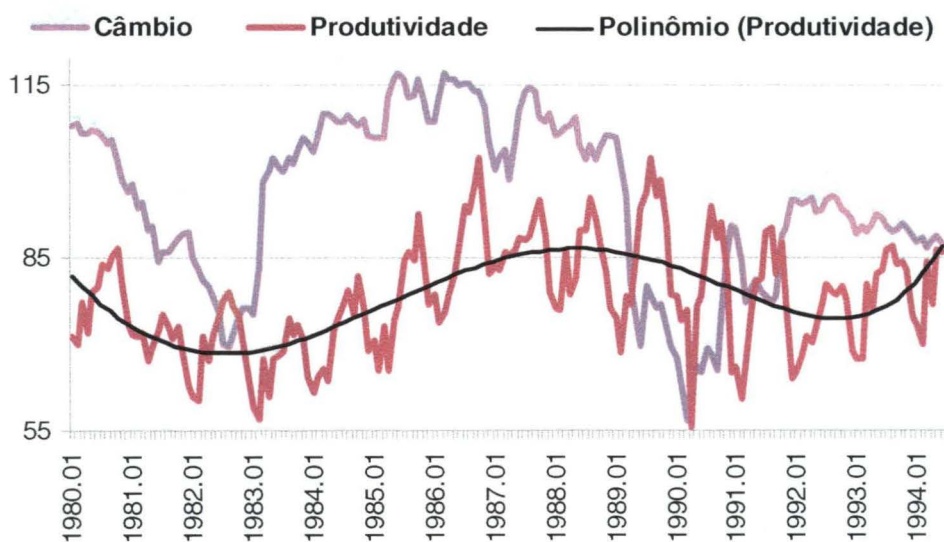
Com todo este histórico, fica claro que a política cambial neste período foi utilizada principalmente na tentativa do controle inflacionário. Paralelamente a isso, algumas políticas cambiais tinham como objetivo gerar divisas para o pagamento da dívida externa brasileira (que crescia exponencialmente no período) e também o controle do balanço de pagamentos, conforme as teorias de Thirlwall explicam: que as economias devem apresentar um nível de crescimento econômico compatível com seu balanço de pagamentos, de modo que saldos deficitários no balanço de pagamentos podem se converter em um limitador do crescimento da demanda.

Assim sendo, durante o período de 1980 a 1994 o grande foco das políticas econômicas brasileiras foram o combate à inflação, o controle do BP e da dívida externa. Com relação às políticas cambiais, estas também não foram diferentes. No entanto, se ao confrontar o comportamento do câmbio com o nível de crescimento, percebe-se que em alguns momentos deste período, o câmbio acabou influenciando, indiretamente, o nível de produtividade. Para analisar o efeito da influência do câmbio, no nível de produtividade, será analisado o índice de produção industrial da indústria geral. Abaixo segue o Gráfico 5, que relaciona a evolução da taxa de câmbio real (índice: média 2005 = 100) versus o índice de produtividade da indústria geral (índice: média 2002 = 100) mês a mês no Brasil.

Ao traçar uma linha de tendência polinomial na evolução do nível de produtividade, considerando a evolução média das variáveis e desconsiderando os picos e as baixas, percebe-

se que durante o período há uma certa relação comportamental semelhante entre as variáveis, onde a apreciação do câmbio leva a um menor nível de produtividade enquanto a desvalorização cambial acelera os níveis de produtividade. De 1980 a 1982, onde se ocorreu uma desvalorização cambial, o nível da produção industrial também reduziu. Desconsiderando o pico da produção ao final de 1982, percebe-se que a partir deste ano até 1987, a desvalorização do câmbio foi acompanhada por um certo aquecimento da produção industrial. O mesmo comportamento de queda na produção ocorre a partir de 1990, com a apreciação do câmbio.

**Gráfico 5: Relação entre o Índice Real da Taxa de Câmbio (2005 = 100) e índice do Nível de Produção da Indústria Geral (2002 = 100) no período de 1980 a 1994.**

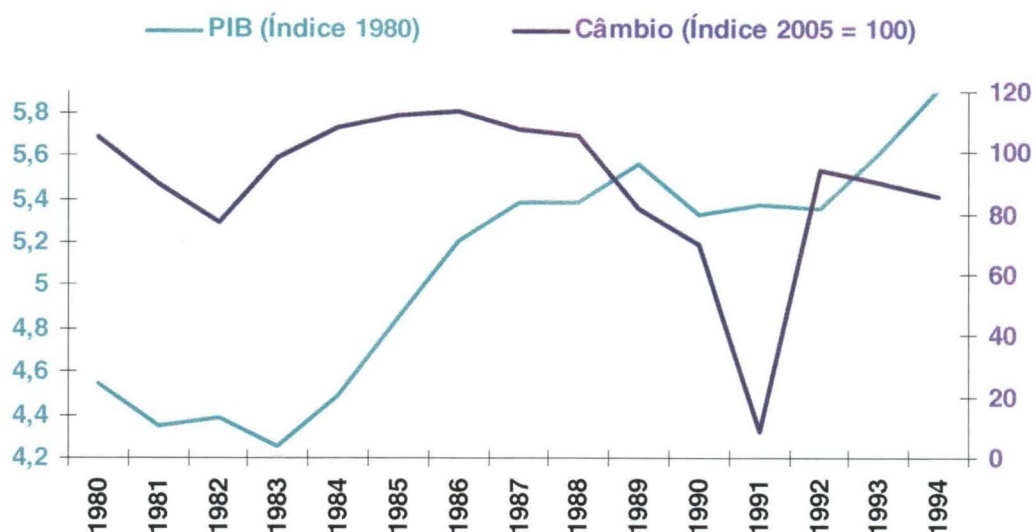


Fonte: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA)

Nos anos 1990 e 1991, por exemplo, a super apreciação do câmbio, advinda das estratégias do governo Collor, reduziu o nível de exportações, aumentou as importações e levou a uma queda brusca na produção industrial e no PIB.

Abaixo segue o Gráfico 6 que mostra a relação da variação do câmbio e do crescimento do PIB através de números índice. A relação é bem parecida com o desempenho industrial. Percebe-se que de 1980 a 1982 com a valorização do câmbio, o PIB também apresentou uma tendência de queda. Já com a desvalorização cambial a partir de 1983, o incremento das exportações passou a ser determinante no aumento do nível de renda e conseqüentemente no aumento do PIB durante o período de 1983 a 1989.

**Gráfico 6: Relação entre o Índice Real da Taxa de Câmbio (2005 = 100) e o Índice do PIB (1980) do Brasil no período de 1980 a 1994.**



Fonte: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE)

Já nos anos 1990 e 1991 houve uma drástica apreciação cambial. Esta valorização repercutiu drasticamente nos dois componentes da demanda agregada, as exportações e as importações. Incentivando importações e desincentivando as exportações, nota-se que o nível de renda do país apresentou uma estagnação e até mesmo uma queda no período de 1989 e 1990.

Desta maneira o modelo de Mundell-Flemming apresentado no capítulo 2 explica em linhas gerais esta relação, uma vez que sob adoção do câmbio flexível a desvalorização cambial influencia positivamente no aumento das exportações, e que este aumento afeta conseqüentemente o nível de renda, neste caso o PIB.

Para melhor exemplificar esta análise e teoria, segue a Tabela 1, que mostra a participação da exportação no PIB neste período.

**Tabela 1: Participação da Exportação no PIB no período de 1980 a 1994.**

Ano	Exportações / PIB (%)	Ano	Exportações / PIB (%)	Ano	Exportações / PIB (%)
1980	8,45	1985	12,17	1990	6,69
1981	9,01	1986	8,65	1991	7,79
1982	7,45	1987	9,28	1992	9,27
1983	11,56	1988	11,06	1993	8,98
1984	14,23	1989	8,27	1994	8,01

Fonte: Banco Central do Brasil (BACEN)

Percebe-se que nos períodos onde o câmbio encontrou-se desvalorizado, houve uma maior participação das exportações no PIB brasileiro. No período de 1983 a 1985 onde o câmbio permaneceu em constante desvalorização, a participação das exportações no PIB apresentou índices elevados, de modo que em 1984 esta relação chegou a quase 15%, enquanto em 1990 onde o câmbio estava apreciado, este valor caiu para 6,6%.

Logicamente outros fatos na época também contribuíram para este decréscimo na produção, como a instabilidade econômica, as altas taxas de juros e inflação e principalmente o congelamento das poupanças adotadas pelo Plano Collor. Mas percebe-se que neste período, em alguns momentos, o câmbio teve de uma certa maneira uma influência na queda das exportações que impactaram na queda do nível de renda e conseqüentemente uma baixa na taxa de crescimento.

Feita toda esta análise, percebe-se que a política cambial deste período de 1980 a 1994 foi marcada por constantes mudanças da estratégia cambial, que variaram entre adoção de câmbio fixo, variável e flutuações sujas, de maneira que o governo teve dificuldades de encontrar a melhor política cambial a ser adotada. No entanto estas diferentes políticas tiveram como foco sanar os dois grandes principais problemas da época: dívida externa e inflação, ora visando a necessidade de pagamento da dívida externa (através da geração de superávits como forma de obtenção de divisas) ora focando na necessidade de combate a inflação. No entanto, estes objetivos são incompatíveis com a mesma política cambial, pois o câmbio desvalorizado para aumentar divisas contradiz a necessidade de câmbio valorizado para combater a inflação. Desta maneira, a década de 80 e o início dos anos 90 foram marcados pela aplicação de políticas cambiais focando na resolução destes dois objetivos contraditórios.

### **3.2 Política cambial no período de 1994 a 1999**

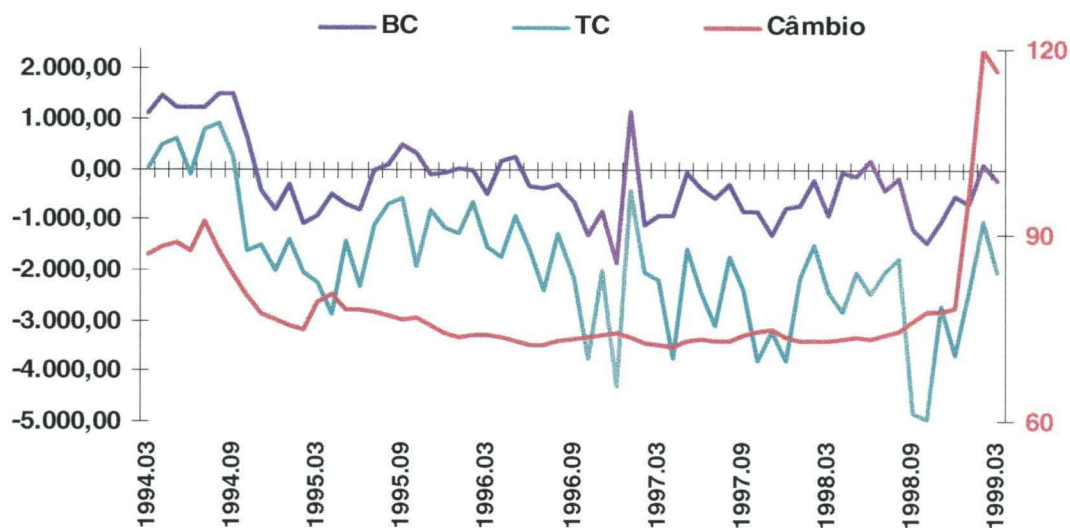
Durante todo o período de 1980 até o início de 1994, um dos grandes embates do governo foi a tentativa de acabar com os altíssimos níveis de inflação que assolavam a economia brasileira. Várias políticas e planos foram utilizados, porém os resultados finais eram a volta da inflação em níveis cada vez mais preocupantes. No entanto, em junho de 1994 foi instaurado o Plano Real. Este sim teve êxito e conseguiu estabilizar o processo inflacionário. O Plano consistiu basicamente em três fases principais: a primeira foi o ajuste fiscal (através do aumento de receitas e redução das despesas e transferências do governo federal), a segunda foi a indexação completa da economia com a criação da Unidade Real de Valor (URV) e a terceira foi a reforma monetária e a transformação da URV em reais (R\$), moeda que é utilizada até hoje. Além disso, este processo de estabilização intensificou a utilização de medidas que haviam sido adotadas desde o governo Collor, como as privatizações e a abertura econômica.

Juntamente com estas medidas, a política cambial também foi instrumento fundamental nas políticas econômicas deste período. Para garantir a estabilidade de preços, o governo decidiu apreciar o câmbio de modo a estimular as importações e entradas de produtos estrangeiros a fim de concorrer com produtos nacionais. Desta maneira o governo passou a adotar um sistema de bandas cambiais, onde o câmbio (segundo visão de Bresser) foi fixado num valor sobre apreciado (chegando até a ser mais valorizado que o dólar) e o governo monitorava e controlava a variação destas taxas de modo que tivessem apenas pequenas variações. Esta foi a chamada “Âncora Cambial”, onde o governo fixou a taxa de câmbio a um nível bem valorizado, e as demais variáveis macroeconômicas deveriam se ajustar para a manutenção deste patamar cambial.

Outro ponto importante neste período foram as altíssimas taxas de juros praticadas na época. Após a abertura econômica ao mercado externo, a política de taxas de juros elevada contribuiu para o grande afluxo de capital externo no país e expressivo aumento das reservas internacionais.

A política de manutenção do câmbio apreciado fez com que gerasse um enorme déficit das transações correntes e da balança comercial ao longo deste período. Abaixo segue o Gráfico 7 que mostra o comportamento da balança comercial, das transações correntes e do câmbio ao longo de 1994 a 1999.

**Gráfico 7: Relação entre a variação da Balança Comercial (US\$ milhões), Transações Correntes (US\$ milhões) e o Índice Real da Taxa de Câmbio (2005 = 100), no período de janeiro de 1994 a 1999.**



Fonte: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEADATA)

Nota-se que desde a implantação do Plano Real em meados de 1994, o câmbio se manteve estável e sobrevalorizado. Com o câmbio apreciado houve um grande estímulo às importações que aumentaram drasticamente (atingindo um crescimento de quase 100% de 94 a 97) e já as exportações se mantiveram quase que estagnadas (apresentando um leve crescimento de 94 a 97, e a partir deste último ano apresentou queda no crescimento nos anos de 98 e 99). Este fato acarretou um grande déficit nas transações correntes e também na balança comercial, conforme a Tabela 3 abaixo demonstra.

Com este cenário torna-se compreensível as altíssimas taxas de juros praticadas pelo governo, pois estas se tornaram um incentivo a entrada de recursos externos para saldar o balanço de pagamentos, em virtude dos grandes déficits em TC e BC. Este constante crescimento do acumulo de capitais externos pode ser visto na Tabela 2, aonde o valor percentual de aumento das reservas internacionais chegou a 64% de 94 a 97.

**Tabela 2: Índices Macroeconômicos do período de 1994 a 1999**

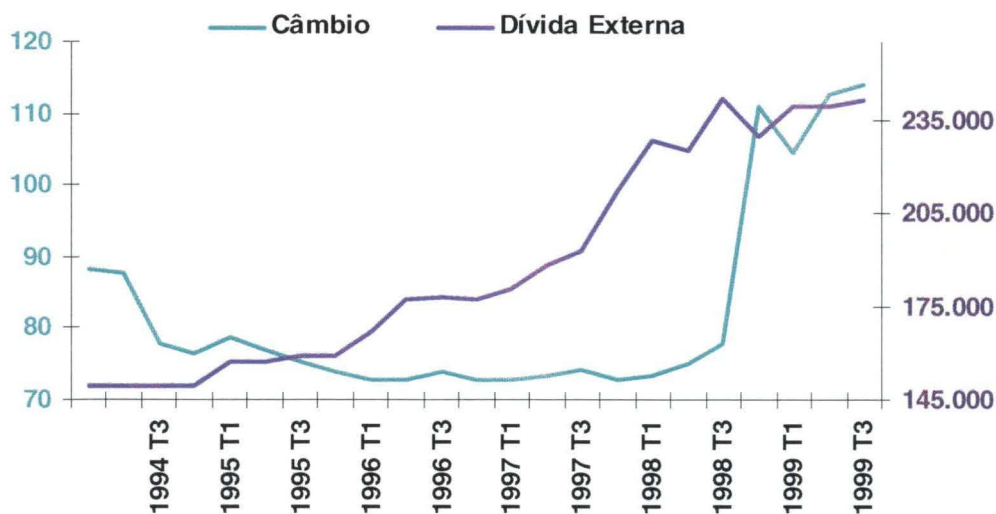
US\$ milhões	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Balança Comercial	10440	-3158	-5554	-8357	-6474	-1199
Exportações	43545	46506	47747	52990	51120	48011
Importações	31105	49664	53301	61347	57594	49210
Saldo em Transações Correntes	-1689	-17972	-24347	-33054	-33611	-25062
Saldo do BP	12939	13480	8774	-7865	-17285	-10740
Reservas Internacionais	38806	51840	60110	52173	44556	36342

Fonte: BACEN

Percebe-se que em linhas gerais este comportamento do governo brasileiro condiz, de certa maneira, com algumas das exposições da teoria de Mundell-Fleming, onde se diz que para países que adotam o câmbio fixo, o banco central acaba perdendo a autonomia para a execução de políticas monetárias, uma vez que se tornam obrigados a oferecer uma alta taxa de juros que atraia capital externo e desta maneira seja compatível com a manutenção da taxa de câmbio fixa naquele determinado patamar.

Esta política de câmbio valorizado e altíssimas taxas de juros, ao menos amenizou a questão da dívida externa. Na verdade a dívida continuou crescendo, conforme o Gráfico 8 mostra abaixo, no entanto a grande entrada de recursos externos (poupança externa) neste período acabou ajudando o governo a financiar esta dívida.

**Gráfico 8: Relação trimestral entre o Índice Real da Taxa de Câmbio (2005 = 100) e a Dívida Externa (US\$ milhões) no período de 1994 a 1999.**



Fonte: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEADATA)

Ao se adotar a política de apreciação do câmbio, as exportações se tornam menos viáveis, e já as importações passam a ser estimulada. A Tabela 3 mostra exatamente o crescimento da relação PIB x Importação e a certa estagnação desta relação do PIB com as exportações. Este processo gera grandes déficits nas contas TC, BC e BP de maneira que o governo não teve outra solução a não ser atrair capital externo para saldar estas contas. E foi exatamente isto que o Brasil fez durante este período, aumentando drasticamente as taxas de juros a fim de atrair poupança externa de modo a saldar estas contas deficitárias.

Desta forma a dívida externa passa a ser temporariamente financiada e deixa de ser foco das atenções. No entanto, é a dívida interna que passa a crescer rapidamente neste período. Conforme a Tabela 4 mostra, a relação Dívida x PIB salta de 31% em 1994 para quase 47% em 1999, ou seja, neste ano de 99 quase metade de toda a riqueza produzida no Brasil estava comprometida com a dívida do governo brasileiro.

**Tabela 3: Relação da Dívida Total, Exportação e Importação sobre o PIB.**

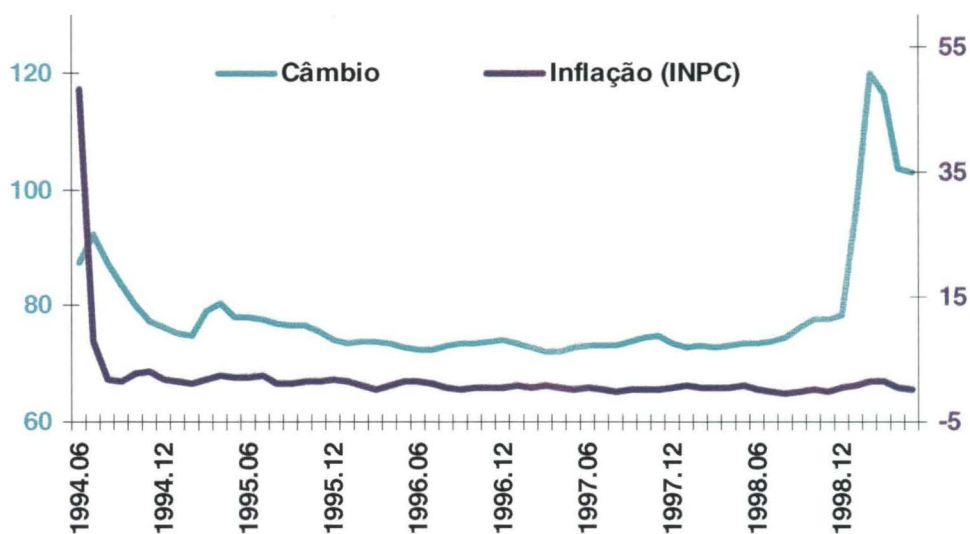
Ano	Dívida Total / PIB (%)	Exportações / PIB (%)	Importações / PIB (%)
1994	31,6	8,01	6,09
1995	31,2	6,59	7,06
1996	33,3	6,15	6,86
1997	34,5	6,56	7,6
1998	43,7	6,49	7,31
1999	46,4	8,95	9,17

Fonte: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEADATA)

É com este cenário de política de valorização cambial, de incentivo as importações, desincentivo as exportações, endividamento do governo, déficits nas contas de TC e BC e necessidade de poupança externa que Bresser faz sua grande crítica a este modelo de governo. A crítica de Bresser a este modelo de dependência da poupança externa foi feita analisando justamente o comportamento de economias emergentes da década de 90, assim como o Brasil, que eram economicamente dependentes da poupança externa. Ele explica que este processo de dependência do capital externo é economicamente inviável no longo prazo, uma vez que vem acompanhado dos grandes déficits em TC. Além disso, explica que nem sempre esse capital serve como investimento no país e que muitas vezes países credores impunham condições não favoráveis ao crescimento do país “beneficiado”. Além disso, esta política gera uma apreciação do câmbio que afetam as relações comerciais, as contas externas e limita muito o nível de crescimento. E foi justamente este o cenário em que o Brasil se deparou na época.

Apesar de tantos efeitos negativos, a política de apreciação do câmbio contribui, ao menos, para a tão esperada estabilidade do nível de preços. Com o grande fluxo de importações, vários dos produtos importados fizeram concorrência aos produtos nacionais de maneira a inviabilizar o aumento de preços sem necessidade e contribuir para estabilidade dos preços. No entanto, não se pode deixar de ressaltar que o grande autor do fim do histórico inflacionário brasileiro foi o sucesso do Plano Real, que conseguiu eliminar o processo da inflação inercial e a visível instabilidade econômica da época. Abaixo segue o Gráfico 9 que mostra a relação do câmbio com a inflação, onde o nível de inflação esta representado pela mensuração do Índice Nacional de Preços ao Consumidor.

**Gráfico 9: Relação entre o Índice Real da Taxa de Câmbio (2005 = 100) e o nível de Inflação (INPC) no período de 1994 a 1999.**



Fonte: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEADATA)

De fato, a partir deste período o problema da inflação foi solucionado e o governo brasileiro passa a se atentar para outras questões econômicas.

Um outro problema econômico da época, e talvez o mais importante deles, foi o baixo nível de crescimento alcançado neste período de 1994 a 1999. O conjunto de políticas de câmbio apreciado, baixos superávits primários, elevados encargos financeiros, déficits nas contas TC e BC e constante aumento da dívida, fez com que o Brasil passasse a ter seu crescimento muito dependente do capital externo. No entanto este crescimento com poupança externa nem sempre é economicamente saudável.

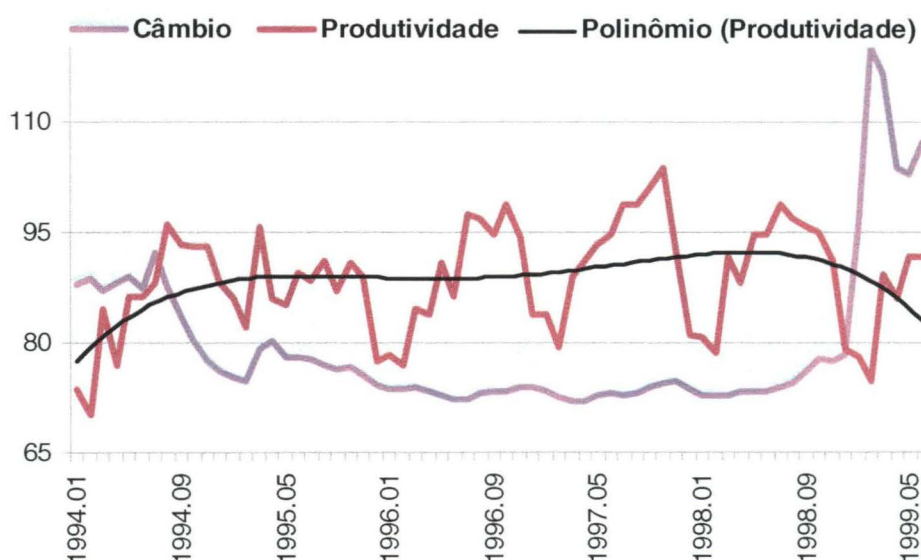
Bresser em sua teoria explica que um país que adota uma política de crescimento baseado na poupança externa está sujeito à passagem de três estágios: o primeiro é a substituição da poupança interna pela poupança externa (advindo de grandes déficits nas transações correntes), o segundo é a dependência financeira que o país passa a ter, de forma a aceitar as políticas determinadas pelo país credor, e o terceiro estágio é a crise em si, uma vez que o nível de endividamento deste país muito alto e os credores passam a suspender a rolagem da dívida, onde o país passa a perder suas reservas e entrar numa grande crise. Vários países latino-americanos passaram por estes estágios. O Brasil não foi diferente, porém antes de chegar à crise, conseguiu mudar as estratégias econômicas e escapar por pouco da crise

econômica para a qual estava caminhando. E mesmo com esta estratégia da poupança externa, o nível de crescimento econômico foi muito baixo.

Este comportamento também está relatado na teoria de Thirlwall de crescimento limitado pelo Balanço de Pagamentos, onde o país deve apresentar um nível de crescimento econômico compatível com seu balanço de pagamentos, de modo que o próprio balanço de pagamentos pode ser utilizado como um limitador do crescimento da demanda. Além disso Thirlwall explica que relação entre crescimento econômico e restrição externa combina elementos de variações na demanda interna e externa e os efeitos que estas variações exercem sobre a balança de pagamentos, através dos coeficientes estruturais de exportação e importação. Thirlwall defende ainda dois pontos benéficos das exportações: o fato das exportações ser um importante componente da demanda autônoma em um sistema econômico e o fato que as exportações são o único meio de custear as importações visando um crescimento econômico.

Desta maneira, percebe-se, de certo modo, que o baixo crescimento econômico brasileiro pode ser compreendido também a partir das teorias de Bresser e Thirlwall. Abaixo segue o Gráfico 10 que mostra a relação entre o crescimento da indústria geral e o comportamento da taxa de câmbio.

**Gráfico 10: Relação entre o Índice Real da Taxa de Câmbio (2005 = 100) e o índice da Produção da Indústria Geral (2002 = 100) no período de 1994 a 1999.**



Fonte: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEADATA)

A partir do Gráfico 10, ao se desconsiderar as variações sazonais (a queda da produtividade nos primeiros meses do ano e o aumento da produção nos meses seguintes) percebe-se que a produção industrial não apresentou quase nenhuma evolução ao longo dos anos. Ao se traçar a linha de tendência polinomial no gráfico, percebe-se que a produção industrial brasileira permaneceu quase que estagnada. Com relação ao câmbio, percebe-se que este também não teve nenhuma grande variação e permaneceu valorizado durante quase que todo este período.

Abaixo seguem os valores percentuais de crescimento do PIB durante este período.

**Tabela 4: Crescimento Percentual do PIB no período de 1994 a 1999.**

Ano	Taxa de Crescimento PIB (% a.a.)
1994	5,9
1995	4,2
1996	2,7
1997	3,3
1998	0,2
1999	0,8

Fonte: BACEN

Em relação ao PIB, percebe-se que a partir de 1994 houve uma expressiva redução no nível de crescimento, sendo que em 1998 o país apresentou um índice de crescimento de 0,2%, ou seja, o crescimento econômico praticamente se estagnou neste ano. E mesmo após o pífio resultado do comportamento econômico de 1998, o ano de 1999 também foi marcado por um índice de crescimento inferior a 1%.

Após a análise de todos estes dados, torna-se evidente que a política de câmbio valorizado teve uma grande influência nos déficits das transações correntes e da balança comercial, e que estes por sua vez, repercutiram para um baixo nível do crescimento econômico brasileiro. Desta maneira, neste período, a constante apreciação cambial ao longo dos anos teve de uma certa maneira uma influência limitadora no nível de crescimento do Brasil.

### 3.3 Política cambial na década de 2000

Após a constante deterioração dos fundamentos macroeconômicos pela qual a economia brasileira veio apresentando no período de 1994 a 1999, inicia-se uma certa desconfiança da política de apreciação cambial. Principalmente após os péssimos números apresentados no ano de 1998 e 1999, como o aumento dos déficits em transações correntes, déficits na balança comercial, aumento da dívida externa, desemprego e baixíssimo crescimento do PIB. Além disso, vários países que adotaram essa estratégia de crescimento com câmbio valorizado e dependência de poupança externa, entraram em profundas crises em virtude de seu baixo crescimento, aumento da dívida pública e déficit nas transações correntes.

Outras questões atenuaram a descrença pela manutenção da política de câmbio apreciado, como a crise russa, onde o Brasil registrou uma perda de reservas em torno de US\$ 30 bilhões, algumas restrições ao Banco Central brasileiro impostas pelo FMI (como por exemplo o limite mínimo de reservas de US\$ 20 bilhões) e saídas de capital de bancos, investidores estrangeiros e residentes no mercado financeiro brasileiro.

Com este cenário o sistema de câmbio fixo estava condenado, até mesmo porque o governo brasileiro temia a ocorrência de uma crise no sistema financeiro e na economia brasileira. No entanto o governo tinha um certo receio em abandonar o sistema de câmbio fixo, que era a volta do processo inflacionário.

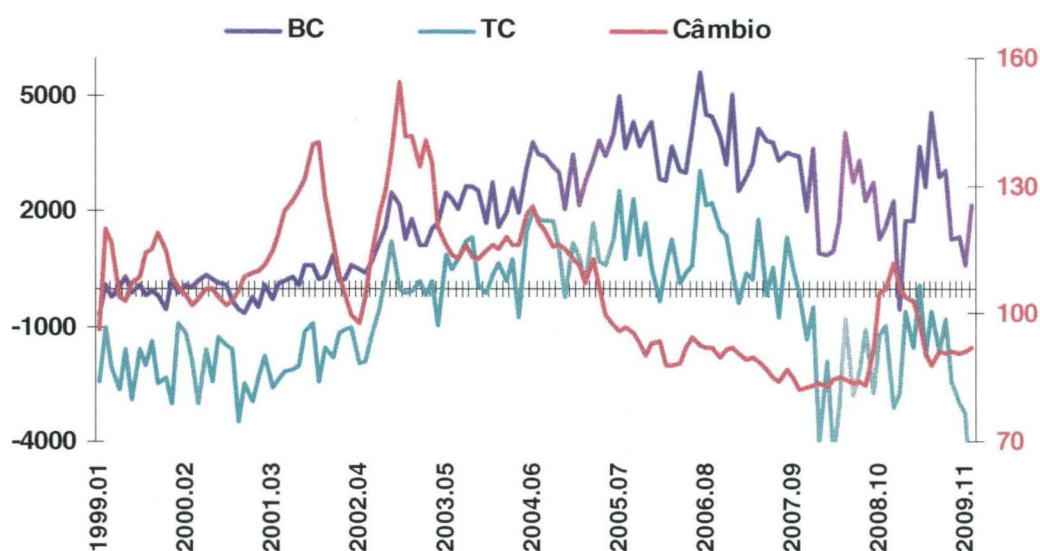
Mas foi no ano de 1999 que o governo passa definitivamente então abandonar o sistema de bandas cambiais (com o câmbio fixo e valorizado) e passa a adotar o sistema de câmbio flutuante. O impacto foi imediato, e o câmbio chega a ter uma desvalorização nominal na ordem de 70%. Ainda neste ano foi criado o Comitê de Política Monetária (Copom) com o objetivo de estipular uma meta para a taxa básica de juros (Selic) a fim de evitar que uma pressão cambial se transformasse em processo inflacionário e ainda também diminuir o processo especulativo em torno da taxa de câmbio. Em 1999 também foi adotado o Sistema de Metas de Inflação, de maneira que o Banco Central utiliza, basicamente, a taxa de juros como instrumento para o cumprimento da meta estipulada.

Estas mudanças nas políticas governamentais rapidamente influenciaram o desempenho do setor externo brasileiro. Abaixo segue o Gráfico 11 que mostra a evolução da taxa de câmbio, do saldo da balança comercial e transações correntes no período de 1999 a 2009.

Nota-se que houve uma constante desvalorização cambial a partir de 99 até 2002 a fim de saldar os profundos déficits em transações correntes e do saldo da balança comercial.

Mesmo a valorização cambial após 2002 foi ainda muito distante do nível de apreciação cambial no período do câmbio fixo (94 a 99). Desta maneira, a primeira década do ao 2000 foi marcada pelo incentivo as exportações, a volta do superávit primário e pela quitação das contas de TC e BC.

**Gráfico 11: Relação entre a variação da Balança Comercial (US\$ milhões), Transações Correntes (US\$ milhões) e o Índice Real da Taxa de Câmbio (2005 = 100), no período de janeiro de 1999 a 2009.**

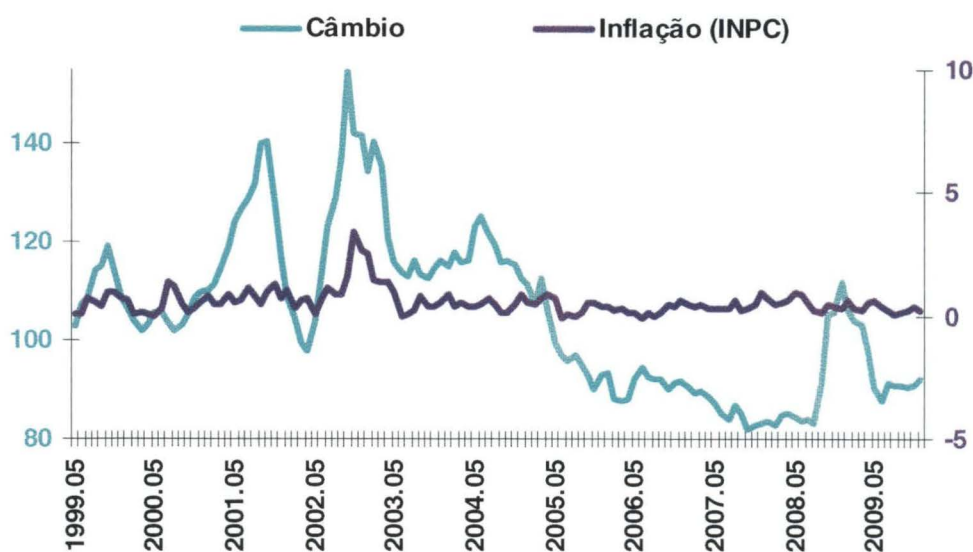


Fonte: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEADATA)

Com relação a inflação, após a criação do sistema de Metas de Inflação, este problema foi controlado. Com este sistema o governo demonstrou aos agentes um certo empenho e preocupação ainda com a questão da inflação. Desta maneira este sistema de metas utiliza-se de políticas monetárias, através da taxa de juros, para conter o avanço inflacionário. Assim sendo quando o a inflação estiver acima da meta, o Conselho Monetário aumenta a taxa de juros, a fim de contrair o nível de investimento, gastos e conter demanda e o nível de preços, e quando a inflação estiver abaixo, há a possibilidade de abaixar a taxa de juros a fim de estimular a demanda.

Segue abaixo o Gráfico 12 que mostra a relação entre câmbio e inflação neste período recente. Nota-se que a inflação se manteve quase que estável apenas sofrendo pequenas variações que são normais para qualquer economia emergente.

**Gráfico 12: Relação entre a variação do Índice Real da Taxa de Câmbio (2005 = 100) e da Inflação (INPC) no período de 1999 a 2009.**



Fonte: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEADATA)

O primeiro pico da desvalorização cambial em 2001, por exemplo, não teve praticamente nenhuma influência na taxa de inflação. Já o segundo grande pico da desvalorização cambial em 2002 gerou um pequeno e passageiro aumento da inflação. Porém cabe destacar que houve outros fatores conjunturais que também contribuíram para este comportamento. Por exemplo, o segundo semestre de 2002 foi período de eleições presidenciais aonde se escolheria o sucessor do então presidente Fernando Henrique Cardoso, mentor do Plano Real e duas vezes presidente da República. Neste ano o candidato da situação apoiado por FHC perde as eleições para o candidato do partido da oposição Luiz Inácio Lula da Silva. Como uma das grandes conquistas dos oito anos do governo FHC foi o controle da inflação, após a vitória de Lula houve uma certa turbulência econômica culminando com um certo aquecimento do nível inflacionário.

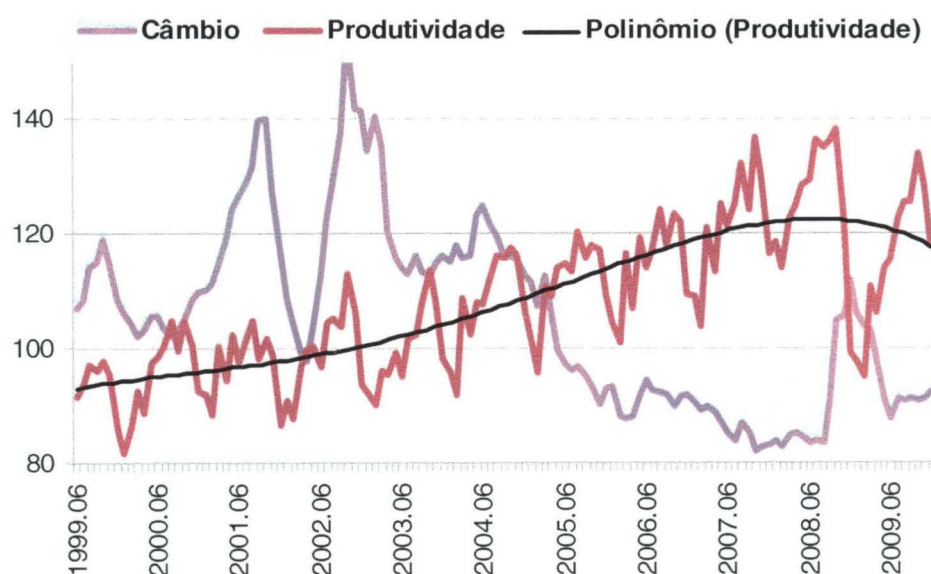
No entanto, após a posse e durante o governo Lula a questão da inflação também foi controlada. A exemplo disso, percebe-se que em 2008 também houve uma considerável desvalorização cambial e esta, novamente, não teve nenhuma influência na taxa de inflação. Ou seja, nestes primeiros anos do terceiro milênio o problema da inflação já não passa mais a ser o grande foco das políticas econômicas.

Um dos pontos principais referentes à economia brasileira neste terceiro milênio foi a retomada do crescimento econômico. Vários fatores contribuíram para esta melhora, mas sem

dúvidas, a mudança da política cambial foi um fator importante para esta retomada. A desvalorização cambial no início dos anos 2000 foi fundamental para o equilíbrio das contas externas, de maneira a gerar saldos positivos na balança comercial após seis anos consecutivos de déficits em seu fechamento anual. As transações correntes também estavam nesta mesma situação, porém somente em 2002, após oito anos de constantes déficits, é que esta conta passa a apresentar saldos positivos. Esta política de adoção do câmbio flexível no início da década e de sua respectiva desvalorização, no primeiro momento, a fim de equalizar as contas externas e não depender mais de poupança externa para seu crescimento, foi fundamental para a economia brasileira evitar uma crise econômica que assolou vários países da América Latina e da Ásia que também adotaram a política de crescimento com poupança externa e câmbio apreciado.

Abaixo segue o Gráfico 13 que mostra a relação entre a taxa de câmbio e a produção geral da indústria durante este período de 2000 a 2009.

**Gráfico 13: Relação entre o Índice Real da Taxa de Câmbio (2005 = 100) e da Produção Geral da Indústria Brasileira (2002 = 100) no período de 1999 a 2009.**



Fonte: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEADATA)

Percebe-se que com a grande desvalorização cambial a partir de 1999, a indústria passa a apresentar uma tendência de crescimento da produtividade, salvo as altas e baixas sazonais durante os anos (baixa nos primeiros meses do ano, e alta nos meses seguintes). E pode-se perceber também que após a valorização cambial em meados de 2005, a linha de

tendência (polinômio) da produtividade da indústria passa a apresentar uma desaceleração. Esta desaceleração da indústria pode-se associar a queda das exportações e sua respectiva participação no PIB, conforme a Tabela 5 demonstra, em virtude da apreciação cambial no período. Já a brusca queda da produtividade em 2008 se deu devido a grande crise dos Estados Unidos que acabou repercutindo nas economias do mundo inteiro.

Em linhas gerais, este crescimento econômico do período se deve, em partes, a melhora da competitividade das indústrias brasileiras no mercado internacional, uma vez que a desvalorização do câmbio contribui para o barateamento dos produtos no exterior. Desta maneira as exportações crescem de modo a contribuir para o crescimento econômico brasileiro. Este crescimento impulsionado pelas exportações pode ser notado na tabela 6, que mostra a participação das exportações no PIB brasileiro.

**Tabela 5: Participação das Exportações no PIB e Índice Real do Câmbio no período de 1998 a 2009.**

Ano	Participação Exportações PIB (%)	Índice do Câmbio (2005=100)
1998	6,9	74,77
1999	9,4	110,57
2000	9,9	104,97
2001	12,2	124,25
2002	14,1	121,27
2003	14,9	120,59
2004	16,4	117,87
2005	15,1	99,93
2006	14,3	91,24
2007	13,3	86,26
2008	13,7	90,55
2009	11,2	94,78

Fonte: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEADATA)

Fica claro que a partir de 1999 com a mudança do sistema de bandas, onde segundo visão de Bresser o câmbio se manteve fixo e valorizado, para o sistema de câmbio flexível, ocorreu-se a desvalorização do câmbio de modo que as exportações voltam a crescer e a impulsionar o crescimento econômico, de modo que a participação das exportações no PIB salta de 6,9% em 1998 para 16,4% em 2004.

Com a adoção do sistema de câmbio flexível e desvalorizado, o aumento das exportações se deu de forma exponencial, a fim de equalizar as contas externas e contribuir para o crescimento do Brasil. Desta maneira a teoria de Mundell-Flemming se torna, de certa forma, aplicável uma vez que ele expõe que a taxa de câmbio real passa a ser também uma das determinantes no nível de demanda agregada. Qualquer depreciação no câmbio faz com que o país em questão se torne mais competitivo, barateando seus produtos em relação ao resto do mundo. Este fato gera um aumento nas exportações e por consequência aumenta-se também sua demanda agregada (nível de renda).

Bresser também crítica a política de crescimento com poupança externa e a política de câmbio apreciado. Ele expõe que crescer com poupança externa pode levar ao grande endividamento externo que se torna prejudicial ao crescimento no longo prazo. Além disso, esta política leva a uma apreciação cambial que resulta em problemas nas contas externas que podem culminar com uma crise do sistema financeiro. Ele defende então que a desvalorização do câmbio e o incentivo a poupança interna são fatores fundamentais para o crescimento econômico sustentável no longo prazo.

Por fim segue abaixo a Tabela 6 que mostra as taxas de crescimento real do PIB no período de 1998 a 2008 juntamente com desempenho da Formação Bruta de Capital Fixo e o Saldo da Balança Comercial.

**Tabela 6: Crescimento do PIB, Formação Bruta de Capital Fixo e Balança Comercial do Brasil no período de 1998 a 2008.**

Ano	Crescimento Real do PIB (%)	Formação Bruta de Capital Fixo R\$ (milhões)	Balança Comercial US\$ (milhões)
1998	0,2	166.174,06	-6.574,50
1999	0,8	166.746,36	-1.198,87
2000	4,3	198.151,00	-697,7475
2001	1,3	221.772,00	2.650,47
2002	2,7	242.162,00	13.121,30
2003	1,1	259.714,00	24.793,92
2004	5,7	312.516,00	33.640,54
2005	3,2	342.237,00	44.702,88
2006	4,0	389.328,00	46.456,63
2007	5,4	464.137,00	40.031,63
2008	4,7	560.892,60	24.835,75

Fonte: IBGE e IPEADATA

O governo brasileiro adota políticas econômicas que justamente respondem as críticas que Bresser faz em relação a política de dependência de poupança externa e desestímulo a poupança interna. A volta ao câmbio desvalorizado contribuiu para o Brasil aumentar as exportações e gerar divisas sem depender mais de poupança externa, conforme mostra a coluna da Balança Comercial. Após o ano 2000 o Brasil já passa a gerar saldos positivos na BC e deixa de depender de recursos externos para financiar as contas nacionais. Juntamente com isso a poupança interna representada pelo campo Formação Bruta de Capital Fixo, passa a ser estimulada de maneira que sai de um nível de quase estagnação dos anos 1998 e 1999 e passa a apresentar constantes taxas de crescimento. E é justamente essa substituição de poupança externa pela interna que Bresser defende para um crescimento econômico saudável. E é com este conjunto de políticas, que o Brasil passa então a retomar o crescimento econômico e apresentar aumentos nas taxas reais do PIB a partir de 2000.

Concluindo, percebe-se que após a mudança da política cambial de câmbio fixo para variável, ocorre a desvalorização cambial, e o Brasil passa a apresentar um grande aumento das exportações. Estes constantes superávits contribuíram, entre outras razões, para saldar as contas externas e retomar saldos positivos nas transações correntes e balança comercial. Desta maneira o Brasil deixa de depender de poupança externa, passa a gerar divisas por si só e a incentivar a poupança interna. E é com este conjunto de medidas, que o Brasil passa então a sair da quase estagnação do período de 1994 a 1999, com adoção do câmbio fixo e sobrevalorizado, para apresentar razoáveis taxas de crescimento com a política do câmbio flexível e em sua maior parte do período com o câmbio desvalorizado.

#### 4. CONCLUSÃO

Após a análise do comportamento da economia brasileira durante o período de 1980 a 2009, percebe-se que, em alguns momentos, de fato o câmbio teve uma certa relação com o nível de crescimento do país. Em determinados anos esta relação se deu de forma mais direta, já em outros repercutiu de maneira mais branda. O fato é que durante este período a política cambial foi utilizada inúmeras vezes a fim de obter resultados distintos de acordo com a conjuntura econômica da época. No entanto é com as relações externas que a política cambial teve uma maior relação e influência.

No período de 1980 a 1994 nota-se que a política cambial deste período se deu de maneira bastante confusa, de modo que o governo utilizou tanto políticas de câmbio fixo, de câmbio flexível como também flutuações sujas. Esta alternância de estratégias políticas e governamentais é de certa maneira compreensível pelas diversas dificuldades econômicas que o país enfrentou neste período. Assim sendo, o comportamento do câmbio foi ditado ora pela necessidade de pagamento da dívida externa (através da geração de superávits como forma de obtenção de divisas) e ora pela necessidade de combate a inflação. Desta forma percebe-se que este período foi marcado pela constante oscilação do câmbio e das políticas cambiais na tentativa de oferecer soluções para estes dois problemas econômicos. No entanto, estes objetivos são antagônicos, pois o câmbio desvalorizado para aumentar divisas contradiz a necessidade de câmbio valorizado para combater a inflação. Desta maneira, a década de 80 e o início dos anos 90 foram marcados pela alternância destes dois objetivos contraditórios.

Já os anos de 1994 a 1999 a política cambial muda drasticamente e o Brasil passa a adotar o sistema de bandas cambiais, onde o câmbio se manteve praticamente fixo e em um nível, segundo visão de Bresser, muito apreciado, a fim de combater o processo inflacionário. Desta maneira notou-se que esta política de câmbio valorizado teve uma grande influência na queda das transações comerciais com o resto do mundo e também nos expressivos déficits das transações correntes e da balança comercial. De fato o problema inflacionário tinha se resolvido, no entanto a combinação das políticas adotadas na época repercutiram para um baixo nível do crescimento econômico, uma dependência de recursos internacionais (poupança externa) e um aumento da dívida interna brasileira. Desta maneira a constante apreciação cambial ao longo dos anos teve, de uma certa maneira, uma influência limitadora no nível de crescimento do Brasil, onde no ano de 1998 o nível de crescimento real do PIB atinge o mísero nível de 0.2%.

A partir de 1999 verificou-se a extrema necessidade de depreciar o câmbio, quitar os constantes déficits das contas de transações correntes e da balança comercial brasileira e retomar o crescimento. Com este cenário o governo decide abandonar o sistema de bandas cambiais (câmbio fixo e apreciado) e decide adotar o sistema de câmbio flexível, desvalorizando o câmbio num patamar de 70% já nos primeiros meses do novo sistema. Esta medida tornou-se quase que a única alternativa antes do sistema financeiro brasileiro entrar em uma profunda crise, a exemplo de vários países latinos e asiáticos que utilizaram a mesma política de crescimento com poupança externa e câmbio apreciado durante a década de 90. A partir da desvalorização cambial, do incentivo as exportações e dos constantes superávits nas contas de transações correntes e balança comercial, a economia brasileira passa a se aquecer e apresentar bons níveis de crescimento, sem depender mais do capital externo.

Assim sendo, conclui-se que de fato a política cambial é uma ferramenta muito importante para qualquer economia, uma vez que ela impacta diretamente nas relações externas e comerciais. A partir dela pode-se tomar decisões que possuem grande influência sobre o nível de demanda e renda, que conseqüentemente afetam diretamente o nível de crescimento econômico. Esta relação pode ser exemplificada com o próprio comportamento econômico brasileiro dos últimos anos, conforme demonstrado neste projeto.

## 5. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- BACEN – Banco Central Do Brasil. <<http://www.bc.gov.br>> Acesso em junho de 2010.
- BAER, W. “**A retomada da inflação no Brasil**” Revista de Economia Política, vol 7. nº 1, Jan/Mar 1987.
- CASTRO, L. B. **Economia Brasileira Contemporânea 1945-2004**. Rio de Janeiro: Campus, 2004.
- DORNBUSCH, R. “**Depois da reforma**” Conjuntura Econômica, Rio de Janeiro, vol. 40, nº 4, Abr 1986.
- FLEMING, J. M. “*Domestic Financial Politics under Fixed and under Floating Exchange Rates*” *Staff Papers International Monetary Fund*, Washington. Nov 1962.
- GREMAUD, A. P., VASCONCELLOS, M. A. S., JÚNIOR, R. T. **Economia Brasileira Contemporânea**. São Paulo: Atlas, 2007.
- HICKS, J. R. Mr. “*Keynes and the “Classics”: A Suggest Interpretation*”, *Econometrica*, vol. 5 nº 2, Apr 1937
- IBGE - **Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística**. <<http://www.ibge.gov.br>> Acesso em junho de 2010.
- IPEA – Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada. <<http://www.ipea.gov.br>> Acesso em junho de 2010.
- MUNDELL, R. A. “*The Monetary Dynamics of International Adjustment under Fixed and Flexible Exchange Rates*” *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 74 nº 2, May 1960.
- MUNDELL, R. A “*The Appropriate use of Monetary and Fiscal Policy under Fixed and Exchange rates*” *Staff Papers, International Monetary Fund*, Washington, Mar 1962.
- PEREIRA, L. C. B. “**A Fragilidade que nasce da dependência da poupança externa**”, Valor 1000, Set 2001.
- PEREIRA, L. C. B. **Desenvolvimento e Crise no Brasil: 1930 – 2003**. São Paulo: Editora 34, 2003.
- PEREIRA, B. **Macroeconomia da Estagnação**. São Paulo: Editora 34, 2007.
- THIRLWALL, A. P. *Reflections on the concept of Balance of Payments Constrained Growth*. *Journal of Post Keynesian Economics*, vol 19 nº 3, 1997.
- THIRLWALL, A. P. **A Natureza do Crescimento Econômico: Um referencial alternativo para compreender o desempenho das nações**. Brasília: IPEA, 2005.