VINÍCIUS LEOPOLDINO GONÇALVES

CÂMBIO, CRESCIMENTO ECONÔMICO E INFLAÇÃO: O CASO DO BRASIL

Monografia apresentada como requisito parcial à conclusão do Curso de Ciências Econômicas, Setor de Ciências Sociais Aplicadas, Universidade Federal do Paraná

Orientador: Prof. Dr. Fernando Motta Correia

CURITIBA

2013

TERMO DE APROVAÇÃO

VINÍCIUS LEOPOLDINO GONÇALVES

CÂMBIO, CRESCIMENTO ECONÔMICO E INFLAÇÃO: O CASO DO BRASIL

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

Orientador: Prof. Dr. Fernando Motta Correia
Setor de Ciências Sociais Aplicadas
Universidade Federal do Paraná

Profª. Dayani Cris de Aquino
Setor de Ciências Sociais Aplicadas
Universidade Federal do Paraná

Prof. José Guilherme Silva Vieira
Setor de Ciências Sociais Aplicadas
Universidade Federal do Paraná

Curitiba, 29 de julho de 2013

AGRADECIMENTOS

Em primeiro lugar, meus agradecimentos sinceros ao Prof. Fernando Motta Correia, orientador deste trabalho. Tantas foram suas contribuições em minha formação acadêmica no Curso de Ciências econômicas na Universidade Federal do Paraná, como as exímias lições de Macroeconomia; e a orientação clara e precisa, que me auxiliou, em muito, na elaboração desta monografia;

Aos meus queridos familiares Nelson, Fátima, e Luiz Fernando, pela união e companheirismo de sempre;

A todos os familiares e amigos que me incentivaram e contribuíram na elaboração deste trabalho.

RESUMO

O presente trabalho tem como objetivo analisar a possibilidade de se utilizar uma política de desvalorização cambial no Brasil, que adota o regime de metas de inflação como política monetária. Primeiramente, são apresentados os efeitos de uma taxa de câmbio competitiva no crescimento econômico, quais são as vantagens de se ter um câmbio subvalorizado e quais os benefícios que os países que o adotaram tiveram. Posteriormente se passa a analisar o *trade off* entre taxa de câmbio competitiva e a inflação. Nesse sentido, se estuda os efeitos de uma desvalorização cambial no nível de preços de uma economia como o Brasil. A seguir se examina a política cambial adotada no Brasil pós 1999 e quais foram seus benefícios e prejuízos, se destacando o atual momento do Brasil de uma nova sobrevalorização cambial. Por fim, analisa-se formas mais efetivas de utilização da política cambial, compatibilizando com o regime de metas de inflação do Brasil.

Palavras-chave: Câmbio. Crescimento econômico. Inflação. Brasil. Metas de inflação.

ABSTRACT

This study aims to analyze the possibility of a more effective exchange rate policy in Brazil, which adopts inflation targeting regime as monetary policy. First, it is shown the effects of a competitive exchange rate in economic growth, the advantages of having an undervalued exchange rate and the benefits of countries that had adopted it. Subsequently proceeds to analyze the trade off between competitive exchange rate and inflation. In this sense, studying the effects of a decrease in the exchange rate on the price level in an economy like Brazil is essential. The following explores the exchange rate policy adopted in Brazil after 1999 as much as its benefits and losses, highlighting the current situation in Brazil of a new exchange rate overvaluation. Finally, it analyzes more effective ways to use the exchange rate policy, aligning with the inflation targeting regime in Brazil.

Keywords: Exchange rate. Economic growth. Inflation. Brazil. Inflation targeting.

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO 8

2 CÂMBIO, CRESCIMENTO ECONÔMICO E INFLAÇÃO 10

3 A POLÍTICA CAMBIAL BRASILEIRA NA FASE PÓS 1999 - UMA LEITURA DE SEUS CUSTOS E BENEFÍCIOS 18

4 CONSIDERAÇÕES FINAIS 22

REFERÊNCIAS 24

1 INTRODUÇÃO

O presente trabalho visa realçar a discussão sobre a possibilidade de uma utilização mais efetiva de políticas cambiais preventivas no Brasil, que adota o regime de metas de inflação como política monetária.

O Brasil adotou o regime de câmbio flutuante em janeiro de 1999, sob pressão de uma violenta crise cambial. Apenas seis meses depois, o governo decidiu também implantar o sistema de metas inflacionárias, completando-se o desenho de um novo modelo de política macroeconômica, que comportava também a geração de elevados superávits primários nas contas públicas.

Neste novo arranjo, a taxa de juros básica da economia seria o principal instrumento para atingir a meta inflacionária, enquanto à taxa de câmbio (flutuante) ficaria reservado o papel de promover o ajuste do balanço de pagamentos.

Desde então se sucederam fases de estabilidade cambial e de grande volatilidade e desalinhamento da taxa de câmbio. Tendo resistido bem às fases de estresse, o novo regime cambial passou a desfrutar de aceitação ampla entre economistas e governo.

No entanto, o Brasil não se preocupou em ter uma taxa de câmbio competitiva, que possibilitasse aumentar as exportações e, consequentemente, a indústria, promovendo um crescimento econômico sustentado. Vários países adotaram essa estratégia de *export led growth* que vem apresentando resultados mais interessantes que os países da América Latina. Estes países, pelo recente histórico de inflação, parecem temer desvalorizar o câmbio com o receio de um aumento no nível de preços.

Após apresentar os efeitos de um câmbio desvalorizado no crescimento econômico, este trabalho analisa justamente o *trade off* existente entre uma taxa de câmbio competitiva e a inflação.

Nesse sentido, se apresenta os mecanismos pelos quais uma taxa de câmbio desvalorizada gera crescimento econômico assim como expõe os efeitos de uma desvalorização cambial no nível de preços de uma economia como o Brasil.

A seguir se examina a política cambial adotada no Brasil pós 1999 e quais foram seus benefícios e prejuízos, se destacando o atual momento do Brasil de uma nova sobrevalorização cambial.

Por fim, analisa-se formas mais efetivas de utilização da política cambial, compatibilizando com o regime de metas de inflação do Brasil.

Importante destacar que este trabalho não tem como escopo uma abordagem econométrica sobre assunto, e sim chamar a atenção a um problema muitas vezes preterido nos debates econômicos, qual seja, os efeitos positivos de um câmbio desvalorizado no crescimento de uma economia.

2 CÂMBIO, CRESCIMENTO ECONÔMICO E INFLAÇÃO

Segundo Williamson (2003), o pensamento convencional descreve três abordagens principais para a escolha da política cambial. A abordagem da âncora nominal, defendida por aqueles que acreditam no papel da política cambial como garantia da estabilidade de preços. A abordagem das metas reais que reconhece a importância das taxas de câmbio na determinação do equilíbrio macroeconômico. E, por fim, a abordagem da estabilidade da taxa de câmbio, que ressalta os problemas da instabilidade cambial para a economia. Estas são, para Williamson, a essência da estrutura de análise que é utilizada por autores que acreditam em um fim específico da política cambial.

Nesse contexto, o autor destaca uma abordagem alternativa para a escolha da política cambial, denominada por ele abordagem da taxa de câmbio como estratégia de desenvolvimento (*Exchange Rate Development Strategy Approach*). (Williamson[1] *apud* Araújo, 2009).

Juntamente com Williamson, parcela não desprezível da literatura teórica e empírica que trata da relação entre taxa de câmbio real e crescimento econômico sugere que taxas de câmbio depreciadas estimulam o crescimento do produto no longo prazo.

Conforme bem anota Campos e Resende (2011), vários autores associam a experiência de forte expansão da atividade econômica dos países asiáticos, nos últimos 30 anos, à política de desvalorização cambial adotada nessa região (Rodrik, 2007; Dollar, 1992; Razin e Collins, 1997; Fajnzylber, 2002; Gala, 2007; Gala e Libânio, 2008;). Além destes, países como Chile, Uganda e Ilhas Maurício, na década de 1980 e Tanzânia, a partir de meados dos anos 1970 até a segunda metade dos anos 1990, também são apontados como exemplo no que se refere ao papel da taxa de câmbio para o desempenho econômico.

Já no âmbito econométrico, Hausmann et al[2] (apud Damiani, 2008), ao analisar um total de 110 países (sendo que destes pelo menos 60 tiveram um período de crescimento acelerado no século XX), observou que uma taxa de

---

[1] WILLIAMSON, John. **Exchange rate policy and development Presented in initiative for Policy Dialogue Task Force on Macroeconomics**. Columbia, New York, 2003.

[2] HAUSMANN, Ricardo; PRITCHETT, Lant.; RODRIK, Dani. **Growth accelerations**. John F. Kennedy School of Government, Harvard University, Draft, Apr. 2004.

câmbio competitiva (subvalorizada) foi uma das características comuns à maioria dos casos.

Segundo Bresser Pereira (2007), uma taxa de câmbio competitiva evita problemas com a balança de pagamentos e tende a aumentar o nível de investimento e poupança de um país via aumento das exportações.

Por sua vez, Rodrik (2007) argumenta que, sendo a taxa de câmbio real a razão entre os preços dos bens comerciáveis (*tradables*) e dos bens não-comerciáveis (*non-tradables*), então, uma desvalorização cambial resultaria num aumento da lucratividade relativa no setor de bens comerciáveis, que o estimularia a expandir-se.

Segundo Gala (2007), uma das maiores contribuições de se ter uma moeda desvalorizada é o acréscimo no nível de investimento e no processo de acumulação de capital. Nesse quadro, para cada nível de produtividade, a taxa de câmbio definiria o nível do salário real ao estabelecer os preços relativos dos *tradables* e *non-tradables*. Como consequência, uma moeda relativamente depreciada se igualaria a preços maiores dos *tradables*, salário real menor, margens de lucro maiores e, por conseguinte, expansão dos investimentos. Ainda, a desvalorização seria responsável por elevar o nível do emprego e dos investimentos através do aumento da utilização da capacidade instalada, oriundo de uma maior exportação. Portanto, se as respostas ao investimento e à exportação forem suficientemente elásticas, a economia entrará num padrão de crescimento liderado pelo investimento (Campos; Resende, 2011)

Nesse contexto, simplificando, conforme bem aponta Araújo (2009), uma apreciação relativa da moeda nacional significa menores preços dos produtos comercializáveis, maiores salários reais, menor margem de lucro, maior consumo e menor investimento. Já uma moeda depreciada significa maior preço dos produtos comercializáveis com o exterior, menores salários reais, maiores margens de lucro e investimento.

Ademais, é importante considerar que ao estimular a produção industrial voltada para o mercado internacional, a desvalorização da taxa de câmbio contribui para que os países alcancem patamares superiores na "corrida tecnológica". Ter-se-ia, assim, o início de um verdadeiro ciclo virtuoso, num setor como o manufatureiro no qual há prevalência da lei dos rendimentos crescentes de escala, de forma que

um aumento na produção de bens deste setor proporciona ganhos de produtividade.

Logo, como bem destaca Gala e Libânio (2008), com a simples adoção de uma taxa de câmbio mais competitiva se poderia dar início a um "*start-up shock*" sobre as exportações, iniciando um ciclo virtuoso de crescimento.

Nesse caso, é evidente a realocação dos recursos da economia dos setores não manufatureiros, especialmente, os de *non-tradables* e de *commodities*, nos quais vigem os retornos decrescentes de escala, para a indústria, que é tida como o "motor do crescimento" pelo seu papel de elevar a produtividade média da economia. Assim, a produtividade da economia é positivamente afligida em virtude da subvalorização cambial (Campos e Resende, 2011).

Nesse contexto, é importante ressaltar, ainda, o destaque que Missio, Schettini, Jayme Jr (2009) dão ao papel chave das exportações como mecanismo de sustentação da demanda. Elas são o único componente autônomo da demanda que pode, ao mesmo tempo, ser capaz de estimular a própria demanda agregada e ainda relaxar a restrição do balanço de pagamentos (BP), concluem os autores. Esse segundo efeito garantiria a possibilidade de a economia sofrer um impulso adicional (supermultiplicador de Hicks) em termos de crescimento, sem recair no problema das contas externas, com sistemáticos déficits em Conta Corrente.

Ainda nesse ínterim, é importante colocar que dos cinco preços que regulam o sistema econômico – taxa de câmbio, taxa de juros, taxa de inflação, taxa de salários e taxa de lucros – a taxa de câmbio é a mais estratégica para os países em desenvolvimento, segundo Bresser Pereira (2007).

Para o autor, a condição básica para o crescimento econômico de um país é que sua taxa de câmbio seja competitiva, não muito apreciada, de modo a estimular a exportação e o investimento. Assim sendo, Bresser Pereira (2007) explica que a teoria econômica tradicional diz que países em desenvolvimento crescem mais rapidamente que os países ricos, e desta maneira, o câmbio destes últimos se apreciam de modo a não prejudicar sua competitividade internacional. No entanto, o autor questiona a teoria tradicional dizendo que nem sempre isso se cumpre, e o que acontece é uma certa tendência à sobreapreciação do câmbio, uma vez que a taxa de câmbio destes países em desenvolvimento permaneça relativamente apreciada.

Logo, tem-se, curiosamente, que os países em desenvolvimento tendem a ter

uma taxa de câmbio mais sobre valorizada do que os países desenvolvidos. Isso ocorre por quatro razões principais (Bresser Pereira, 2007):

1) A doença holandesa. Os países em desenvolvimento são mais suscetíveis a ter rendas ricardianas – "rendimentos dos recursos naturais além do capital na forma de lucros em sentido estrito".
2) Os países em desenvolvimento têm um montante de capital mais escasso do que os países desenvolvidos; o que gera uma taxa de lucro e uma taxa de juros mais atraente, que por si só atrai mais investimentos externos, pressionando a taxa de câmbio para baixo.
3) Alguns países em desenvolvimento usam a taxa de câmbio como uma âncora para controlar a inflação. Veja-se que isso ocorre principalmente nos países com um histórico de alta inflação, como é o caso do Brasil e da maioria dos países sul-americanos. Esta razão é de suma importância para se entender por que o câmbio é valorizado no Brasil, e será profundamente analisada adiante quando evidenciado *o trade off* entre câmbio competitivo e a busca pela meta de inflação.
4) Uma política de Populismo – também evidenciada nos países da América Latina – que usa a taxa de câmbio como ferramenta para aumentar artificialmente o poder de compra dos trabalhadores.

Dentre as razões expostas, a equivocada crença de que se pode utilizar a taxa de câmbio como instrumento de controle da inflação é um dos principais motivos de uma sobrevalorização nos países em desenvolvimento. Bresser Pereira (2007) critica a ortodoxia convencional e não coaduna com a preocupação dos ortodoxos de que ao depreciar o câmbio, ocorrerá um aumento de inflação. O autor afirma que o aumento dos preços (para uma economia aberta e competitiva) é temporário, é a famosa bolha inflacionária, que logo se murcha. E no Brasil, esta política é utilizada pelo medo que os agentes têm do estigma e do histórico recente de inflação que o país passou. Desta maneira, há sempre um certo receio por parte do Banco Central, que prefere manter o câmbio apreciado mesmo que muitas vezes o país não se encontre com excesso de inflação.

Caso uma economia queira combater a apreciação de sua moeda, uma alternativa seria, portanto, a administração de sua taxa de câmbio – alternativa essa muito usada pelas economias que se caracterizam pelo *export led growth*, como por

exemplo, a China.

A maneira de administrar a taxa de câmbio não é consenso entre os economistas. Bresser Pereira (2007), no entanto, cita casos de sucesso de alguns países que utilizaram o imposto sobre as exportações que causam a doença holandesa a fim de se amenizar a apreciação da moeda. É importante considerar que os recursos obtidos dessa taxação não poderiam entrar no país, devendo ser aplicado em um fundo no exterior. (Bresser Pereira[3] *apud* Damiani, 2008)

O caso da Noruega é um bom exemplo. O país taxou sua produção de petróleo e aplicou esses recursos em um fundo internacional. Esse modelo deveria ser seguido pelo Brasil, principalmente neste momento em que a produção de petróleo do país está crescendo consideravelmente em razão da extração do pré-sal e as exportações de *commodities* batem recorde a cada ano.

Veja-se que essa política parece ser contraditória com a estratégia de *export led growth*, no entanto, a ideia por trás da medida é garantir uma taxa de câmbio competitiva para produtos exportados de maior valor agregado, impedindo que os lucros extraordinários dos produtos primários comprometam a competitividade de setores relacionados com uma maior remuneração do trabalho, setores mais identificados com uma economia desenvolvida (Damiani, 2008).

Ademais, é importante considerar que os efeitos da alta volatilidade cambial podem ser mais perversos para os países emergentes que apresentam: (i) elevada fragilidade externa e efeito *pass-through*, (ii) descasamento entre ativos e passivos em moeda estrangeira e (iii) falta de credibilidade da política econômica.

O Efeito *pass-through* consiste que as mudanças nos preços das importações acarretam aumento nos preços domésticos. Num contexto de regime de metas de inflação, o efeito torna-se ainda mais importante, pois afeta o cumprimento das metas e, consequentemente, a taxa de juros. Nesse regime, a credibilidade da autoridade monetária (confiança no cumprimento da meta) é extremamente importante para que a formação de expectativas dos agentes seja influenciada. Assim, ao se utilizar a taxa de juros para conter a volatilidade perde-

---

[3] BRESSER PEREIRA, Luiz Carlos. **Macroeconomia da Estagnação.** São Paulo: Editora 34. 2007.

se certo grau de autonomia na condução da política monetária.

Estudos mostram que países emergentes procuram conter as variações cambiais utilizando as reservas cambiais e a taxa de juros doméstica. Sendo assim, instrumentos capazes de minimizar a volatilidade cambial poderiam permitir maior autonomia de política monetária (Gomes, 2009).

Diante do exposto, não há como negar que a errônea crença de que se pode utilizar a taxa de câmbio como instrumento de controle da inflação é uma das mais importantes razões de se ter uma sobrevalorização cambial nos países em desenvolvimento, principalmente os da América Latina. E isso com certeza afetou o histórico de crescimento econômico e ainda repercute nas economia dos países latino americanos.

A seguir, apresenta-se um quadro do suposto trade-off entre câmbio competitivo e inflação, analisando-se principalmente o caso brasileiro.

Ao mesmo tempo em que a desvalorização cambial promove o progresso do setor industrial, não há como negar que ela afeta também os preços de uma economia. Isso se dá por meio de dois canais fundamentais: por um lado, no contexto de uma economia aberta, ela se materializa em uma pressão sobre os custos industriais. Esse impacto é tão mais intenso quanto maior a participação dos insumos, partes e peças importadas na composição de suas estruturas de custo. Tal efeito direto gera desdobramentos de segunda ordem, cuja intensidade depende do nível de utilização de insumos importados dos fornecedores nacionais.

Segundo os autores Pereira e Carvalho (2000), outro canal de ligação da desvalorização aos preços depende do comportamento dos *mark ups* industriais no contexto de mudança cambial. A mudança de patamar da taxa de câmbio nominal descomprime a pressão concorrencial exercida, nos marcos de uma economia aberta, sobre as decisões de determinação dos *mark ups* praticados pelas empresas líderes no setor transacionável. Mantido tudo o mais constante, a desvalorização cambial tende a ampliar a capacidade das firmas líderes de elevarem as margens, sem que isso se traduza em uma perda de *market share*. Os *mark ups* industriais podem inflar-se em função do ajuste às novas condições de concorrência impostas pelo novo patamar da taxa de câmbio. Esse efeito de reacomodação das margens nas cadeias produtivas deve processar-se em uma temporalidade distinta daquela na qual transcorrem e se dissipam os efeitos diretos sobre custos. A intensidade desse movimento varia de setor para setor, e é relativamente mais importante para

os segmentos fortemente comercializáveis e para os quais a elasticidade-preço da de- manda induz uma relação favorável em termos de perda de *market share* relativo à elevação das margens de lucro.

Um dos elos entre a desvalorização e as margens desejadas é a rentabilidade relativa das operações de exportação e venda para o mercado doméstico. Em segmentos com grande coeficiente exportado é possível que a rentabilidade tomada nas operações de exportação, no novo patamar de taxa de câmbio, estimule um reajuste dos *mark ups* domésticos, para equalizar a rentabilidade das vendas externas e internas (Pereira; Carvalho, 2000).

Ao estudar os impactos de uma desvalorização cambial sobre os custos industriais, os autores Pereira e Carvalho (2000) elaboraram a seguinte tabela apresentada nesse trabalho como tabela 1. Esta fornece uma indicação da sensibilidade das estruturas de custos setoriais aos movimentos da taxa de câmbio e retrata os impactos da depreciação da taxa de câmbio nominal exercidos direta e indiretamente sobre os custos industriais. A tabela também apresenta uma estimativa de qual seria a variação dos preços industriais decorrente da desvalorização cambial em um cenário em que, por hipótese, a estrutura das margens de lucro nas cadeias produtivas não seja objeto de um ajuste expressivo.

Com o pressuposto de que os *mark ups* industriais permanecem relativamente estáveis a curto prazo, o exercício avalia o esgotamento dos efeitos da desvalorização sobre os custos setoriais.

Como os próprios autores alertam, cabe salientar que esses números não devem ser interpretados como projeções das taxas de inflação. Estes representam uma estimativa de qual componente da variação dos preços pode ser explicado em função da difusão da pressão de custos decorrentes de um choque cambial por meio dos encadeamentos intersetoriais. Esta considera como estáveis fatores que ingressam na composição de custos – como os salários nominais, por exemplo, e que, em uma economia desindexada, não são afetados pelas mudanças das paridades. É importante salientar que, em uma economia indexada, esses fatores seriam pressionados pelos efeitos de *feedback* da inflação nos segmentos transacionáveis sobre setores não transacionáveis.

Os impactos estimados totais oscilam entre 3,3% e 8,2% de pressão adicional sobre os índices de inflação ao consumidor, em um quadro em que a desvalorização nominal do câmbio se situaria entre 20% e 50%.

TABELA 1

Estimativa dos Impactos da Desvalorização nos Custos Industriais sob Hipótese de Estabilidade de Margens

Setor	A Participação das Importações nos Custos Variáveis	B Primeira Rodada do Impacto Indireto das Importações nos Custos Setoriais	C Impacto Indireto Total das Importações nos Custos de Cada Setor	D Diferença entre o Impacto Total e o Primeiro Impacto	E Sensibilidade dos Custos Setoriais à Variação Cambial	F Impactos da Variação da Taxa de Câmbio Nominal (Em porcentagem)	G	H
				C - B	A + C	VC 20 % 0,2 x E	VC 30% 0,3 x E	VC 50% 0,5 x E
Agropecuária	2,52	2,69	6,21	3,53	8,74	1,75	2,62	4,37
Extrativa mineral	2,52	3,56	8,27	4,71	10,79	2,16	3,24	5,39
Extração de petróleo e gás	2,38	1,93	4,81	2,88	7,19	1,44	2,16	3,59
Minerais não metálicos	2,75	3,14	7,83	4,69	10,58	2,12	3,17	5,29
Siderurgia	7,14	4,65	12,24	7,59	19,37	3,87	5,81	9,69
Metalurgia não ferrosos	14,94	6,83	14,57	7,74	29,51	5,90	8,85	14,75
Outros metalúrgicos	2,43	4,24	11,01	6,78	13,44	2,69	4,03	6,72
Máquinas e tratores	6,62	2,73	7,23	4,50	13,85	2,77	4,15	6,92
Material elétrico	6,46	5,46	12,92	7,46	19,38	3,88	5,81	9,69
Equipamentos eletrônicos	29,38	10,07	18,07	8,00	47,45	9,49	14,23	23,72
Automóveis, caminhões e ônibus	15,80	4,21	11,71	7,50	27,51	5,50	8,25	13,75
Outros veículos e peças	4,91	3,80	10,59	6,79	15,50	3,10	4,65	7,75
Madeira e mobiliário	1,83	2,64	7,40	4,76	9,22	1,84	2,77	4,61
Papel e gráfica	7,02	4,55	10,91	6,36	17,93	3,59	5,38	8,97
Indústria da borracha	10,18	7,36	16,05	8,70	26,23	5,25	7,87	13,11
Elementos químicos	5,02	2,81	7,01	4,20	12,04	2,41	3,61	6,02
Refino de petróleo	19,01	6,61	11,90	5,29	30,91	6,18	9,27	15,46
Químicos diversos	14,15	7,66	15,34	7,68	29,48	5,90	8,85	14,74
Famacêutica e perfumaria	14,08	4,33	9,42	5,09	23,49	4,70	7,05	11,75
Artigos plásticos	7,55	8,09	14,58	6,49	22,13	4,43	6,64	11,06
Indústria têxtil	10,74	7,12	16,68	9,57	27,42	5,48	8,23	13,71
Artigos de vestuário	4,97	5,98	15,17	9,20	20,14	4,03	6,04	10,07
Fabricação de calçados	6,00	4,45	11,62	7,17	17,62	3,52	5,29	8,81
Indústria do café	0,18	1,30	5,88	4,58	6,06	1,21	1,82	3,03
Beneficiamento de prod. vegetais	4,83	2,52	7,69	5,17	12,52	2,50	3,76	6,26
Abate de animais	0,64	2,15	7,43	5,28	8,07	1,61	2,42	4,03
Indústria de laticínios	1,85	2,26	7,91	5,65	9,77	1,95	2,93	4,88
Indústria do açúcar	1,76	3,07	9,40	6,32	11,16	2,23	3,35	5,58
Fabricação de óleos vegetais	3,76	3,01	9,43	6,42	13,20	2,64	3,96	6,60
Out. produtos alimentares	4,97	3,20	8,90	5,70	13,87	2,77	4,16	6,93
Indústrias diversas	4,37	3,31	7,89	4,58	12,26	2,45	3,68	6,13
Serv. utilidade pública	4,97	2,25	4,57	2,32	9,54	1,91	2,86	4,77
Construção civil	2,30	1,94	5,93	3,99	8,23	1,65	2,47	4,11
Comércio	1,50	2,92	5,64	2,72	7,14	1,43	2,14	3,57
Transportes	11,32	5,39	10,69	5,30	22,01	4,40	6,60	11,00
Comunicações	3,70	1,28	2,68	1,40	6,38	1,28	1,91	3,19
Instituições financeiras	1,01	0,58	1,62	1,04	2,63	0,53	0,79	1,32
Serv. prestados às famílias	1,67	2,26	6,07	3,81	7,73	1,55	2,32	3,87
Serv. prestados às empresas	1,43	1,53	3,77	2,24	5,20	1,04	1,56	2,60
Aluguel de imóveis	0,39	0,15	0,47	0,33	0,87	0,17	0,26	0,43
Administração pública	1,72	1,41	3,53	2,12	5,25	1,05	1,57	2,62
Serviços privados não mercantis	0,22	0,28	0,82	0,54	1,04	0,21	0,31	0,52

Fonte: Pereira e Carvalho (2000), com base na matriz de insumo-produto de 1995.

Aparentemente, tais resultados se apresentam expressivos, no entanto, é importante considerar o aumento da oferta à medida que o setor industrial vai se desenvolvendo, pelos motivos já expostos. Ademais uma desvalorização de 50% seria uma desvalorização altamente agressiva.

O que não se pode negar é a presença de um certo *trade-off* entre câmbio competitivo e inflação. E num contexto de regime de câmbio flexível, com metas inflacionárias e economia aberta, a identificação desse componente inflacionário, via pressão de custos, é essencial para que a autoridade responsável pelo cumprimento das metas possa *calibrar* o *mix* de políticas relevantes.

3 A POLÍTICA CAMBIAL BRASILEIRA NA FASE PÓS 1999 - UMA LEITURA DE SEUS CUSTOS E BENEFÍCIOS

Desde a implantação do Plano Real em 1994 até 1999, o Brasil vivenciou um cenário de política de valorização cambial, de incentivo às importações e desincentivos às exportações. Neste período, houve um grande endividamento do governo, por conta dos déficits nas contas de Transações Corrente e Balança Comercial, o que invariavelmente trouxe a necessidade de se recorrer à poupança externa. Ao estudar o período em questão, Bresser Pereira (2001) aponta que tal dependência do capital externo é economicamente inviável à longo prazo, devido os constantes déficits em Transações Correntes.

A crítica do autor a este modelo de dependência da poupança externa foi feita analisando justamente o comportamento de economias emergentes da década de 90. E realmente com o passar do tempo esse sistema foi se deteriorando. Com o advento da crise mexicana (1994), da crise asiática (1997) e, principalmente da crise Russa (agosto de 1998), o Brasil não suportou manter a forte valorização da moeda.

Finalmente, em 1999 implodiu no Brasil a desconfiança da política de apreciação cambial tendo em vista a deterioração dos fundamentos macroeconômicos pela qual a economia brasileira passou no período 1994/1999. O aumento dos déficits em transações correntes, na balança comercial, da dívida externa, do desemprego, e baixíssimo crescimento do PIB somente alavancaram a dependência da poupança externa, e enfim se verificou a insustentabilidade de tal sistema.

Em janeiro de 1999, sob pressão de uma violenta crise cambial, o governo abandonou o sistema de bandas cambiais, com o câmbio fixo e valorizado, e passou a adotar o sistema de câmbio flutuante. O impacto foi imediato e o câmbio chegou a ter uma desvalorização de 70%.

Seis meses depois, em agosto de 1999, com a implantação do sistema de metas inflacionárias, completava-se o desenho de um novo modelo de política macroeconômica, que comportava também a geração de elevados superávits primários nas contas públicas. 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 num processo inflacionário muito prejudicial. (Godoy, 2010)

Neste novo arranjo, a taxa de juros básica da economia seria o principal instrumento para atingir a meta inflacionária, enquanto à taxa de câmbio (flutuante) ficaria reservado o papel de promover o ajuste do balanço de pagamentos. Desde então se sucederam fases de estabilidade cambial e de grande volatilidade e desalinhamento da taxa de câmbio. Tendo resistido bem às fases de estresse, o novo regime cambial passou a desfrutar de aceitação ampla entre economistas e governo.

Desde a implantação do regime de câmbio flutuante no Brasil, em 1999, a economia logrou ajustes substanciais no balanço de pagamentos através de fortes desvalorizações cambiais, e ao mesmo tempo foi capaz, através de uma política monetária guiada por metas inflacionárias, de manter a inflação em níveis aceitáveis. Por outro lado, o comércio internacional do país expandiu-se a taxas vigorosas (Gomes, 2009).

A Partir de 1999, com a mudança do sistema de bandas que mantinha o câmbio fixo e valorizado, para o de regime flexível, houve um grande incremento nas exportações que impulsionaram o crescimento econômico. Nesse aspecto, a participação das exportações no PIB salta de 6,9% em 1998 para 16,4% em 2004 (IPEADATA, 2013).

Verifica-se, portanto, relativo sucesso da implantação do câmbio flutuante no Brasil. Nesse sentido, tem-se que a política de taxa de câmbio flutuante é, reconhecidamente, a mais adequada: as forças de mercado devam ser os principais vetores de determinação da taxa de câmbio. Não obstante, elas tendem a não incorporar os benefícios mais amplos à economia associados às atividades exportadoras e que não estão presentes em outras atividades econômicas.

Ademais, à luz do modelo Mundell-Fleming com livre mobilidade de capitais, o regime de câmbio flexível é o que melhor garante a autonomia das autoridades monetárias na condução da política monetária. (Gomes, 2009)

Voltar para regimes de taxas de câmbio fixas ou rigorosamente administradas ou mesmo abandonar o regime de metas de inflação – cuja administração tem impacto direto sobre o câmbio – não se apresentam como alternativas, até mesmo pelo histórico de utilização de tais instrumentos pelo país e o sucesso da implantação das metas de inflação.

No entanto, por conta da alta volatilidade do câmbio e, principalmente, pela apreciação demasiada que o real vem sofrendo nos últimos anos, pode-se provocar,

nos próximos anos, uma reversão do ajuste externo obtido.

Um ajuste no mix de política econômica, que compreendesse juros bem mais baixos e um câmbio um pouco mais depreciado – e estável – do que o atual, poderia contribuir substancialmente para que a economia alcançasse taxas de crescimento mais elevadas. Evidentemente, haveria que dispor de instrumentos que permitissem conter algum excesso de pressão inflacionária derivado da combinação de crescimento mais rápido com alguma depreciação cambial (Souza; Rutkoski Hoff, 2006)

Segundo a CNI (2010), o que se deve fazer é diminuir o rigor monetário em um ambiente de pressões de custos originárias do exterior – em especial em uma ambiente mundial de taxas de juros quase nulas. A manutenção de juros domésticos elevados reforça a tendência de valorização da moeda, causa distorções na alocação dos recursos e no direcionamento do investimento.

Nessa perspectiva, não há outra solução senão adequar a política fiscal brasileira para que passe a ser coerente com os objetivos da política monetária, tirando desta última a responsabilidade única e exclusiva de manter a estabilidade monetária. Somente dessa forma as taxas de juros brasileiras poderão ser diminuídas, evitando valorização excessiva do real sem prejudicar a estabilidade monetária. Assim, deve-se promover medidas de caráter tributário, financeiro, regulatório bem como a promoção da própria infraestrutura para amenizar a perda de competitividade das empresas brasileiras no mercado externo e permitir também melhores condições de competição com os produtos estrangeiros no mercado brasileiro.

Veja-se que a moeda brasileira é a que mais se valorizou na primeira década do séc. XXI. Ao se comparar a valorização desde 2003 entre várias moedas e a média de 2009, vê-se que o Real é a moeda que apresentou a maior valorização (a média recuou de R$ 3,54/US$ para R$ 1,74). A valorização é muito superior à observada em moedas de países desenvolvidos, como o Iene e o Euro.

Quando se analisa a taxa de câmbio real, isto é, ajustada pela inflação, observa-se que o real hoje está mais valorizado que em 1999. A sobrevalorização do real pode ser percebida por outros indicadores, como o índice Big Mac[4].

[4] Índice calculado sobre o preço do Big Mac em mais de 100 países, tendo como objetivo medir o grau de sobre - ou subvalorização - de uma divisa em relação ao dólar americano, comparando os preços do hambúrguer Big Mac nos Estados Unidos com o preço do Big Mac do país no qual se pretende comparar a moeda.

Comparando o índice Big Mac nos Estados Unidos e no Brasil, vê-se que o Real está 12,6% sobrevalorizado. A moeda chinesa, por exemplo, está entre as mais desvalorizadas do mundo: 48,7% abaixo do valor, segundo o índice Big Mac.

A partir de 2010, o real voltou a perder valor frente ao dólar, ainda que na presença de oscilações. A principal razão é o cenário econômico internacional (e não por medidas adotadas) que foi inundado por incertezas a partir da chamada "crise europeia", que perdura até os dias de hoje (2013). Por sua vez, a evolução do déficit de transações correntes brasileiro também explicam a volatilidade do câmbio (CNI, Comissão de Finanças e Tributação, 2010).

O patamar valorizado em que se encontra o Real é a grande preocupação da indústria brasileira hoje. Com a superação da crise econômica de 2009, o problema voltou a ganhar importância entre os principais problemas enfrentados pela indústria. As duas edições da *Sondagens Industrial CNI* realizadas em 2010 revelam que a questão é o terceiro principal problema enfrentado pelas empresas industriais.

A valorização do câmbio reduz a competitividade dos produtos brasileiros, diminui a rentabilidade das exportações e inibe investimentos para a exportação. Com isso, prejudica um vetor fundamental para o crescimento do país, quais sejam, as exportações.

Ao mesmo tempo, incentiva o aumento (exagerado) das importações cujos valores progrediram em 210% entre 2000 e 2008. Veja-se que esse aumento exacerbado das importações não representa uma maior abertura do país para o mercado mundial, e sim a real perda de competitividade das empresas brasileiras frente às do exterior (CNI, Comissão de Finanças e Tributação, 2010).

4 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este trabalho apresentou que a adoção de uma taxa de câmbio mais competitiva poderia dar início a um "*start-up shock*" sobre as exportações, iniciando um ciclo virtuoso de crescimento.

Uma depreciação relativa da moeda nacional significaria maiores preços dos produtos comercializáveis com o exterior, menores salários reais, maiores margens de lucro e investimento. Assim, uma desvalorização seria responsável por elevar o nível do emprego e dos investimentos através do aumento da utilização da capacidade instalada, oriundo de uma maior exportação.

Destarte, a condição básica para o crescimento econômico de um país é que sua taxa de câmbio seja competitiva, não muito apreciada, de modo a estimular a exportação e o investimento.

O problema é que os países em desenvolvimento tendem a ter uma sobrevalorização cambial, cuja principal razão é a errônea crença de que se pode utilizar a taxa de câmbio como instrumento de controle da inflação.

A depreciação do câmbio, como visto, pode sim gerar um aumento na inflação. No entanto, o aumento dos preços para uma economia aberta e competitiva pode ser temporário, consistindo de uma bolha inflacionária que logo se murcha.

No Brasil, por sua vez, esta política de controle inflacionário via taxa de câmbio é utilizada principalmente em decorrência do medo que os agentes possuem devido o recente histórico de inflação que o país passou. Desta maneira, há sempre um certo receio por parte do Banco Central, que prefere manter o câmbio apreciado mesmo que muitas vezes o país não se encontre com excesso de inflação.

O que não se pode negar é que o conservadorismo do Banco Central pode estar prejudicando um crescimento econômico mais sustentado no médio prazo. Ao se manter o câmbio de maneira que iniba as exportações e, consequentemente, o desenvolvimento do setor industrial, o Brasil pode estar tomando um caminho errôneo e sem volta. Há tempos verificam-se índices de crescimento maiores nos países asiáticos, que adotaram o *export led growth* como modelo de desenvolvimento, deixando os países da América Latina para trás.

Com relação ao caso Brasileiro, a adoção do sistema de câmbio flutuante em 1999 trouxe inúmeras vantagens ao país, dentre elas, a promoção do ajuste do

balanço de pagamentos e manutenção dos níveis de preços, baseados numa política monetária com metas inflacionárias.

No entanto, o ajuste externo obtido está ameaçado por conta da alta volatilidade do câmbio e, principalmente, pela apreciação demasiada que o real vem sofrendo nos últimos anos. Logo, é imprescindível encontrar soluções que corrijam esses desequilíbrios e abram caminho por um crescimento mais sustentado. Nesse sentido, é indispensável se pensar num modelo de câmbio competitivo (e estável) juntamente com ganhos de produtividade, os quais seriam alcançados, por exemplo, com uma política fiscal mais frouxa.

Nessa perspectiva, não há outra solução senão adequar a política fiscal brasileira para que passe a ser coerente com os objetivos da política monetária, tirando desta última a responsabilidade única e exclusiva de manter a estabilidade monetária.

Desta forma as taxas de juros brasileiras poderiam ser diminuídas, concomitantemente com uma desvalorização cambial do real, sem prejudicar a estabilidade monetária. Assim, deve-se promover medidas de caráter tributário, financeiro, regulatório bem como a promoção da própria infraestrutura para amenizar a perda de competitividade das empresas brasileiras no mercado externo e permitir também melhores condições de competição com os produtos estrangeiros no mercado brasileiro.

REFERÊNCIAS

ARAÚJO, Eliane Cristina de. **Nível de câmbio e crescimento econômico: teorias e evidências para países em desenvolvimento e emergentes – 1980-2007**. Rio de Janeiro – RJ, 2009.

BRESSER PEREIRA, Luiz Carlos. **Macroeconomia da Estagnação.** São Paulo: Editora 34. 2007.

BRESSER PEREIRA, Luiz Carlos. **Fragilidade que Nasce da Dependência da Poupança Externa.** Valor 1000, 2001.

CAMPOS, Marlon Torres; RESENDE, Marco Flávio da Cunha. **Taxa de câmbio real e crescimento econômico: novos canais de transmissão**. 2011.

CNI. Comissão de Finanças e Tributação. **Taxas de Juros e Câmbio: Efeitos dos juros e do câmbio sobre a indústria**. 2010.

DAMIANI, Daniel Neves. **Os efeitos da taxa de câmbio no crescimento econômico: uma comparação entre países emergentes e países desenvolvidos.** Dissertação do Curso de Mestrado em Desenvolvimento Econômico, UFPR, Curitiba, Paraná, 2008.

DIXON, R.; THIRLWALL, A. P. **A model of regional growth-rate differences on kaldorian lines**. Oxford Economic Papers, Vol. 27, nº 2, p. 201-214, 1975.

GALA, Paulo. **Real exchange rate levels and economic development: theoretical analysis and empirical evidence**. Sao Paulo Escola de Administração, Fundação Getulio Vargas. 2007.

GALA, Paulo; LIBÂNIO, G. A. **Exchange rate policies, patterns of specialization and economic development.** In: 10th International Post Keynesian Conference, Kansas City - EUA. 2008.

GODOY, Rafael Gualano de. **Política cambial brasileira contemporânea: 1980-2009.** Monografia de Conclusão de Curso de Ciências Econômicas, UFPR, Curitiba, Paraná, 2010.

GOMES, Emílio Flávio Guerra. **Regimes cambiais, controles de capitais e autonomia de política monetária.** Dissertação do Curso de Mestrado em Desenvolvimento Econômico, UFPR, Curitiba, Paraná, 2009.

INSTITUTO DE PESQUISA EM ECONOMIA APLICADA (IPEA). IPEADATA: Banco de Dados do Instituto de Pesquisa em Economia Aplicada. **Macroeconômico**. 2013. Disponível em: <http://www.ipeadata.gov.br >. Acesso em: março, 2013.

MISSIO, Fabricio J; SCHETTINI, Bernardo P; JAYME JR, Frederico. **Câmbio e crescimento: teoria e implicações de política econômica.** Belo Horizonte: UFMG/Cedeplar, 2009.

PEREIRA, Thiago Rabelo; CARVALHO, Alexandre. **Desvalorização Cambial e seu Impacto Sobre os Custos e Preços Industriais no Brasil - uma Análise dos Efeitos de Encadeamento nos Setores Produtivos.** Brasília, Distrito Federal, 2000.

RODRIK, Dani. **The real exchange rate and economic growth: Theory and evidence.** Working Paper 2008-0141, John F. Kennedy School of Government, Harvard University, 2007.

SOUZA; Francisco Eduardo Pires de; RUTKOSKI HOFF, Cecília. **O Regime Cambial Brasileiro: 7 Anos de Flutuação**. 2006.