

UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ
JANE DE MORAES ILHA DAL NEGRO

**A INFLUÊNCIA DA TAXA DE CÂMBIO NO DESEMPENHO DA ECONOMIA
BRASILEIRA APÓS A IMPLANTAÇÃO DO PLANO REAL**

Artigo apresentado como requisito parcial à conclusão do Curso de Ciências Econômicas, Setor de Ciências Sociais Aplicadas, Universidade Federal do Paraná.

Orientador: Prof. Dr. Luciano Nakabashi

CURITIBA

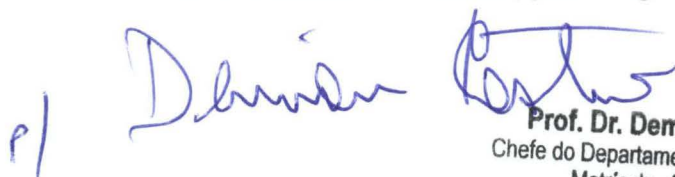
2011

TERMO DE APROVAÇÃO

JANE DE MORAES ILHA DAL NEGRO

A INFLUÊNCIA DA TAXA DE CÂMBIO NO DESEMPENHO DA ECONOMIA BRASILEIRA APÓS A IMPLANTAÇÃO DO PLANO REAL

Dissertação aprovada como requisito parcial para a obtenção do grau de Bacharel no curso de Graduação em Ciências Econômicas, Setor de Ciências Sociais Aplicadas da Universidade Federal do Paraná, pela seguinte Banca Examinadora:



Prof. Dr. Demian Castro
Chefe do Departamento de Economia
Matrícula nº 134910

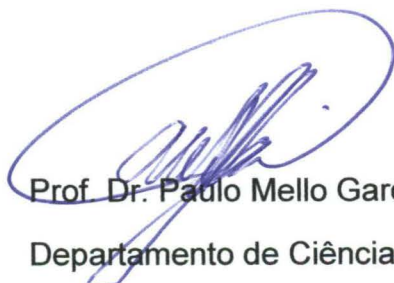
Orientador: Prof. Dr. Luciano Nakabashi

Departamento de Ciências Econômicas, UFPR



Prof. Dr. Armando Vaz Sampaio

Departamento de Ciências Econômicas, UFPR



Prof. Dr. Paulo Mello Garcias

Departamento de Ciências Econômicas, UFPR

AGRADECIMENTOS

Agradeço a Deus por me amar.

“Se Deus fosse agraciado com o prêmio Nobel pela invenção do organismo Humano, não seria em Medicina, mas em Economia.”
M. Santa Clara

Resumo

O presente trabalho mostra a influência da taxa de câmbio sobre o desempenho da economia brasileira após a implantação do Plano Real. Para isso é realizada uma revisão bibliográfica dos principais regimes cambiais que a teoria apresenta relacionando-as com as abordagens que tratam da escolha da taxa de câmbio e sua influência sobre o desempenho econômico: âncora nominal e metas reais que são descritas na literatura de Max Corden; e a da taxa de câmbio como instrumento de desenvolvimento econômico, principalmente na literatura de John Williamson. As duas primeiras abordagens são visíveis a partir da implantação do plano real, em 1994, com uma taxa de câmbio fixa auxiliando no controle da inflação, e com a mudança para um regime de câmbio flutuante após 1999 para conter a crise de balanço de pagamentos. Verifica-se que a terceira abordagem não tem sido o foco da política cambial brasileira tendo em vista os efeitos negativos sobre o PIB, a dependência de capitais estrangeiros de curto prazo e indisciplina fiscal, inviabilizando uma política cambial com foco no desenvolvimento econômico.

Palavras chaves: Taxa de câmbio. Regimes cambiais. Abordagens. Âncora nominal. Metas Reais. Desenvolvimento Econômico. Plano Real. Economia Brasileira.

Abstract

The present work shows the influence of exchange rate on the performance of the Brazilian economy after the Real Plan. For it is performed a literature review of major exchange rate regimes that the theory shows, relating them to the approaches that deal with the choice of exchange rate and its influence on economic performance: a nominal anchor and real targets that are describe in the literature of Max Corden, and the exchange rate as an instrument of economic development, especially in the literature of John Williamson. The first two approaches are visible from the implementation of the Real Plan in 1994, with a fixed exchange rate would help control inflation, and the shift to a floating exchange rate regime after 1999 to contain the crisis of balance of payments. It appears that the third approach has not been the focus of the Brazilian exchange rate policy in light of the negative effects on GDP, dependence on foreign capital and short – term fiscal discipline, preventing an exchange rate policy with a focus on economic development.

Key Words: Exchange Rate. Exchange rate regimes. Approaches. Nominal anchor. Real Targets. Economic development. Real Plan. Brazilian Economy.

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	8
2 OS REGIMES CAMBIAIS	10
2.10 REGIME DE CÂMBIO FIXO	10
2.2 O REGIME DE CÂMBIO FLUTUANTE	12
2.3 REGIMES CAMBIAIS INTERMEDIÁRIOS	13
3 AS ABORDAGENS PARA A ESCOLHA DA TAXA DE CÂMBIO	14
3.1 A ABORDAGEM DA ÂNCORA NOMINAL	16
3.2 A ABORDAGEM DAS METAS REAIS	18
3.3 A ABORDAGEM ALTERNATIVA: A TAXA DE CÂMBIO COMO INSTRUMENTO DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO	20
4 A INFLUÊNCIA DA TAXA DE CÂMBIO NA ECONOMIA BRASILEIRA A PARTIR DO PLANO REAL	25
4.1 A TAXA DE CÂMBIO E O CRESCIMENTO ECONÔMICO NO INÍCIO DO PLANO REAL	26
4.2 A TAXA DE CÂMBIO E O CRESCIMENTO ECONÔMICO DE 1999 A 2008	31
5 A ECONOMIA BRASILEIRA PÓS PLANO REAL: A TAXA DE CÂMBIO E O CRESCIMENTO ECONÔMICO	35
6 CONSIDERAÇÕES FINAIS	36
7 REFERÊNCIAS.....	39

1 INTRODUÇÃO

O câmbio pode ser considerado um elemento chave para a formulação de políticas econômicas. Portanto, verifica-se a necessidade de definição de objetivos que deverão ser alcançados por uma política cambial, que, em coordenação com outras políticas macroeconômicas, traria um conjunto de resultados de curto e longo prazo.

Desde a eliminação do Sistema Breton Woods, muitos regimes cambiais, com os mais variados objetivos, foram adotados. A decisão sobre qual deve ser o objetivo da política cambial e como coordená-la tem sido um dos grandes desafios das economias emergentes como, por exemplo, o Brasil.

O Brasil em 1994 implantou o Plano Real com objetivo de controlar os altos níveis de inflação. Desde então, três regimes de câmbio foram adotados. O primeiro, regime de âncora cambial, foi, segundo Soares (2006) a terceira fase da implantação do Plano. A primeira foi o rápido ajuste fiscal e a segunda fase, a reforma monetária, sendo que ambas não são objetivos desse trabalho.

O primeiro regime se estendeu até março de 1995. No entanto, com o surgimento dos primeiros sinais de problemas na economia com o novo Plano e as crises externas (mexicana e russa), a âncora cambial não era a mais adequada. A política cambial precisou de novas medidas para ser conduzida e passou para um regime de bandas cambiais, porém o processo de apreciação cambial permaneceu contínuo até 1998, quando a economia sofre de uma crise de Balanço de Pagamentos e o Real se desvaloriza. Em 13 de janeiro de 1999 a política cambial passa a se basear em um regime de câmbio flutuante.

A definição dos objetivos das políticas cambiais é discutida nas literaturas de Corden (1993) e de Williamson (2003). Corden (1993) destaca a abordagem da âncora nominal e das metas reais para a escolha da política cambial. Williamson apresenta a abordagem da taxa de câmbio como estratégia para o desenvolvimento. Resumidamente, segundo Araújo (2008), a primeira abordagem de Corden (1993) considera a estabilidade de preços; enquanto a segunda abordagem explica que a taxa de câmbio deve ser utilizada como instrumento para que o país atinja o

equilíbrio macroeconômico. Segundo Williamson (2003) a taxa de câmbio competitiva é uma variável importante para o crescimento econômico das economias emergentes. Eichengreen (2008) é citado para explicar as vias pelas quais o crescimento das exportações favorece o crescimento econômico.

O objetivo do presente trabalho é realizar uma revisão bibliográfica dos regimes cambiais e das teorias que tratam da influência da taxa de câmbio sobre o desempenho econômico, além de relacionar essas teorias com os diferentes regimes cambiais adotados na economia brasileira após a implantação do Plano Real. Para isso, primeiramente procura-se, entender os principais regimes cambiais que a teoria econômica apresenta: regime de câmbio fixo, câmbio flutuante e os regimes cambiais intermediários. Em seguida são descritas as principais abordagens para a escolha da política cambial. Tendo em vista esse aparato teórico, o trabalho explora as influências das políticas cambiais no crescimento da economia durante dois períodos: de 1994 ao final de 1998, que seria o início do Plano Real até a transição para o regime de câmbio flutuante baseado em bandas cambiais; e de 1999 em diante em que o atual regime de câmbio, flutuante, é adotado. Por fim faz-se uma revisão de trabalhos que argumentam que a moeda brasileira permaneceu, apreciada, na maior parte do tempo com consequências sobre o desempenho econômico brasileiro. Ou seja, houve controle da inflação, mas o desempenho da economia brasileira foi afetado de forma expressiva pela apreciação cambial devido aos seus efeitos negativos sobre os principais componentes do PIB (investimento, emprego, salários e exportações) com aceleração dos fluxos de capitais, contribuindo para a taxa de câmbio e redução dos níveis das exportações, grande aumento das importações e fortes déficits em conta corrente. Esse cenário, dos primeiros anos do Plano Real, foi inevitável para a transição do regime de câmbio fixo para o regime de câmbio flutuante (com administração).

Além da presente introdução, o trabalho está dividido em quatro capítulos. O primeiro apresenta os regimes cambiais. O segundo apresenta as abordagens para a escolha da taxa de câmbio. O terceiro aborda os dois períodos do Plano Real e os resultados que as políticas cambiais alcançaram para a economia. Finalmente, o quarto capítulo aborda as questões relativas à taxa de câmbio e o crescimento da economia brasileira após a implantação do Plano Real.

2 OS REGIMES CAMBIAIS

O câmbio é um dos preços básico da economia. A taxa de câmbio nominal é definida como a capacidade de compra de uma moeda estrangeira e o poder de compra dos agentes de um país.

Políticas cambiais são definidas através de regimes de câmbio que variam conforme o objetivo da política. Em 1944, as conferências de Bretton Woods buscavam um consenso para evitar uma nova depressão pós-guerra e maior estabilidade econômica mundial. As ações dos países deveriam ser conjuntas, pois apenas domesticamente não seria suficiente para conter uma depressão. Fazia-se necessário que os países prosseguissem com o crescimento econômico através de um novo sistema monetário e cambial internacional. No entanto, após a implantação desse acordo, muitas crises ocorreram, o sistema de Bretton Woods foi eliminado e muitos outros foram adotados. Decidir qual é o melhor tem sido um dos grandes desafios dos gestores de política econômica.

2.1 O REGIME DE CÂMBIO FIXO

O foco do regime de câmbio fixo é manter, constantemente, a paridade entre a moeda doméstica e estrangeira. A manutenção dessa paridade ocorre através de intervenções na oferta e na demanda das divisas estrangeiras. Porém, como destaca Modenesi (2005), o regime de câmbio totalmente fixo é uma situação hipotética, pois não foi adotado de forma completa em nenhum país.

Considerando que o câmbio seja uma relação entre uma unidade de moeda doméstica em relação às unidades de moeda estrangeira, a mecânica do regime de câmbio fixo pode ser visualizada no Gráfico 1. A taxa de câmbio e^* é a taxa de equilíbrio que deve ser fixa. Caso a taxa de câmbio seja fixada em um nível abaixo da taxa de equilíbrio, e^1 (câmbio desvalorizado), haverá um excesso de demanda por divisas. Para evitar que a taxa de câmbio se eleve (valorize), o Banco Central deve vender suas reservas monetárias, suprimindo, assim, o excesso de demanda.

Agora, se a taxa de câmbio for fixada em um nível acima da taxa de equilíbrio, e^2 (a moeda é sobrevalorizada), haverá um excesso de oferta por divisas. Para evitar que a taxa de câmbio caia, o Banco Central deve comprar reservas, absorvendo o excesso de oferta.

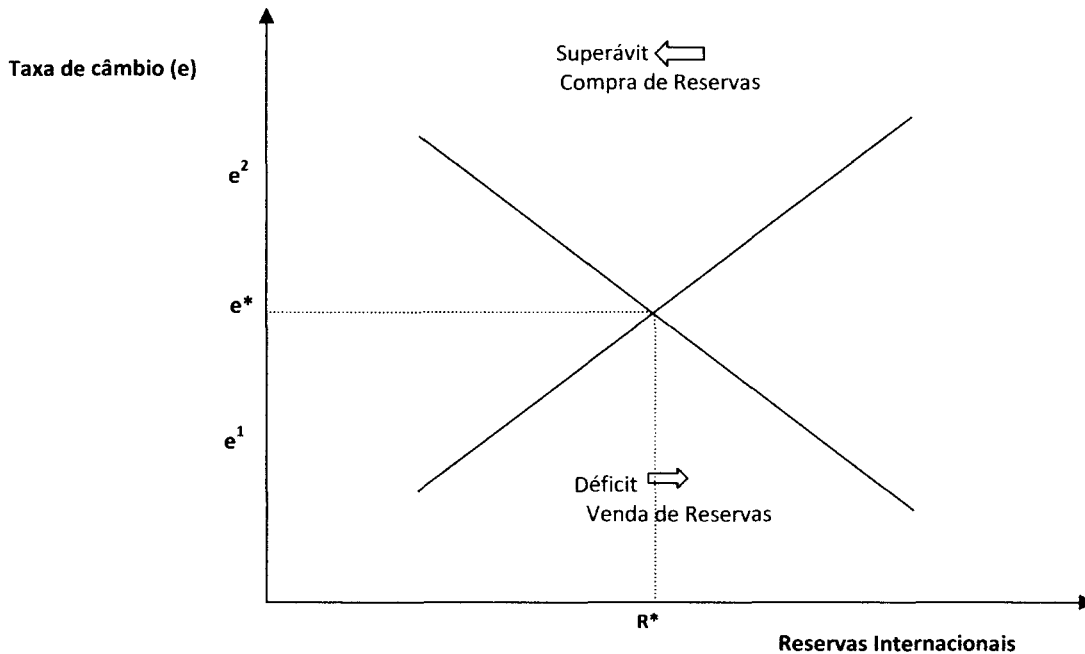


Gráfico 1 – Sistema de taxa de câmbio fixa. Fonte: Modenesi (2005)

Alguns dos impactos desse regime estão relacionados ao comportamento das reservas internacionais. Essas reservas devem ser ajustadas de acordo com os fluxos de capitais estrangeiros, registrados no balanço de pagamentos. Uma das formas de atrair mais divisas estrangeiras seria pela elevação da taxa de juros. A outra forma seria adotar políticas que estimulem as exportações e inibem as importações. Essas opções vão depender das políticas adotadas por cada governo e, pelo exposto, fica claro que para adotar um regime de câmbio fixo tais impactos devem ser considerados.

A principal vantagem desse regime é a credibilidade, que é garantida através da disciplina fiscal e monetária. Outras vantagens são: manter a estabilidade cambial em relação à moeda do país de referência (ao qual o câmbio é fixado); manter uma maior disciplina da política monetária, além de reduzir as expectativas inflacionárias. Também se reduz a incerteza oriunda da alta variabilidade da taxa de câmbio.

2.2 O REGIME DE CÂMBIO FLUTUANTE

O nível de equilíbrio da taxa de câmbio flutuante é determinado pela oferta e demanda de divisas no mercado cambial, como pode ser visto no Gráfico 2. A taxa de câmbio (e^*) procura se ajustar instantaneamente para restaurar o equilíbrio do balanço de pagamentos.

No caso de um déficit no BP, há uma depreciação da moeda doméstica que torna as exportações mais competitivas, além de desestimular as importações. Isso gera um impacto positivo sobre a balança comercial, ou seja, a taxa de câmbio quando está abaixo do seu nível de equilíbrio, e^* , irá se elevar de forma instantânea.

No caso de um superávit em BP, há uma apreciação da moeda doméstica, que torna as exportações menos competitivas e estimula as importações. Isso gera um impacto negativo na balança comercial, ou seja, a taxa de câmbio quando está acima do seu nível de equilíbrio, e^* , reduzirá de forma instantânea. Esse caso, de regime de câmbio flutuante, a taxa de câmbio permanece sempre em equilíbrio.

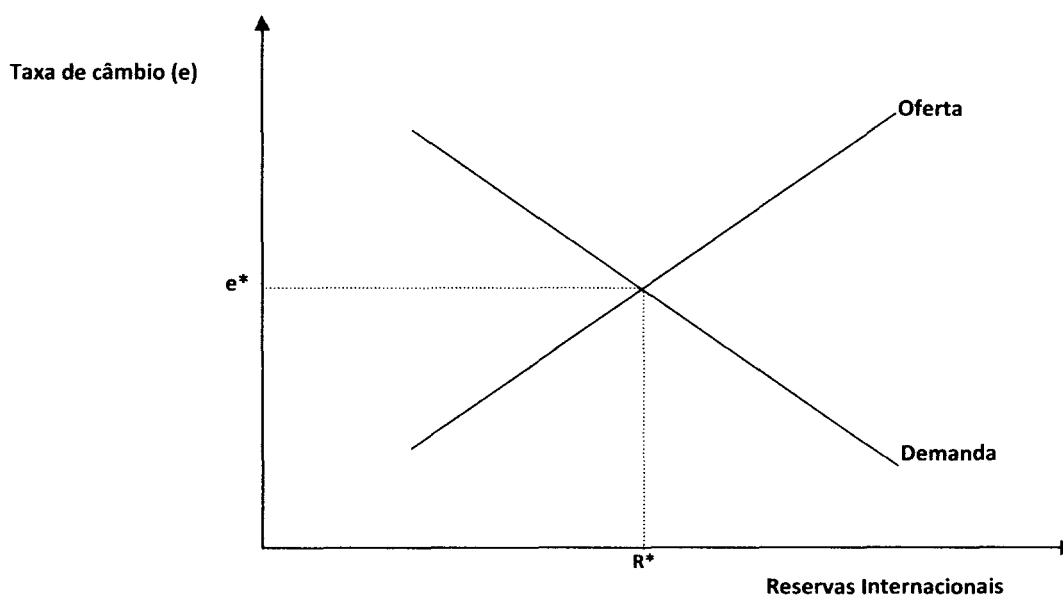


Gráfico 2 – Sistema de taxa de câmbio flutuante. Fonte: Modenesi (2005)

A defesa clássica para esse regime é que a Política Monetária seria independente. Tanto a Política Monetária quanto a Política Fiscal seriam conduzidas

com objetivos de atender o pleno emprego com preços estáveis, crescimento, distribuição equitativa de renda entre outros. Além disso, o país pode se defender de choques externos via alteração do câmbio.

A variação da taxa de câmbio pode ocorrer sem restrições, podendo esterilizar os choques de demanda e corrigir os desequilíbrios do Balanço de Pagamentos. Porém essa flexibilidade gera perda de credibilidade, pois teria menos critério ao formular as políticas monetárias e fiscais. Segundo Velasco (1996), com políticas e instituições adequadas é possível ter credibilidade em um sistema de câmbio flutuante. Para isso, algumas medidas devem ser percebidas: a adoção de uma âncora nominal alternativa à âncora propiciada pela taxa de câmbio nominal, definir o grau de intervenção do Banco Central para evitar flutuações excessivas, porém conforme o Velasco (1996), ainda existe a dificuldade em se definir os fatores determinantes dos movimentos da taxa de câmbio.

2.3 REGIMES CAMBIAIS INTERMEDIÁRIOS

Os regimes de câmbio fixo e o flutuante são considerados como casos hipotéticos, servindo apenas como referência para a decisão do regime a se adotar. O que é aplicado nas políticas cambiais são situações intermediárias a esses regimes.

Corden (2001) explica que os regimes cambiais adotados na prática são variações dos regimes de câmbio fixo e flexível. Ele cita o caso do regime de câmbio fixo, mas ajustável. Nesse regime a taxa de câmbio é inicialmente fixada com forte atrelamento, mas coexistindo com possíveis alterações. Seguindo as abordagens da âncora nominal e das metas reais, o autor explica que o momento da implantação do câmbio fixo, este está relacionado à primeira abordagem já o momento em que ele é alterado, está mais próximo da segunda abordagem. Em casos em que o país sofre de altas taxas de inflação, o câmbio fixo pode ser parte de seu programa de estabilização. Porém a taxa não é totalmente fixa, sendo estabelecida uma regra de variação do câmbio nominal geralmente baseada nas expectativas inflacionárias. Esse regime é conhecido como *crawling peg*. O problema é a questão da

credibilidade, pois os agentes saberão que sempre existirá a possibilidade de desvalorizações reais.

No caso do sistema de banda cambial deslizante, que não possui um comportamento padrão definido. Ele se caracteriza por não haver o comprometimento de manter, constantemente, o ponto central e amplitude da banda que são reajustados dentro de um intervalo de tempo não definidos.

No sistema de minidesvalorizações, o câmbio nominal é reajustado conforme algum indicador, normalmente conforme a diferença entre a inflação interna e a externa. O objetivo é manter a competitividade externa da produção doméstica.

O conselho da moeda é uma entidade formada para definir as regras de emissão da moeda do país. O valor é fixado em termos de uma moeda estrangeira. A dolarização plena ocorre quando a moeda doméstica é substituída por outra moeda com histórico de estabilidade de preços. Assim, após a mudança, a taxa de câmbio entre a moeda que foi substituída e a moeda do país âncora deixa de existir.

Esses regimes intermediários irão variar conforme o objetivo da política cambial de cada país e a necessidade de intervenção pela autoridade monetária.

3 AS ABORDAGENS PARA A ESCOLHA DA POLÍTICA CAMBIAL

A forte integração da economia mundial fez com que ocorrências externas refletissem nas decisões das políticas internas. Essas decisões podem impactar no processo de desenvolvimento dos países. Por isso a taxa de câmbio se torna um instrumento de política econômica em que seus níveis, tanto internamente quanto externamente, são definidos por mudanças dos preços dos bens comercializáveis e dos não comercializáveis¹.

Bens comercializáveis, segundo Canuto (2004), são os que têm potencial para exportação ou para importação. Devido a essa possibilidade, a comparação entre os

¹ Segundo a abordagem do Poder de paridade de compra (PPC), sugere que no longo prazo a taxa de câmbio nominal deve refletir os preços relativos de duas moedas. Ela está baseada na "lei do preço único", segundo a qual, em condições de livre mobilidade de fatores, arbitragem faz com que os preços de um mesmo bem devam ser iguais em dois países. Porém a existência de custo de transporte e as restrições governamentais ao comércio encarecem o comércio e em alguns casos criam produtos não comercializáveis, impossibilitando explicar a abordagem do PPC e a "lei do preço único". Marçal, Pereira e Canuto (2003)

preços deles e de seus concorrentes no exterior é contínua. Os bens que não são comercializáveis, não o são tanto por causa de sua natureza, quanto por seus altos custos de transportes, entre outras restrições. Como exemplo, temos os segmentos de habitação e de energia elétrica.

Conforme o objetivo da política econômica, a taxa de câmbio poderá ser valorizada ou desvalorizada. Conforme Canuto (2004), os processos de valorização cambial que ocorrem principalmente em programas de estabilização econômica, dependerão do comportamento dos bens não comercializáveis, que segundo o autor, não são sujeitos às disciplinas impostas para as importações. Na medida em que os bens não comercializáveis afetarem os custos da produção dos comercializáveis, a competitividade destes será reduzida, caso não se reverta posteriormente a alteração de preços relativos.

O processo de desvalorização, segundo Bresser - Pereira (1997) ocorre com a mudança nos preços relativos entre os bens e serviços comercializáveis e não comercializáveis. O aumento no valor real de compra da moeda estrangeira (desvalorização) é medido pelas mudanças nos preços relativos internos dos bens comercializáveis em relação aos bens não comercializáveis, sendo que estes se tornam relativamente mais baratos, levando a uma melhora na conta de transações correntes supondo que a condição de Marshall Lerner² seja satisfeita

A escolha da política cambial pode influenciar como a política monetária é conduzida, pois conforme o regime cambial, fixo ao flexível, a autoridade monetária terá menor ou maior liberdade para fazer alterações nas reservas internacionais. No caso de choques externos, ou seja, mudanças na conjuntura mundial, principalmente econômica, como recessões em outros países, a política cambial poderá ser alterada afetando principalmente a questão da credibilidade da política adotada.

Historicamente, o aumento dos fluxos de capitais e o aumento da volatilidade cambial contribuíram para que a economia mundial fosse marcada por crises externas e financeiras, com graves conseqüências econômicas e sociais. Conforme

² Se a condição de Marshall - Lerner é satisfeita, isso indica que uma depreciação real da moeda doméstica conduz a uma elevação nas exportações líquidas, ou seja, melhora o saldo da balança comercial tanto pelo estímulo às exportações quanto pela retração das importações. A soma das elasticidades – preço das importações e das exportações deve ser tanto mais superior a 1 quanto mais o déficit inicial for significativo.

Hausmann, Panizza e Stein, *apud Araújo (2008)*, esse contexto destacou a importância do debate em relação às políticas cambiais nos países em desenvolvimento, os quais se caracterizam por baixa credibilidade, dificuldades de acesso aos mercados internacionais, efeitos adversos da volatilidade das taxas de câmbio sobre o comércio internacional, além da maior propensão à dolarização, maior coeficiente de repasse das taxas de câmbio para a inflação, entre outras características.

Os objetivos focados e as políticas adequadas a serem adotadas pelos países em desenvolvimento são algumas das questões discutidas. Dentro dessas duas questões, Max Corden (1993) identifica duas abordagens para a escolha da taxa de câmbio: a abordagem da âncora nominal; e a das metas reais. John Williamson (2003) explora uma abordagem alternativa, a da taxa de câmbio como instrumento de desenvolvimento econômico.

3.1 A ABORDAGEM DA ÂNCORA NOMINAL

Max Corden (1993, 2008), representante do pensamento tradicional³, identifica que uma das formas de conduzir a política cambial é baseada na abordagem da âncora nominal.

Na abordagem da âncora nominal, segundo Araújo (2008), um país fixa a sua paridade nominal a uma moeda de outro país (país âncora). A autora explica que essa estratégia é muito utilizada por países com histórico de inflação elevada. Quando um país adota a estratégia da âncora nominal, ele procura reduzir os seus níveis de inflação, pois a sua taxa de câmbio está ancorada a uma moeda com histórico de estabilidade de preços. A abordagem da âncora nominal pode utilizar o câmbio como âncora, quando se opta por um regime de câmbio fixo, ou o regime de metas de inflação, no caso de um regime de câmbio flexível.

Para que a estratégia atinja o seu objetivo, Corden (2001), enfatiza a necessidade de dois requisitos: o país precisa ter disciplina monetária e credibilidade

³ Araújo (2008) deixa claro que o autor, Max Corden, faz parte da corrente tradicional de pensamento.

no mercado de trabalho. No caso da disciplina monetária, segundo Corden (2001), o país não pode financiar os seus gastos com oferta de moeda. Os gastos governamentais poderiam ser assim financiados caso o aumento da demanda por moeda permitisse alguma expansão da base monetária⁴ sem um declínio nas reservas cambiais. O segundo requisito, é que o país não pode permitir aumentos de salários através da expansão monetária.

Corden (1993) explica que, se os preços dos bens comercializáveis acompanharem os preços dos mesmos bens do país âncora, no caso da escolha de um regime de câmbio fixo, os salários nominais também deverão ser ajustados da mesma forma. Ou seja, essa é a forma de incorporar a inflação do país âncora à economia doméstica. Quando os salários nominais aumentam mais rapidamente, os salários reais também aumentam e se a velocidade desse aumento for maior que a produtividade, Corden (2001) explica que ocorrerá desemprego e quedas nos lucros das empresas. Segundo a explicação do autor, provavelmente os preços dos bens não comercializáveis irão aumentar juntamente com os salários ocorrendo valorização real contínua da taxa de câmbio. Esse comportamento não pode prosseguir continuamente, pois afeta a credibilidade no mercado de trabalho, que é importante para a manutenção da âncora. Se não há expectativa de que a âncora possa ser mantida, não há expectativa de redução da inflação.

Segundo Canuto e Holand (2002), o câmbio como âncora e com credibilidade permite que haja expectativas de redução da inflação e também é uma estratégia de fácil compreensão pelos agentes econômicos. Mas os autores destacam uma desvantagem, perdem-se graus de liberdade quanto às políticas macroeconômicas, que para os autores é a preocupação de muitos governos ao escolherem essa estratégia cambial. Na abordagem da âncora cambial, quando a taxa de câmbio é fixada não existe muito espaço para que ela seja alterada caso necessite. Como por exemplo, em casos de choques externos (monetários e financeiros) contra a moeda doméstica.

Nessa abordagem, os regimes cambiais escolhidos seriam menos inflacionários devido à fixação da moeda doméstica a uma moeda com histórico de reduzidas

⁴ Base Monetária pode ser dividida em duas subcontas: papel moeda em poder do público e reservas bancárias. Cardim Et AL. (2007)

oscilações nos preços. Conseqüentemente a taxa de câmbio seria menos volátil que, segundo os autores, favoreceria as decisões de exportação e de investimento estrangeiros. Porém Corden (2001), Otaviano e Canuto (2002), destacam que a grande desvantagem desse método é a possibilidade de fortes valorizações, em termos reais, prejudicando o setor exportador.

No caso de se adotar o regime cambial flexível, a taxa de câmbio não pode ser utilizada como âncora. Nesse caso, a outra forma de âncora seria o sistema de metas de inflação. Esse sistema segundo Mishkin, *apud Araújo* (2008), funciona com o anúncio público de uma meta de inflação de médio prazo. Nesse caso, o objetivo principal da política monetária é a estabilidade de preços. Para alcançar esse objetivo, as autoridades monetárias, disponibilizam informações sobre variáveis econômicas relevantes, aumentam a transparência da política monetária, além de utilizar a taxa de juros como principal instrumento para alcançar o objetivo proposto.

Araújo (2008) explica que o Banco Central se compromete de atingir as metas de inflação através de variações na taxa de juros no curto prazo. Porém, nem sempre o sistema de metas permite permanecer com uma taxa de câmbio estável, resultando desvios de curto prazo da meta, principalmente devido às freqüentes oscilações da taxa de câmbio e da inflação. Mas se a autoridade monetária consegue manter a meta, esse sistema pode ter tanta credibilidade para a política quanto o sistema de âncora cambial.

Ao comparar o sistema de metas de inflação e o de âncoras cambiais, Corden (2001) sugere que em países com elevado grau de inflação, o sistema de metas de inflação é o mais adequado, pois a vantagem da meta inflacionária é a flexibilidade.

Concluindo, a abordagem da âncora nominal, para a escolha da política cambial, tem por objetivo utilizar a taxa de câmbio como instrumento de controle da inflação, tanto como uma âncora cambial quanto um sistema de metas de inflação.

3.2A ABORDAGEM DAS METAS REAIS

A abordagem das metas reais se preocupa com o equilíbrio macroeconômico e em atingir metas reais. Araújo (2008) cita um exemplo de metas reais: o caso de um país que se depara com um déficit em conta corrente. Pela abordagem das metas reais se o país efetivar uma desvalorização nominal de sua moeda implicaria em uma desvalorização real, o que melhoraria a competitividade externa do país, com resultados positivos nas contas de transações correntes.

Corden (1993) explica que na abordagem das metas reais o câmbio é uma ferramenta, que pode ser alterada para atingir alvos reais. Essa abordagem baseia-se em algumas hipóteses:

- i) desvalorizações nominais levam a desvalorizações reais, mas em medidas diferentes. As mudanças nos salários nominais e nos preços dos bens comercializáveis no exterior são mais lentas. Em virtude disso, uma redução dos salários reais em termos desses bens, por causa de uma desvalorização nominal, ocorre lentamente com o aumento dos salários nominais;
- ii) a desvalorização real tende a reduzir as importações e aumentar as exportações, gerando forte impacto sobre o produto e a demanda;
- iii) com a possibilidade de choques, tanto internamente, quanto externamente, há a necessidade de realizar desvalorizações reais.

A abordagem das metas reais trata do impacto das políticas monetária e cambial no produto real e no emprego real. Como Moreno (2005) exemplifica, um choque adverso reduziria o nível de emprego para um dado salário real. O nível de emprego desejado só será mantido se o salário real for reduzido. Assume-se que o salário nominal seja dado. Assim o aumento do nível de preços domésticos, trazido por uma expansão da demanda doméstica ou pela depreciação da taxa de câmbio nominal, pode levar ao declínio desejado do salário real e então manter o nível de emprego.

Corden (2001) realizou uma pesquisa com quatro países em desenvolvimento (México, Brasil, Argentina e Venezuela) e todos eles sofreram algum tipo de choque adverso, como alta inflação ou a redução na entrada de capitais estrangeiros, gerando dificuldades nas contas externas. Segundo a abordagem das metas reais, seria necessária uma desvalorização real, que aumentaria a competitividade melhorando as contas correntes desses países. Caso não ocorra essa

desvalorização real, a redução nos gastos seria uma alternativa, ocasionando uma recessão com conseqüente redução das importações.

Corden (2002) explica que quando uma país sofre uma valorização real contínua por seguir um método da âncora nominal e apresenta uma credibilidade insuficiente no mercado de trabalho, a mudança para o métodos das metas reais torna-se quase inevitável.

3.3 A ABORDAGEM ALTERNATIVA: A TAXA DE CÂMBIO COMO INSTRUMENTO DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO

Uma abordagem alternativa, para a escolha da política cambial, é considerar a taxa de câmbio como instrumento chave para o desenvolvimento econômico. Ao tratar das discussões sobre a abordagem para a escolha da taxa de câmbio, Williamson (2003) aponta as omissões do pensamento ortodoxo, como os de Max Corden, em que a taxa de câmbio, em nenhum momento é apontada como instrumento de desenvolvimento. Williamson (2003) concorda com Balassa (1982), onde este ressalta que a taxa de câmbio é uma variável chave para o desenvolvimento pelos seus efeitos nas exportações líquidas. Isso ocorre porque a taxa de câmbio real competitiva é fundamental para incentivar os empresários a vender no mercado internacional, os quais irão investir e contratar mão – de – obra doméstica e incentivar o crescimento da economia interna.

O efeito do Câmbio sobre o desempenho das exportações e crescimento pode ser percebida pelo modelo de Thirlwall (1979), que ressalta o papel das restrições externas no crescimento econômico. No entanto, além de relaxar a restrição externa, o crescimento das exportações favorece o crescimento econômico através de outras vias.

A primeira delas seria o descolamento entre o consumo doméstico e a produção doméstica, segundo Eichengreen (2008). Esse processo de descolamento possibilita uma elevação da produção de bens de maior conteúdo tecnológico com destino aos países desenvolvidos. Isto ocorre porque a demanda interna de países em desenvolvimento tende a ser direcionada, principalmente, para bens de baixo valor

agregado e reduzido conteúdo tecnológico como consequência do baixo nível de renda média da população.

A segunda via, também destacada por Eichengreen (2008), é que o aumento da oferta de bens para a economia mundial não tem efeitos significativos nos preços devido ao tamanho do mercado mundial em relação à economia doméstica. Ou seja, um crescimento dos bens exportados não teria impactos negativos relevantes sobre seus respectivos níveis de preço.

Uma terceira e mais importante de todas as vias seria o estímulo ao crescimento decorrente do bom desempenho do setor exportador porque este possui maiores ganhos de produtividade proveniente do processo de absorção de tecnologia do resto do mundo, além do seu maior potencial de learning by doing quando se compara com os demais setores da economia (EICHENGREEN, 2008).

Para Williamson (2003), normalmente, as políticas macroeconômicas cambiais adotadas são focadas mais em problemas macroeconômicos de curto prazo. Quando a análise é de longo prazo, a preocupação é com a sustentabilidade externa e financeira, em detrimento do crescimento e do emprego doméstico.

Segundo um modelo simples, Williamson (2003) mostra que o crescimento econômico é estimulado quando se alcança o equilíbrio entre taxa de câmbio competitiva e oferta de poupança. Esse modelo se baseia apenas na existência de bens comercializáveis.

Tendo em vista a seguinte função:

$$(1) \quad g = g(I) = h(e)$$

Onde g é o crescimento potencial do lado da oferta; I é o investimento desejado como parte do PIB, e e é a taxa real de câmbio (uma unidade de moeda doméstica em relação à moeda externa).

A função $h(e)$ corresponde ao efeito de uma taxa de câmbio competitiva induzindo um crescimento das exportações e conseqüentemente, aumenta a intenção de investimentos. Considerando que a condição de Marshall – Lerner seja satisfeita, depreciações reais da taxa de câmbio levam a uma

melhora no desempenho das exportações líquidas. Porém o investimento (I) é limitado pela poupança (S):

$$(2) \quad I \leq S$$

A taxa de poupança é uma fração do PIB e consiste em uma taxa de poupança interna, mais déficit em conta corrente (poupança externa) como proporção do PIB.

$$(3) \quad S = D + CAD = D + c(e); c'(e) < 0$$

Onde D é a poupança doméstica como fração do PIB e CAD é o déficit em conta corrente como fração do PIB. A solução do modelo é representado no Gráfico 1.

A hipótese utilizada é de que poupança e investimento dependem da taxa de câmbio, mas não ao contrário.

A condição de equilíbrio se dá quando I se encontra com S em e^* . Se o governo escolher uma taxa de câmbio menor que e^* , valorizando a moeda local, haverá uma redução da demanda pelos bens domésticos e, desse modo, uma relutância em investir que, por sua vez, terá impactos negativos sobre a renda ou então irá requerer alguma ação como uma política fiscal expansionista, que irá deslocar a função de S para S' . Isso retomaria o pleno emprego, mas os investimentos ainda seriam baixos

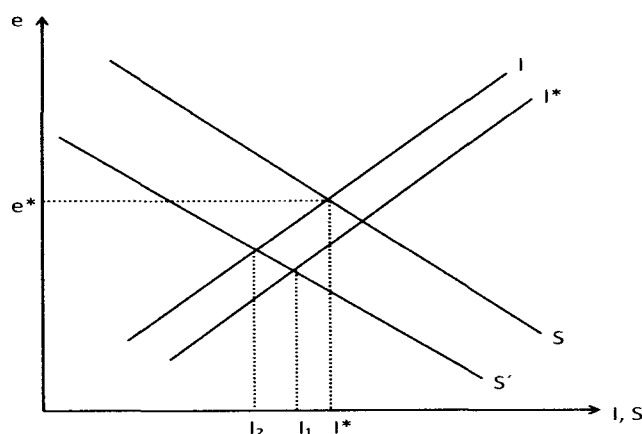


Gráfico 3- Modelo de equilíbrio entre taxa de câmbio e Investimento – Poupança. Fonte: Williamson (2003)

Se o governo escolher uma taxa de câmbio acima de e^* , ou seja, desvalorizar a moeda, os empresários serão motivados pela perspectiva de exportar e irão investir mais. Porém os investimentos poderão ser limitados pela falta de poupanças, a menos que o governo adote uma política fiscal ou política monetária contracionista. Caso contrário, os investimentos serão restringidos pela falta de poupança.

Segundo Williamson (2003) caso a taxa de câmbio e^* alcance o equilíbrio com os investimentos I^* implicará em um certo déficit em conta corrente. Se o tamanho desse déficit puder ser financiado por fluxos de capital externos, sem retirar das reservas, então pode ser um déficit sustentável, pelo menos no curto prazo. Se for necessário utilizar as reservas, provavelmente medidas de restrição fiscal-monetária ou de desvalorização da moeda seriam necessárias.

O argumento acima considera apenas a existência de bens comercializáveis. Ao considerar também a existência de não comercializáveis, o autor busca avaliar se $h'(e) > 0$ ainda é válido, no caso dos bens não comercializáveis. Ele analisa se o impacto de uma apreciação real, ao reduzir os preços dos comercializáveis, desencoraja os investimentos nestes, ou se, ao aumentar os preços relativos dos não comercializáveis estimulam os investimentos neste setor. O autor explica que existem duas razões para que o impacto da apreciação seja desfavorável ao investimento. A primeira razão seria que a demanda por bens comercializáveis influencia na demanda por bens não comercializáveis como, por exemplo, os serviços de transporte rodoviário ou até mesmo de serviços na área de negócios.

A outra razão é que o tamanho do mercado de bens comercializáveis e de bens não comercializáveis. O primeiro está relacionado ao mercado mundial, enquanto que o segundo está mais voltado ao mercado interno.

Conforme a equação (1), onde o investimento depende somente da taxa de câmbio, então nesse caso só o deslocamento de S para S' seria suficiente para haver crescimento. Porém se considerar um modelo geral em que os investimentos dependem da taxa de juros e da taxa de câmbio, $h(e, i)$.

$$(4) \quad g(I) = h(e, i) \quad h'(e) > 0 \quad h'(i) <$$

Esse modelo inclui a taxa de juros, i . Segundo a abordagem tradicional, o fluxo de capitais depende dela.

O grande ingresso de capitais pode resultar não apenas em um deslocamento para a esquerda na função S , mas também de um deslocamento para a direita na função I . Com a influência da taxa de juros, questiona o autor, seria possível aumentar o nível de investimentos?

Nesse caso um grande fluxo de capitais refletiria em crescimento dos investimentos, e conseqüentemente, do produto. A elevação da entrada de capitais poderia deprimir a taxa de juros, aumentando o consumo e o investimento, também em bens não – comercializáveis, e com maior contratação de mão de obra. No entanto, no médio e longo prazo, surge a dúvida se essa estratégia seria sustentável.

O modelo desenvolvido mostra que a taxa de câmbio é um importante instrumento de estímulo aos investimentos, pois Williamson(2003) considera que os investimentos são determinados pelo desejo de investir dos empresários.

Williamson (2003) também cita Dani Rodrik (2008), o qual explica que é a taxa de câmbio competitiva que torna um país atrativo para receber investimentos. O mesmo autor, no entanto, critica tal conclusão, pois para ele o crescimento econômico depende de uma oferta de poupança que traduz as intenções de investimentos reais. A taxa de câmbio competitiva leva a melhoras na conta de transações correntes. Com isso há uma exportação de poupança doméstica ou redução da poupança externa para financiar o investimento.

Rodrik (2008) sugere que são necessárias duas etapas para o sucesso dessa abordagem. A primeira etapa seria depreciar a taxa de câmbio no curto prazo como condição inicial. Dada essa condição, a segunda etapa é a criação de instituições favoráveis à iniciativa privada que estimula o investimentos, além da implementação de políticas capazes de sustentar as altas taxas de crescimento no longo prazo. A adoção de uma taxa de câmbio competitiva no curto prazo é de fácil implementação e subsidia todo o setor de bens não tradicionais. No caso das economias em desenvolvimento, Rodrik (2008) destaca que elas sofrem com muitas falhas contratuais que ocorrem através de vários mecanismos: contratos incompletos, corrupção, falta de mecanismos de proteção à propriedade intelectual, pouca efetividade dos contratos entre outros. Estas restringem o investimento e o crescimento. Para compensar essas falhas, seria necessária a sustentação de uma

taxa de câmbio competitiva. Porém, enfatiza Rodrik (2008), que não existe uma fórmula universal para compensar essas falhas de mercado e contratuais e incentivar os empreendedores a investirem. As políticas devem ser específicas para cada país dependendo do contexto e situação de cada um.

Rodrik (2008) mostra que os segmentos de bens comercializáveis sofrem mais com esses problemas em relação ao setor de bens não comercializáveis. Isso ocorre, segundo o autor, porque os segmentos de produção de bens comercializáveis são mais complexos que o setor de bens não comercializáveis. Essa complexidade é exemplificada com a seguinte comparação: um barbeiro para produzir precisa não muito mais que uma sala, cadeiras e pouco nível de habilidade e conhecimento. Já uma empresa de manufaturas precisa de muitos fornecedores e clientes, suporte financeiro e jurídico.

As instituições de baixa qualidade, caracterizadas pelas falhas de mercado e contratuais, impõem uma taxa alta nos bens comercializáveis, principalmente nos mais complexos. As evidências apontadas pelo autor estão nos estudos empíricos de diversos outros acadêmicos⁵. Rodrik (2008) utilizou os dados do Banco Mundial para dividir os países em três grupos, de acordo com seus níveis de qualidade institucional⁶. Os resultados desse estudo indicam que a adoção de uma taxa de câmbio competitiva funciona com mais forças nos países onde o desempenho das instituições é melhor.

4 A TAXA DE CÂMBIO NA ECONOMIA BRASILEIRA A PARTIR DO PLANO REAL

A taxa de câmbio a ser praticada em uma economia depende do objetivo da política econômica implantada no país. As escolhas se baseiam nas abordagens vistas anteriormente. Nesse capítulo é feita uma revisão bibliográfica sobre os efeitos da taxa de câmbio no começo do Plano Real. Esse período foi escolhido devido às mudanças na política cambial enquanto o Plano se estabelecia.

5 Anderson and Mercouiller (2002), Rodrik, Subramanian, and Trebbi (2004), Rigobon and Rodrik (2005), Meon and Sekkat (2006), Berkowitz ET AL. (2006), and Ranjan and Lee (forthcoming).

6 Índices referentes a informações de Rule of Law, Atuação Governamental, Qualidade Regulatória e Corrupção no período de 1996 a 2004.

Primeiramente aborda-se o período de 1994 a 1995 com a adoção da taxa de câmbio como âncora cambial. A sessão seguinte trata da transição de um regime mais rígido para um mais flexível até a crise de Balanço de Pagamentos no final de 1998 para definir, em 1999 o regime de câmbio flutuante. O objetivo é revisar a influência da taxa de câmbio durante as mudanças de política cambial tendo em vista seus efeitos sobre a inflação e o crescimento econômico.

A implantação do Plano Real passou por 3 fases: rápido ajuste fiscal, reforma monetária e o uso da taxa de câmbio como âncora cambial. Essa seção se detém na última que, segundo Soares (2006), se estendeu entre julho de 1994 a março de 1995. Nesse período a taxa de câmbio foi indexada a URV (Unidade Real de Valor), uma medida de reforma temporária, que atrelou contratos, preços, salários e taxa de câmbio a um único índice diário, URV, ao mesmo tempo em que o Cruzeiro Real permanecia em circulação. Buscava-se a eliminação da supervalorização cambial derivada da inflação que ocorrera no período anterior ao Plano Real. Dessa maneira a moeda brasileira manteve a paridade em relação ao dólar norte – americano e o poder de compra em relação às outras moedas.

Segundo o autor, o que colaborou para a formação da âncora cambial foram três fatores: a reabertura do mercado financeiro aos capitais estrangeiros, o elevado diferencial entre as taxas de juros internas e internacionais e a retomada das funções da moeda nacional a partir da introdução do plano de estabilização e que fizeram com que o câmbio se apreciasse.

Conforme foi citado anteriormente, Corden (2001) explica que o câmbio como âncora nominal, tem como objetivo aumentar a credibilidade da moeda e reverter as expectativas inflacionárias. Conforme explica Soares (2006), foi o que ocorreu no caso brasileiro, o que permitiu que os níveis inflacionários dos bens comercializáveis alcançassem níveis internacionais.

4.1 A TAXA DE CÂMBIO E O CRESCIMENTO ECONÔMICO NO INÍCIO DO PLANO REAL

O início do Plano Real ocorreu com a adoção do câmbio fixo, com o intuito de ancorar a moeda nacional ao dólar e reduzir os níveis de inflação. Nos primeiros anos do referido plano (nessa seção abrange de 1994 a 1999), o cenário econômico passou por profundas transformações que foram objeto de diversos estudos que apontavam as consequências da taxa de câmbio sobre os principais componentes do PIB: investimento; poupança; consumo; salários; exportações; sobre a conta corrente e os fluxos de capitais. Essa seção apresenta a análise de alguns acadêmicos sobre essas transformações.

Wise (2000) procura identificar⁷ qual seria o melhor regime cambial a ser adotado pelos países latinos, inclusive pelo Brasil e qual a melhor forma de lidar com as pressões que valorizam o câmbio, como a aceleração do fluxo de capitais. A autora conclui que o Brasil, igualmente com os demais países (Argentina, Chile, México e Venezuela), teve que sustentar por muito tempo uma taxa de câmbio valorizada e alcançou uma inflação controlada em meados dos anos 90.

Conforme Wise (2000), no início do Plano Real, o investimento estrangeiro começa a tomar maior impulso, principalmente devido a forte credibilidade do programa de estabilização implantado. Porém os investimentos nacionais foram afetados, pois a moeda valorizada contribuiu para reduzir a competitividade dos produtos nacionais no mercado externo. Em 1998, chegando ao final do regime de câmbio fixo, configurou-se um cenário de baixa credibilidade cambial, devido, entre outros fatores, a uma falta de disciplina fiscal (exigida com o fim do imposto inflacionário), fazendo com que os investidores internacionais se retirassem do Brasil, combinada com as crises na Ásia e na Rússia (choques externos).

Na Tabela 1, Wise (2000) apresenta o comportamento de algumas variáveis econômicas relevantes entre 1998 e 2000.

Tabela 1- Desempenho Econômico da Economia Brasileira entre 1998 e 2000

Indicador	1998	1999^a	2000^b
PIB real (variação percentual)	-0,1	0,8	3,7
Consumo ^c	0,4	-0,8	2,3
Investimento ^c	-0,5	-0,8	0,9
índice de preços ao Consumidor	3,2	4,9	7,4

Percentual (Dez-Dez)	1,7	8,9	6,5
Balanco do governo (percentual do PIB)	-8,1	-9,5	-3,6
Taxa de câmbio (Unidades/US\$)	1,21	1,81	1,9
Balança Comercial (US\$ Bilhões)	-6,6	-1,2	4,3
Exportações	51,1	48	57,6
Importações	57,7	49,2	53,2
Resultado da Conta Corrente	-33,6	-24,4	-23,3
Percentual do PIB	-4,3	-4,4	-3,5
Reservas Internacionais (US\$ bilhões)	42,6	36,3	37,3
Dívida Externa Total (US\$ bilhões)	258,6	245,3	241,5
Curto Prazo ^d	38	32	30
Dívida Externa Total (percentual do PIB)	31	45	37
Dívida externa total (percentual das exportações)^e	364	406	337

Fonte: Wise (2000)

- a. Estimado
- b. Previsão
- c. contribuição ao Crescimento do PIB
- d. Dívidas com vencimento original de menos que um ano
- e. Exportação de bens, serviços e transferências líquidas.

Cardoso (2001) em seu artigo questiona a adoção da âncora cambial pelo Brasil, se a exemplo do México, que adotou a mesma política anteriormente, houve elevados custos à economia. Cardoso (2001) mostra como a âncora cambial foi extinta por não ser uma política sustentável, apesar de controlar a inflação. Apresentando a conjuntura abaixo, a autora analisa a sustentabilidade da âncora cambial sob a dependência de reservas monetárias:

- a) taxa de crescimento anual real do PIB entre 1980 e 199 de 2%;
- b) taxa anual de inflação em 1998 chegou a menos de 2%, comparando com o período entre 1981 e 1994 que superou os 100%;
- c) crescimento do PIB em média de 4% a.a entre 1994 e 1997;
- d) entre 1994 e 1998, a taxa de câmbio real ficou em 31% acima da média dos últimos 14 anos;
- e) o déficit da Balança comercial chegou a US\$ 8,4 bilhões em 1997 e de US\$ 6,5 bilhões em 1998;

- f) entre 1995 e 1998, a taxa de crescimento das exportações em dólar registrou 4,2% a.a comparado com 11,3% entre 1991 e 1994;
- g) a poupança nacional caiu de 19,7% do PIB em 1994 para 16,8% em 1997;
- h) aumento no fluxo total de capitais. Entre 1992 e 1995 era de US\$ 970 milhões. Em 1996, US\$ 33 bilhões e em 1997 de US\$ 26 bilhões.

Sob esse cenário, o câmbio se valorizava devido à altas taxas de juros e grandes entradas de capitais. Os gestores de política econômica tentavam sustentar o crescimento mesmo diante de um cenário que apresentava crescentes déficits fiscais e comerciais, bem como constantes fluxos de capital. Com a moeda forte, o setor industrial foi prejudicado e o desemprego aumentou. Mesmo com ações do governo de subsidiar o crédito para incentivar as exportações não foram suficientes para compensar valorização.

Outro grave problema foi a redução da poupança privada, com a população antecipando o consumo futuro conforme informado na Tabela 1. Segundo Cardoso (2001), o que sustentava a âncora cambial eram as reservas e os fluxos de capital, ajudando a controlar a inflação. Porém, como experimentado por outros países, esse regime não resistiu por muito tempo. Com a poupança privada reduzida, a sobrevalorização levantou obstáculos à atividade econômica. O crescimento desacelerou e se manteve em um círculo vicioso com poupança baixa e crescimento baixo.

A redução da inflação foi acompanhada de uma grande valorização da taxa cambial. Segundo Cardoso (2001) não tinha mudança estrutural ou crescimento antecipado que justificasse essa valorização. A política de controle inflacionário, não através da disciplina fiscal, mas pela dependência da entrada de divisas que sustentavam o câmbio valorizado, o principal instrumento utilizado como controle inflacionário, se mostrou insustentável.

Segundo o artigo de Bresser-Pereira (2005), ainda no início do Plano Real, a economia brasileira, apesar de ter alcançado o equilíbrio de preços em 1994, não alcançou a estabilidade econômica. Um dos fortes motivos foi à tendência ao chamado populismo cambial. O autor explica que, populismo cambial é quando classes mais pobres vêem a sua renda aumentar devido à valorização cambial, o

que gera uma elevação da renda real pela redução dos preços dos bens comercializáveis.

Os mais ricos, que medem sua riqueza com base em dólares, percebem-na maior com a valorização do câmbio. A classe média, cujo consumo de importados é alto, têm seus salários reais aumentados quando o câmbio se valoriza. A Tabela 2 mostra os constantes déficits em conta corrente em relação ao PIB. Esse padrão mostra que o país adotou uma estratégia de crescimento com poupança externa⁸.

De acordo com Bresser – Pereira (2003), um dos motivos para a baixa poupança é a permanente apreciação da taxa de câmbio, pois esta aumenta o consumo artificialmente⁹. As valorizações cambiais foram as grandes responsáveis pelos constantes déficits em conta corrente, que eram alimentados pela entrada massiva de capitais estrangeiros. Como consequência, o país passou por crises no balanço de pagamentos.

Tabela 2 – Déficit em conta corrente da Balança de Pagamentos

Ano	Déficit em conta corrente em (%)
1994	-0,31
1995	-2,55
1996	-3,03
1997	-3,81
1998	-4,24
1999	-4,73
2000	-4,02
2001	-4,55
2002	-1,68
2003	0,82

Fonte: Bresser – Pereira (2005)

⁸ Bresser critica essa estratégia, defendida por economistas ortodoxos que acreditam que é necessário um complemento para a poupança interna, por isso defendem a forte entrada de capitais no país e justificam a alta taxa de juros para esse fim.

⁹ Bresser – Pereira (2003) destaca que em conjunto com a valorização da moeda e a alta taxa de juros, os investimentos são baixos, refletindo em baixo crescimento de renda.

4.2A TAXA DE CÂMBIO E O CRESCIMENTO ECONÔMICO DE 1999 A 2008

Em 13 de janeiro de 1999 a política cambial passa a se basear em um regime de câmbio flutuante. Após uma transição difícil e inevitável, o câmbio passa a flutuar com intervenções do Banco Central do Brasil (a chamada flutuação suja). Foi nesse período que foi adotado o regime de metas de inflação com o intuito de melhorar a credibilidade da política monetária e tornar mais transparente o planejamento e decisões dos agentes econômicos para ajudar a reduzir as expectativas inflacionárias (OLIVEIRA, 2009).

Segundo Bragança e Libânio (2008), *apud* Oliveira (2009, p.16): “o padrão de política cambial vigente na América Latina (inclusive no Brasil) desestimulou o setor de bens comercializáveis, favoreceu o surgimento de bolhas de consumo e levou a acumulação de elevados déficits em conta corrente e, conseqüentemente, conduziu a maior instabilidade macroeconômica e a menor crescimento econômico”.

Segundo as informações de Pastore, Pinoti e Pagano (2009), em 1999 foi quando o governo adotou, juntamente com o regime de câmbio flutuante, o regime de metas de inflação, que alterou o regime fiscal, o qual persistia expansionista desde então, adotando metas para os superávits primários. O Brasil somava baixas poupanças públicas às baixas poupanças privadas. Para Pastore, Pinoti e Pagano (2009), a economia brasileira registrava bons resultados no final de 2000. O PIB cresceu 4,4%, a meta de inflação foi alcançada, a produção industrial cresceu em 7%, os juros se reduziram e os investimentos sinalizaram recuperação.

Esse novo regime cambial cedeu maior espaço para a política monetária com mais liberdade para o governo e melhorou a flexibilidade dos preços para se adaptarem as mudanças estruturais que estavam ocorrendo no Brasil. Porém, tal regime atrairia mais riscos de volatilidade, podendo prejudicar a estabilidade dos preços, dos investimentos e do comércio externo.

Oliveira (2009), utilizou dados do Banco Central e do Ipea para mostrar três ciclos da taxa de câmbio, apresentados no Gráfico 4, da taxa de câmbio a partir da implantação do Plano Real. O primeiro ciclo, abordado anteriormente, de 1994 a

1998, quando o Real se valorizou frente ao dólar, o segundo de 1999 a 2002 foi o período de desvalorização da moeda frente ao dólar e o terceiro ciclo, entre 2002 e 2009, com retomada da valorização. O câmbio flutuante juntamente com o regime de metas de inflação e a obtenção de superávits primários, foi o tripé que prevaleceu. Dentro dos últimos dois ciclos o autor apresenta o seguinte cenário:

- a) houve uma melhora do PIB, entre 2002 e 2008, que registrou um crescimento médio anual de 4%. Mas permaneceu abaixo da média do período entre 1950 e 1970, que foi de aproximadamente 7% a.a.;
- b) o consumo das famílias cresceu apenas 1% a.a entre 1999 e 2001 e 1,8% a.a entre 2002 e 2008. Crescimentos pequenos se comparados com o início do Plano Real, 1994 a 1998, que teve expansão de 6% a.a ;
- c) os investimentos produtivos cresceram em média 17% a.a entre 2000 e 2007;
- d) as exportações líquidas brasileiras representaram 15% do PIB durante todo o Plano Real;
- e) déficit crônico em transações correntes entre 2000 e 2008 alcançou 4,2 bilhões a.a, mesmo que na maioria dos anos tenha ocorrido superávit, o saldo final foi deficitário.

Nassif, Feijó e Araújo (2011, p. 21) também descrevem 3 fases do comportamento da taxa de Câmbio após 1999. Nos primeiros meses, após a mudança de regime cambial, há uma relativa estabilidade, após a forte depreciação da taxa de câmbio real no final de 1998. A segunda fase vai até a metade de 2004, em que a taxa de câmbio foi influenciada pelas expectativas negativas com a eleição de Lula, elevando a volatilidade da taxa de câmbio. Entre junho de 2004 até 2008, a taxa de câmbio é apreciada, quando ocorre a crise mundial financeira.

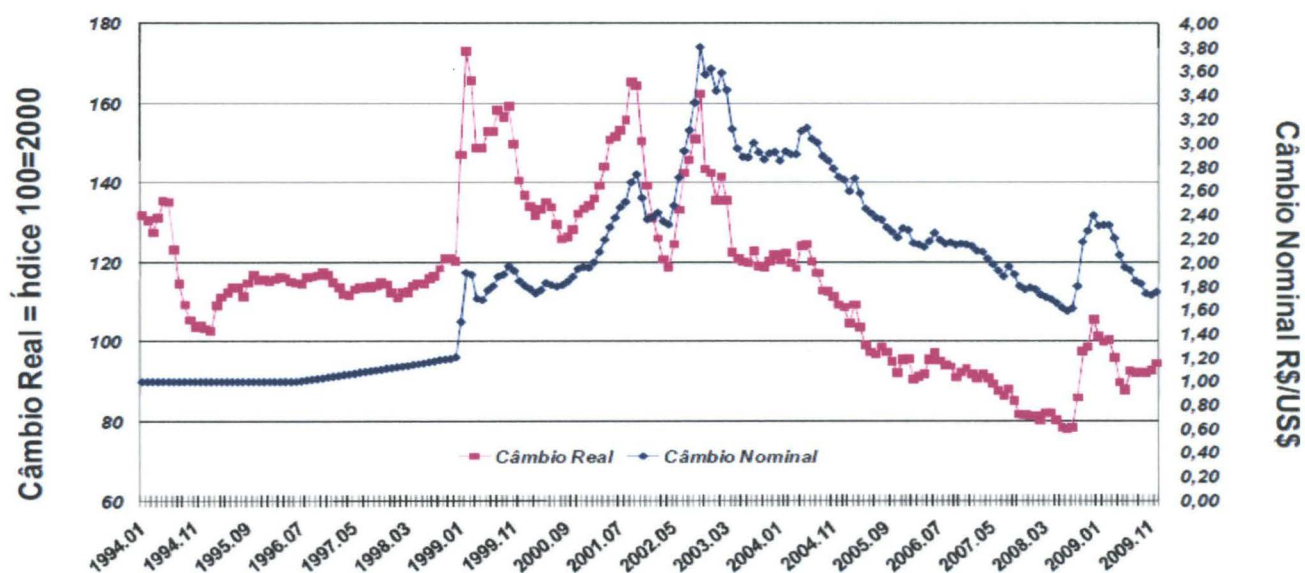
Segundo a análise de Nakabashi, Curado e Neto (2008) a partir de junho de 2002, o desempenho da balança comercial foi favorável devido à depreciação cambial no período. Conforme dados do Banco Central, o câmbio passou por uma significativa depreciação como é apresentado na Tabela 3.

Tabela 3 – Depreciação Cambial

Período	Depreciação Cambial				
	1998	1999	2000	2001	2002
Depreciação do câmbio* (%)	8,20%	52,90%	6,50%	20,40%	53,50%

Fonte: Elaboração própria segundo dados de Nakabashi, Curado e Neto (2008)

Segundo Nakabashi (2010), a economia brasileira, na terceira fase, se mostrou mais dinâmica. Normalmente altas taxas de crescimento são associadas a uma moeda depreciada. Porém, este comportamento foi ligeiramente diferente no Brasil. Principalmente após 2004, devido às condições do mercado externo, que permitiram o crescimento e apreciação real simultaneamente, com forte contribuição do fluxo de capitais estrangeiros e do desempenho do setor exportador. Entretanto, é importante ressaltar que em boa parte do período o câmbio ainda estava relativamente depreciado em relação ao período anterior (1994-1998). Em 2007, ocorreu uma queda expressiva no saldo da balança comercial, com redução do saldo em conta corrente no começo de 2008. O crescimento da entrada de moedas estrangeiras ocorreu, em grande média, pela conta capital devido à política de alta taxa de juros.

Gráfico 4. Brasil: câmbio real¹⁰ (índice 100=2000) versus câmbio nominal (R\$/US\$)

Fonte: Oliveira (2009)

Nakabashi (2010) ainda destaca que a taxa de câmbio real é uma das variáveis mais importantes para a determinação do comportamento das

¹⁰ Trata-se de uma medida de competitividade da taxa de câmbio nominal (R\$/US\$) versus Índice de Preços por Atacado (IPA) para uma cesta de 16 moedas dos principais parceiros comerciais do Brasil. Oliveira (2009).

exportações. Adicionalmente, ela, pode ter influência na estrutura produtiva da economia brasileira, pois o setor exportador mostra quais setores são mais competitivos. O autor analisa outros estudos que concluem que quando a taxa de câmbio real da economia permanece apreciada por períodos relativamente longos, ocorrem mudanças na estrutura produtiva, prejudicando o crescimento no longo prazo. Através de estudos econométricos Nakabashi (2010) chega aos seguintes números: uma depreciação cambial de 1% eleva, em média, o PIB em 1,06%. Ficando atrás apenas das mesmas variações na renda externa, que faz o PIB variar 1,47%. Enquanto nas exportações e nas entradas líquidas de capitais têm efeitos sobre o PIB de 0,78% e 0,82% respectivamente.

Bresser - Pereira (2005) procura entender o novo quadro macroeconômico, que se configurou a partir da implantação do Plano Real, em que a taxa de câmbio constantemente valorizada é um dos elementos desse quadro, mesmo após a mudança do regime cambial em 1999. A mudança de um regime de câmbio fixo com *crawling peg*, associada à alta apreciação cambial, mudou para uma política de câmbio flutuante¹¹, associada ainda a uma taxa apreciada, mas em menor grau. A apreciação decorre agora de taxas de juros muito elevadas que atraem capitais de curto prazo, pressionando a taxa de câmbio para baixo (em termos de dólares).

Conforme a Tabela 2, o ano de 1999 foi o auge do déficit em conta corrente. Nesse mesmo ano, com a mudança de regime cambial, houve uma desvalorização da moeda e, segundo Bresser - Pereira (2005) ocasionou uma aceleração da inflação. Em 2001 o déficit em conta corrente ainda permanece. Em 2003 se transforma em superávit graças às desvalorizações cambiais que ocorreram em 1999 e em 2002, impulsionando as exportações de manufaturados e o aumento dos preços dos bens básicos. Ou seja, esse ajuste só foi possível por causa de duas crises cambiais que levaram a depreciações reais e estimularam as exportações.

Com a depreciação da taxa de câmbio, o círculo vicioso, se rompeu, por causa do câmbio. Esse círculo envolvia endividamento público, altas taxas básicas de

¹¹ Bresser (2005) destaca que desde 1999 que com a adoção da taxa de câmbio flutuante e metas de inflação, a taxa de juros se tornou um importante instrumento para conter a fuga de capitais estrangeiros em períodos de crise. No final de 2002 a taxa de juros ficou acima de 18% até meados de 2003. Em 2005 teve uma leve baixa, mas em 2007 retornou em alta em 8,06%.

juros; elevados níveis de endividamento externo e câmbio apreciado. O equilíbrio macro passou a depender da baixa da taxa de juros básica para níveis razoáveis e da manutenção da taxa de câmbio em um nível que garantisse superávits em conta corrente. Para Bresser- Pereira (2005) a combinação de alta taxas de juros e câmbio apreciado inviabilizam o pleno emprego e o crescimento.

Todos esses autores transmitiram a influência da taxa de câmbio nos principais componentes macroeconômicos após a mudança de regime cambial em 1999, que por sua vez influenciou no crescimento da economia brasileira.

5 A ECONOMIA BRASILEIRA PÓS PLANO REAL: A TAXA DE CÂMBIO E O CRESCIMENTO ECONÔMICO

As atuais condições de abertura comercial e financeira do Brasil, mostram o quanto a taxa de câmbio, com suas mudanças de nível e estabilidade, influenciam o comportamento do PIB e seus principais componentes (investimento, emprego, salários e exportações). No decorrer dos períodos analisado, notou-se uma forte dependência dos fluxos de capitais externos em relação às altas taxas de juros. Sob esse cenário, a valorização cambial ocorreu nos regimes de câmbio adotados nos dois períodos analisados.

Os primeiros anos do plano real, 1994 até o final de 1998, foram marcados pela adoção de uma âncora cambial, com o intuito de fortalecer a credibilidade da moeda brasileira e alcançar os níveis de preços internacionais. Esse período pode ser analisado sob a ótica da abordagem da âncora nominal. Essa é uma das abordagens para a escolha da taxa de câmbio descrita por Corden (2001).

A adoção de um câmbio fixo foi usada para controlar a inflação. Mas como foi visto, apesar de ter alcançado esse objetivo, essa política teve como efeito colateral uma crise de balanço de pagamentos. Em seguida, os gestores de política econômica foram “forçados” a adotar o regime de câmbio flutuante que pode ser analisado através da abordagem das metas reais descrita por Corden (2001)

Em todo período analisado, apesar de bons resultados no curto prazo, como a redução da inflação, o aumento dos salários reais e os lucros empresariais,

estimulando o crescimento nos primeiros anos da implantação do regime, a taxa de câmbio valorizada atuou de forma a impedir a sustentabilidade econômica.

No entanto conforme a abordagem de Williamson (2003), da taxa de câmbio como instrumento de desenvolvimento econômico, a taxa de câmbio pode ser usada para reduzir as expectativas inflacionárias, mas também deve ser utilizada como instrumento para promover o crescimento econômico. Tal abordagem foca os objetivos de longo prazo com uma política cambial sustentável. Porém no caso do Brasil, o câmbio valorizado tem afetado as exportações, e segundo Nakabashi, Curado e Neto (2008), percebe-se que a estrutura produtiva também tem sido afetada prejudicando o crescimento econômico a longo prazo. Na abordagem de Williansom (2003) a economia brasileira precisa ter uma taxa de câmbio em níveis competitivos, para aumentar os investimentos, o emprego e portanto o crescimento sustentável. Bresser – Pereira (2005) vai além e afirma que uma taxa de câmbio desvalorizada permite ao país a estabilidade no balanço de pagamentos, aumentando a poupança e o investimento.

Como apresentado anteriormente, essa abordagem não tem sido aplicada no decorrer dos anos do plano real. Pois a preocupação com a estabilidade de preços surge em detrimento da sustentabilidade econômica. Para finalizar, apesar de não ter sido o foco do trabalho, todos os trabalhos aqui apresentados concordam que para alcançar um bom desempenho da economia, não basta focar apenas na taxa de câmbio se o país não estiver amparado em boas instituições.

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O artigo realiza, através de uma revisão bibliográfica, uma análise da influência do câmbio na economia brasileira a partir da implantação do Plano Real. Primeiramente o artigo foca na importância da taxa de câmbio para as economias, descrevendo os principais regimes cambiais que são escolhidos para definir a política cambial. O regime fixo e flutuante são base para os regimes efetivamente adotados nas políticas cambiais. O primeiro busca manter a paridade entre a moeda doméstica e a estrangeira. O segundo se ajusta de acordo com a oferta e demanda

de divisas no mercado cambial. Entre eles existem os regimes intermediários que são realmente adotados.

A análise é feita, principalmente, com base nas abordagens de Max Corden, Williamson e Rodrik. Corden (2001) define duas abordagens para a escolha da taxa de câmbio da âncora nominal e de metas reais. A primeira visa utilizar o câmbio como âncora para o controle de preços e a segunda busca atingir metas reais. Williamson (2003) surge com uma abordagem alternativa, a da taxa de câmbio como instrumento de desenvolvimento econômico, que juntamente com Rodrik (2008), explica que a taxa de câmbio deve ser um instrumento para promover o crescimento econômico de forma sustentável. Para Williamson (2003) e Rodrik (2008), uma taxa de câmbio competitiva contribui para incentivar as exportações e para que os empresários possam investir mais no país e conseqüentemente gerar mais empregos.

Tendo em vista as abordagens para a escolha da taxa de câmbio, a análise do início do Plano Real, entre 1994 e 1998, mostra que houve a necessidade de adotar um regime de câmbio fixo, o qual sustentou uma elevada valorização cambial, mas com controle de preços. Porém, ocorreram efeitos negativos nos principais componentes do PIB (investimento, emprego, salários e exportações) com aceleração dos fluxos de capitais, contribuindo para a taxa de câmbio e redução dos níveis das exportações, elevação das importações e fortes déficits em conta corrente. Esse cenário, levou à transição do regime de câmbio fixo para o regime de câmbio flutuante (com administração).

A partir de 1999 ocorreram desvalorizações cambiais, favorecendo o bom desempenho da balança comercial, mas também combinada com altas taxas de juros que atraíam capitais de curto prazo. As desvalorizações de 1999 e 2002 impulsionaram as exportações de manufaturados. Porém mesmo nos momentos de superávit o crescimento econômico não se mostrou sustentável.

Em ambos os períodos abordado, a economia se mostrou dependente de capitais estrangeiros de curto prazo e apresentou indisciplina fiscal, inviabilizando uma política cambial com foco no crescimento econômico. Os gestores de política econômica precisam focar no crescimento a longo prazo, incentivando os

investimentos e fortalecendo as exportações combinando disciplina fiscal e boas instituições.

7 REFERÊNCIAS

ARAÚJO, E. Política cambial e crescimento econômico: teorias e evidências para os países em desenvolvimento. In: **ENCONTRO INTERNACIONAL DA ASSOCIAÇÃO KEYNESIANA BRASILEIRA**. 1. 2008, [Campinas].

_____. Nível do câmbio e crescimento econômico: teorias e evidências para países em desenvolvimento e emergentes: 1980-2007. **Texto para discussão IPEA**, Rio de Janeiro, n.1425, out. 2009.

BRAGANÇA, A.; LIBÂNIO, G. Taxa real de câmbio e crescimento econômico na América Latina e no sudeste. In: **ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA DA ANPEC**, 36, 2008.

BRESSER – PEREIRA, L.C. Macroeconomia pós-plano real: as relações básicas. In: SICSÚ, J.; DE PAULA, L.F.; MICHEL, R.(Orgs.). **Novo desenvolvimentismo: um projeto nacional de crescimento e equidade social**. Barueri: Manole; Rio de Janeiro: Fundação Konrad Adenauer, 2005. p. 3-47.

_____. A tendência à sobreapreciação da taxa de câmbio no Brasil. BRESSER-PEREIRA, L.C. (Org.). **Crise global e o Brasil**. São Paulo: FGV Editora, 2010. cap. 4. p. 127- 151.

_____. As três formas de desvalorização cambial. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 17, n. 1, p. 143-146, jan-mar. 1997.

CANUTO, O. Comércio exterior. In: CONGRESSO INTERNACIONAL DE GESTÃO DE TECNOLOGIA E SISTEMAS DE INFORMAÇÃO, 1, 2004. **Brasil em foco**. São Paulo: Tecsi, 2004. Disponível em <<http://www.tecsi.fea.usp.br/eventos/Contecsi2004/BrasilEmFoco/port/economia/comext/apresent/index.htm>>. Acesso em: 10 ago. 2011.

CANUTO, O.; HOLLAND, M. Ajustamento externo e regimes de taxa de câmbio na América Latina. **Economia Ensaios**, Uberlândia, v. 15, n.2, p. 95-123, jul. 2011.

_____. Flutuações cambiais, estratégias de políticas monetárias e metas de inflação. **Ensaio FEE**, Porto Alegre, v. 23, n.1, p. 5-28, 2002.

CARDOSO, E. A crise monetária no Brasil: migrando da âncora cambial para o regime flexível. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 21, n. 3, p. 146-167, jul-set. 2001.

CARVALHO, F.J.C; SOUZA, F.E.P.; SICSÚ, J.; DE PAULA, L.F.R.; STUDART, R. **Economia monetária e financeira: teoria e política**. 2 ed. Rio de Janeiro: Campus, 2007. Cap.2.

CORDEN, M. W. Exchange rate policies for developing countries. **The Economic Journal**, Great Britain, v. 103, p. 198-207, jan.1993. Issue 416.

_____. Regimes e políticas cambiais: uma visão geral. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 21, n. 3, p. 103-120, jul-set. 2001.

MARÇAL, E. F.; PEREIRA, P.L.V; CANUTO, O. Paridade do poder de compra: testando dados brasileiros. **Revista Brasileira de Economia**. Rio de Janeiro, n. 1, v. 57, jan-mar, 2003. Disponível em http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0034-71402003000100006. Acesso em: 20 dez. 2011.

MODENESI, A.M. **Regimes Monetários: teoria e a experiência do real**. São Paulo: Manole, 2005.

MORENO, R. Motives for intervention. **Bis Paper, Basle Bank of International**, [s.l, v], n. 24, may 2005.

NAKABASHI, L. Relações macroeconômicas entre desempenho da balança comercial, taxa de câmbio, investimentos produtivos, mudança estrutural e desempenho econômico. **Programa de Fomento à pesquisa em desenvolvimento econômico**, Rio de Janeiro, n. 4, set. 2010. Série working papers. Disponível em http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Institucional/Apoio_Financeiro/Apoio_a_estudos_e_pesquisas/PDE/pde2009.html. Acesso em: 10 jul. 2011.

NAKABASHI, L; CURADO, M.L; NETO, J.B.P. Os efeitos do câmbio no crescimento da economia brasileira. **Economia e Tecnologia**. Texto para discussão. Curitiba, 2008. Texto 04/2008. Disponível em http://www.economiae tecnologia.ufpr.br/textos_discussao/html/textopara_discussao_ano_2008_texto_04.html. Acesso em: 5 ago. 2011.

NASSIF, A.; FEIJÓ, C.; ARAÚJO, E. The trend of the real exchange rate overvaluation in open emerging economies: the case of Brazil. **Textos para discussão: Universidade Federal Fluminense**, Niterói, may, 2011. Disponível em http://icad.puc-rio.br/cfeijo/recent_working_papers.html. Acesso em 10 de jul. 2011.

OLIVEIRA, A.S. Política cambial no Brasil: uma análise da valorização cambial e seus impactos macroeconômicos no período de 1999 a 2008. **Sociedade Brasileira de Economia Política**. Niterói, 2009. Disponível em http://www.sep.org.br/artigo/5_congresso/2112_1144311e5888e0b4e7db309a113fde15.pdf. Acesso em: 18 maio 2011.

PASTORE, A.C; PINOTTI, M.C; PAGANO, T.A. Limites ao crescimento econômico. In: FÓRUM NACIONAL – NA CRISE, BRASIL, DESENVOLVIMENTO DE UMA SOCIEDADE ATIVA E MODERNA (SOCIEDADE DO DIÁLOGO, DA TOLERÂNCIA, D NEGOCIAÇÃO), 22, 2009. **PROGRAMA NACIONAL DE DIREITOS HUMANOS. E NOVOS TEMAS**. Rio de Janeiro: INAE, 2010. Estudos e pesquisas n. 346.

RODRIK, D. The real Exchange rate and economic growth. **Brookings papers on economic activity**, [Washington], [s. v, s.n], p. 1-26, fall 2008.

SILVA, M.L.F. Plano real e âncora cambial. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 22, n. 3, p. 3-24, jul-set. 2002.

SOARES, F.A.R. A administração da taxa de câmbio no plano real e os fundamentos econômicos brasileiros. 2006. 174 f. Tese (Doutorado em Economia) – Departamento de Economia, Universidade de Brasília, Brasília, 2006.

VELASCO, A. Fixed Exchange Rates: Credibility, flexibility and multiplicity. **European Economic Review**. [s.l, v], n. 40, p. 1023-1036, apr. 1996.

WEISE, M.R. O comportamento da indústria de bens e capital após o plano real. **Revista FAE**, Curitiba, v. 3, n. 3, p. 31-38, set-dez. 2000.

WISE, C. Introdução: Debates, Desempenho e as Políticas de Escolha Política. **Revista de Economia Política**, v. 21, n. 3, p. 83 – 102, jul-set. 2001.

WILLIAMSON, J. Exchange Rate Policy and Development. In: INITIATIVE FOR POLICY DIALOGUE CONFERENCE, 2003, Barcelona. **Task Force on Macroeconomics**. [s.n]: Institute for International Economics, 2003.