

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA E RELAÇÕES INTERNACIONAIS**

EDUARDO DE GASPERI

**O COMPORTAMENTO DA TAXA DE CÂMBIO BRASILEIRA NO PERÍODO
1999/2015:
A LÓGICA, OS DETERMINANTES E OS IMPACTOS**

Porto Alegre

2016

EDUARDO DE GASPERI

**O COMPORTAMENTO DA TAXA DE CÂMBIO BRASILEIRA NO PERÍODO
1999/2015:
A LÓGICA, OS DETERMINANTES E OS IMPACTOS**

Trabalho de conclusão submetido ao Curso de Graduação em Ciências Econômicas da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, como requisito parcial para obtenção do título Bacharel em Economia.

Orientador: Prof. Dr. Fernando Ferrari Filho

**Porto Alegre
2016**

EDUARDO DE GASPERI

O COMPORTAMENTO DA TAXA DE CÂMBIO BRASILEIRA NO PERÍODO

1999/2015:

A LÓGICA, OS DETERMINANTES E OS IMPACTOS

Trabalho de conclusão submetido ao Curso de Graduação em Ciências Econômicas da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, como requisito parcial para obtenção do título Bacharel em Economia.

Aprovado em:

BANCA EXAMINADORA:

Prof. Dr. Fernando Ferrari Filho – Orientador
UFRGS

Prof. Dr. Carlos Henrique Vasconcellos Horn
UFRGS

Prof. Dr. Marcelo Milan
UFRGS

AGRADECIMENTOS

Meus anos de graduação foram repletos de boas e inesquecíveis experiências, dentro e fora de sala de aula, pelas quais devo a minha gratidão a muitas pessoas diferentes. Mesmo sabendo da impossibilidade de agradecer a todos nominalmente, ou mesmo na proporção devida, gostaria de deixar o meu muito obrigado para algumas pessoas em especial, correndo o risco de ser injusto com os demais.

Aos meus pais, Airto e Vanir De Gasperi, pelo amor infinito que dedicam a mim desde o meu nascimento (ou até quem sabe antes desse), apoio irrestrito à concretização desse sonho de ser tornar economista e por instigar em mim o desejo pelo conhecimento desde pequeno. Amo muito vocês, jamais poderei ser grato o suficiente.

À Universidade Federal do Rio Grande do Sul e a todos os professores, técnicos e contribuintes que fizeram possível essa experiência, marcando para sempre minha formação pessoal e profissional. Em especial ao professor Fernando Ferrari Filho por ter colaborado com a orientação desse trabalho de conclusão de curso.

Não poderia deixar de agradecer ainda às pessoas incríveis que foram adicionadas a minha vida durante esse percurso, amigos cujo vínculo não acaba com a festa de formatura. Muito obrigado por terem acolhido tão bem aquele menino recém-chegado do interior para cursar economia na “cidade grande”, jamais imaginei me adaptar tão bem e conhecer pessoas tão maravilhosas. Vocês fizeram a escolha de cursar economia um grande acerto!

A todos os demais que passaram por a minha vida e auxiliaram de alguma forma no meu desenvolvimento como ser humano, o meu muito obrigado.

RESUMO

Em janeiro de 1999, o então diretor do Banco Central do Brasil, Francisco Lopes, anunciou o abandono da âncora cambial e a adoção imperativa do regime de livre flutuação no País. Em conjunto com o regime de metas de inflação e metas fiscais, definia-se a nova política macroeconômica brasileira. Sob o regime de câmbio flutuante, o esperado seria uma maior volatilidade da taxa de câmbio. Não foi o que aconteceu, embora de 1999 a 2003 a taxa de câmbio efetiva tenha se depreciado, a partir de 2003 teve início uma prolongada e quase contínua trajetória de apreciação, apenas interrompida momentaneamente durante a crise do subprime, gradualmente revertida a partir de 2011 e por fim, abruptamente depreciada em 2015. Esse trabalho tem como objetivo principal buscar explicações para tal comportamento pouco errático da taxa de câmbio. Considera-se a hipótese de que, por características próprias a alguns países em desenvolvimento, uma depreciação cambial pode ser indesejável e, por isso, deliberadamente evitada. Leva-se em consideração ainda a hipótese de que fatores estruturais decorrentes da abertura financeira e da doença holandesa contribuam, respectivamente, para crises de balanço de pagamentos e para a manutenção do *real* em patamares relativamente apreciados. Além disso, compõe objetivo secundário a análise descritiva do comportamento da conta de transações correntes, índice de inflação (IPCA) e da indústria de transformação no período, buscando destacar o impacto do câmbio sob essas variáveis.

Palavras-chave: Taxa de Câmbio. Brasil. Regime Cambial. Sobreapreciação Cambial. Medo de Flutuar. Pecado Original.

ABSTRACT

In January of 1999, the director of the Central Bank of Brazil at the time, Francisco Lopes, announced the end of the exchange-rate anchor and the mandatory adoption of the free floating exchange rate regime. Jointly with the inflation target regime and fiscal goals, the new Brazilian macroeconomic policy was settled. Under a free floating regime, the exchange rate was expected to be more volatile. It didn't occur this way, although the effective exchange rate had depreciated from 1999 to 2003, after 2003 it took a long and almost continuous trajectory of appreciation, only interrupt momentarily during the subprime crises in 2009, gradually reverted after 2011 and, finally, abruptly depreciated in 2015. This study aims to present explanations to this not erratic behavior of the exchange rate. We consider the hypothesis that, by characteristics particular to some developing countries, a currency depreciation might be undesirable and, because of it, purposely avoided. We also consider the hypothesis that structural factors stemming from financial liberalization and from the Dutch disease contributed, respectively, to crises in the balance of payments and to maintain the Real in a relatively appreciated level. Furthermore, we descriptive analyzed the behavior of the current account, inflation index (IPCA) and manufacturing industry in the period, searching for impacts of the exchange-rate in these variables.

Keywords: Exchange-Rate. Brazil. Exchange Rate Overappreciation. Fear of Floating. Original Sin.

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Taxa de Câmbio, Transações correntes e IPCA, de 1995 a 1999.....	24
Gráfico 2 – Taxa de câmbio efetiva real (IPCA), de 1999 a	
Gráfico 3– Saldo em Transações Correntes como percentual do PIB, de 1999 a 2015.....	52
Gráfico 4 – Índice de preço das <i>commodities</i> , de 1998 a 2015.....	53
Gráfico 5 – Evolução da balança comercial, de 1998 a 2015.....	54
Gráfico 6 – Evolução da Conta de Transações Correntes discriminada, de 1998 a 2015.....	55
Gráfico 7 – IPCA efetivo x metas de inflação, de 1999 a 2015.....	57
Gráfico 8 – Variação do IPCA discriminada por tipo de bem, de 1999 a 2015.....	59
Gráfico 9 – Pauta Exportadora por tipo de produto, de 1998 a 2015.....	61

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Fragilidade Financeira Externa e Saldo da Balança Comercial, de 1992 a 1997.....	17
Figura 2 – Índice de Fragilidade Financeira do Setor Público Brasileiro, de 1995 a 1999.....	23
Figura 3 – Índice de credibilidade da Política Monetária, de 2002 a 2013.....	39
Figura 4 – Índice de credibilidade da Política Fiscal, de 2002 a 2013.....	39
Figura 5– Evolução da Participação da Indústria de Transformação no PIB, de 1947 a 2014.....	60

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

BCB	– Banco Central do Brasil
COPOM	– Conselho de Política Monetária
CRED _F	– Índice de Credibilidade da Política Fiscal
CRED _M	– Índice de Credibilidade da Política Monetária
EUA	– Estados Unidos da América
FIESP	– Federação das Indústrias do Estado de São Paulo
FMI	– Fundo Monetário Internacional
IBGE	– Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
IFFSPB	– Índice de Fragilidade Financeira do Setor Público Brasileiro
IPCA	– Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo
MDIC	– Ministério do Desenvolvimento Indústria e Comércio
NCM	– Novo Consenso Macroeconômico
PIB	– Produto Interno Bruto
R\$	– Real brasileiro
RMI	– Regime de Metas de Inflação
SECEX	– Secretaria de Comércio Exterior
U\$	– Dólar Americano
URV	– Unidade Real de Valor
VEC	– Modelo Vetorial de Correção de Erros

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO.....	11
2 ANTECEDENTES E DESDOBRAMENTOS DA ESTABILIZAÇÃO: DAS ÂNCORAS CAMBIAL E MONETÁRIA À FLUTUAÇÃO CAMBIAL E O REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO.....	13
2.1 O Plano Real e as âncoras cambial e monetária	13
2.2 Política cambial: a versão oficial.....	14
2.3 Política Cambial: a visão crítica.....	15
2.4 A defesa da Âncora Cambial: a crise mexicana.....	18
2.5 A defesa da Âncora Cambial: a crise asiática.....	19
2.6 A defesa da Âncora Cambial: A moratória russa.....	20
2.7 O novo regime cambial.....	24
2.8 Considerações finais.....	27
3 AS POSSÍVEIS EXPLICAÇÕES PARA O COMPORTAMENTO DA TAXA DE CÂMBIO	28
3.1 Introdução.....	28
3.2 <i>Fear of Floating</i>	31
3.2.1- O Pecado Original.....	32
3.2.2 A Falta de Credibilidade da Política Monetária.....	36
3.3 A tendência à sobreapreciação da taxa de câmbio.....	42
3.3.1-A Doença Holandesa.....	43
3.3.2- A Estratégia de Crescimento com Poupança Externa.....	48
4 ANÁLISE COMPORTAMENTAL NO PERÍODO 1999-2015 DE VARIÁVEIS SELECIONADAS.....	51
4.1 Introdução.....	51
4.2 Transações Correntes.....	52
4.3 Inflação: IPCA.....	57

4.4 Indústria de Transformação.....	59
4.5 À guisa de conclusão.....	62
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	63
REFERÊNCIAS.....	66

1 INTRODUÇÃO

Em janeiro de 1999, o diretor do Banco Central do Brasil, Francisco Lopes, anunciou a imperativa mudança para o regime de livre flutuação cambial. O país atravessava uma década turbulenta: sucessivas crises financeiras em diferentes partes do planeta (México em 1994, sudeste asiático em 1997, Rússia em 1998), haviam tornado a manutenção de sua âncora cambial, que fora elemento fundamental no bem sucedido processo de estabilização dos preços desencadeado pelo Plano Real, demasiadamente custosa. O *real* apreciado frente ao dólar significava déficit na conta de transações correntes, que tinha que ser financiado por meio de fluxo de capital externo. A instabilidade do fluxo internacional de capital de curto prazo, facilmente interrompido diante de eventos de tensão global, aumentara a fragilidade externa da economia brasileira. Para evitar a fuga de capitais e a consequente depreciação do *real*, que colocaria em risco a ainda não consolidada estabilidade inflacionária, o país se via obrigado a praticar juros exorbitantes, contribuindo para a deterioração de sua situação fiscal. Diante do risco de uma moratória brasileira, se fez imperativa uma transição em direção a uma maior flexibilidade cambial, uma vez que o País não podia mais arcar com os custos de manutenção da âncora cambial. O regime de metas de inflação fora adotado junto com metas fiscais com a finalidade de garantir a sustentabilidade da dívida pública. Estava formado o “tripé macroeconômico” que nortearia a política macroeconômica a partir daí.

Entre 1999 e 2002, a taxa efetiva real de câmbio se depreciou fortemente, devido a tensões externas e internas: crise argentina, queda das ações em mercados internacionais, crise energética brasileira, atentados terroristas de 11 de setembro nos EUA e temor diante da sucessão presidencial brasileira. Contudo, uma vez que esses impasses deixaram de configurar fator de estresse, o *real* retomou uma intensa e prolongada trajetória de apreciação, momentaneamente interrompida pela crise do subprime em 2009, mas rapidamente retomada e aprofundada até 2011. A partir daquele ano a taxa de câmbio iniciou um processo de depreciação gradual, culminando em uma forte depreciação cambial durante o ano em de 2015.

Esse trabalho tem como objetivo principal a busca de explicações para tal comportamento pouco errático da taxa de câmbio, uma vez que, sob regime de câmbio flutuante, se esperaria uma maior volatilidade cambial no longo prazo ao invés de períodos relativamente longos de apreciação intercalados com depreciações. Considera-se a hipótese de que, por características próprias a alguns países em desenvolvimento, uma depreciação cambial pode ser indesejável

e, por isso, deliberadamente evitada. Leva-se em consideração ainda a hipótese de que fatores estruturais decorrentes da abertura financeira e da doença holandesa contribuam, respectivamente, para recorrentes crises de balanço de pagamentos e para a manutenção do *real* em patamares relativamente apreciados. Além disso, compõe objetivo secundário a análise de forma descritiva do comportamento da conta de transações correntes, índice de inflação (IPCA) e da indústria de transformação no período, buscando destacar o impacto do câmbio sob essas variáveis.

A taxa de câmbio é um dos preços macroeconômicos mais estratégicos de qualquer economia, tendo implicações diretas não apenas na estabilidade macroeconômica, mas na determinação da poupança e investimento e, assim, no próprio processo de desenvolvimento econômico de um país. Dado seu caráter central sobre a dinâmica econômica, o debate a cerca de seu comportamento é sempre atual e relevante.

A metodologia adotada por esse trabalho será a de uma revisão bibliográfica da literatura, seguida de uma análise descritiva de informações estatístico-econômicas. O trabalho apresenta-se dividido em quatro capítulos, além desta introdução. O primeiro capítulo consiste em uma breve revisão do contexto histórico que levou à adoção do “tripé” macroeconômico em 1999: o papel da âncora cambial no processo de estabilização inflacionária, as consecutivas crises financeiras internacionais e suas implicações sobre a sustentabilidade dessa. O segundo capítulo tem por objetivo levantar possíveis explicações para o comportamento da taxa de câmbio brasileira sob o regime de câmbio flutuante. São apresentadas: (i) a literatura do *fear of floating* (medo de flutuar) e (ii) a novo-desenvolvimentista. O terceiro capítulo busca relacionar o comportamento do câmbio com o da conta de transações correntes, da taxa de inflação e da indústria de transformação, avaliando seu possível impacto sobre essas. Por fim, a última seção está reservada às considerações finais.

2 ANTECEDENTES E DESDOBRAMENTOS DA ESTABILIZAÇÃO: DAS ÂNCORAS CAMBIAL E MONETÁRIA À FLUTUAÇÃO CAMBIAL E O REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO

2.1-O Plano Real e as âncoras cambial e monetária

Após diversas tentativas fracassadas de combate à hiperinflação vivenciada pela economia brasileira a partir da crise da dívida nos anos 1980, a mazela do descontrole de preços foi finalmente derrotada em julho de 1994 com a implementação da terceira e última fase do Plano Real, qual seja, a reforma monetária.

Mas o que foi o Plano Real? Conforme Bresser-Perreira (1994), o Plano Real se diferenciou dos demais planos adotados anteriormente por combater de maneira adequada as duas principais causas da inflação crônica brasileira: o déficit público e a indexação generalizada da economia (inércia inflacionária).

Segundo Ferrari Filho (2001), em uma primeira etapa, o déficit público foi sanado através de um ajuste fiscal de curto prazo, que combinou medidas de austeridade fiscal e aumento de receitas tributárias, reequilibrando as contas públicas. Em um segundo momento, a inércia inflacionária foi atacada através de um mecanismo inovador de coordenação prévia dos preços relativos, a Unidade Real de Valor (URV). Durante esse período, a URV exerceu a função de padrão de valor monetário, convivendo com o *cruzeiro real*, que permanecia exercendo a função de meio de pagamento. O objetivo era incentivar a desindexação da economia através da indexação geral dos contratos em URV, ou em outras palavras, a correção sincronizada dos preços relativos. A inovação e o grande mérito da URV consistem em utilizar-se do mecanismo de mercado para a desindexação da economia, respeitando os contratos, ao contrário do que acontecera nas tentativas frustradas anteriores, que se valeram de congelamento de preços e confisco de ativos.

A terceira etapa completou a implementação do engenhoso plano, com a reforma monetária que substituiu o *cruzeiro real* pelo *real* como meio de pagamento, unidade de conta e reserva de valor, e estabeleceu regras para a emissão da moeda e a paridade máxima com o dólar, ou seja, uma âncora monetária e cambial.

O programa de estabilização brasileiro foi desenhado de forma mais flexível do que programas de estabilização baseados no câmbio adotados em outros países da América Latina, uma vez que a nova moeda brasileira não possuía paridade nominal com o dólar explicitamente imposta por lei, mas apenas uma "banda cambial" limitando o intervalo dentro do qual a taxa de câmbio *real*/dólar poderia flutuar, o que permitia maior discricionariedade à Autoridade Monetária. Inicialmente, ficou delimitada apenas a banda superior (a paridade máxima aceita pelo Banco Central seria de R\$1 = U\$1). Com a apreciação subsequente da moeda brasileira (orbitando em torno de R\$0,85 / U\$1) e seus possíveis efeitos na conta de transações correntes, o Banco Central passou a intervir no mercado de câmbio assumindo um limite inferior implicitamente (SILVA, 2002).

O aspecto principal do Plano foi a adoção da taxa de câmbio como âncora nominal, isto é, a expansão da base monetária passou a não depender mais de decisões isoladas do Banco Central, mas sim da quantidade de reservas acumuladas e das regras que mostravam como o estoque de divisas se relacionava com a criação de moeda, atrelando assim uma moeda "fraca" a uma moeda "forte" (SILVA, 2002). Controlaram-se, dessa forma, as expectativas de aumento de preços e mitigou-se a memória inflacionária.

2.2- Política cambial: a versão oficial

A versão oficial sobre a política cambial adotada pode ser obtida através da interpretação de Franco (1996), membro da equipe econômica responsável pela implementação do *real* e presidente do Banco Central (de agosto de 1997 a adoção do câmbio flutuante em 1999). Segundo ele, a combinação de medidas liberalizantes como as privatizações e o maior grau de abertura comercial fariam parte de uma readequação produtiva da economia brasileira, antes demasiadamente protecionista e voltada ao mercado interno, à realidade de globalização mundial. A maior exposição à concorrência acarretaria o fim de ineficiências produtivas propiciadas pelo momento econômico anterior e o incentivo ao dinamismo tecnológico, levando a ganhos significativos de produtividade. Nesse novo ambiente institucional, as empresas brasileiras teriam condições de ser competitivas não mais a base de baixos salários ou desvalorizações cambiais, mas na adoção do progresso técnico. A

mudança da natureza da competitividade brasileira fatalmente refletiria em uma futura melhora nas exportações.

A maior produtividade da economia brasileira frente às suas concorrentes deveria se refletir na taxa de câmbio, na direção de uma apreciação relativa ao nível *pré-real*. Contudo, esse movimento de apreciação não poderia ser caracterizado como uma sobrevalorização da moeda brasileira, pois a própria comparação com o ambiente protecionista e hiperinflacionário do passado deixaria de fazer sentido: esse deixara de servir como referência, dada a descontinuidade do modelo econômico.

Ademais, as próprias forças do mercado encaminhariam o País para um novo ciclo de expansão, guiado, sobretudo, pelo investimento privado. Tal arranjo seria intemporalmente sustentável desde que o déficit em conta de transações correntes se mantivesse próximo a 3% do PIB, montante que não fragilizaria as contas externas e poderia ser financiado pela absorção de poupança externa sem grandes percalços.

2.3- Política Cambial: a visão crítica

Aqueles que olhavam a política cambial do *real* com receio centravam suas críticas nos efeitos previsíveis que uma moeda apreciada traria: crescimento das importações e retração das exportações, somados a saldos negativos na balança de serviços, levando a uma permanente situação deficitária na conta de transações correntes, que só poderia ser financiada via entrada incessante de capital externo (SILVA, 2002). A manutenção da taxa de juros interna em um nível superior àquele praticado no restante do mundo seria condição necessária para a sustentação do Plano, através da ampliação das reservas internacionais, com efeitos negativos sobre o crescimento da renda nacional. Silva (2002, p.13) resume os efeitos e processos decorridos do Plano da seguinte maneira:

a sobrevalorização inicial da moeda nacional ocasionada pela elevada inflação interna [...] permaneceu quando o câmbio foi fixado [...] a taxa de juros alta garantiu rentabilidade à entrada de capitais estrangeiros. Caso contrário, a mera perspectiva de desvalorização da moeda interna desestimularia sua entrada [...] o aumento da taxa de juros, ou do diferencial de juros para atrair capital externo, torna-se, nesses programas, uma exigência permanente [...] Assim, se por um lado a entrada de

capitais sobrevalorizando o câmbio era útil para baixar a inflação, por outro exigia taxas de juros enormes, tolhendo ao longo do tempo o crescimento.

Dessa forma, um plano que nasceu com o propósito da estabilização macroeconômica traria na sua raiz um arranjo que, ao aumentar a vulnerabilidade externa brasileira e inibir seu crescimento, colocava em risco a própria estabilização e, por isso, demandava esforços recorrentes para evitar o seu colapso.

Paula e Alves Júnior (1999) salientam que um grande déficit em transações correntes só poderia ser sustentável se financiado por capital externo de longo prazo, associado a investimentos produtivos capazes de gerar divisas futuras para saldar a dívida contraída. Segundo os autores, o nível elevado dos juros internos, somado à liberalização financeira, teria atraído um montante de capital externo interessado em ganhos de curto prazo em um montante excessivo *vis-à-vis* as necessidades de balanço de pagamentos. O aumento das reservas internacionais decorrente acabou promovendo a apreciação cambial que contribuiu para a deterioração das transações correntes. Dada a natureza predominantemente curto-prazista do padrão do financiamento, a busca por recursos para financiar o déficit da conta de transações correntes seria constante, colocando a Autoridade Monetária em permanente alerta quanto à possibilidade de reversão abrupta do fluxo de capitais. Um choque externo poderia ocasionar um déficit de tamanha magnitude que tornaria a manutenção da taxa de câmbio vigente impraticável, o que geraria expectativa por uma desvalorização cambial, causando nova contração no fluxo de capitais e deixando o governo sem outra opção que não uma forte desvalorização cambial, com reflexos negativos sobre os preços internos e o plano de estabilização. A combinação de elevado grau de mobilidade de capitais, regime de câmbio quase-fixo e déficits expressivos em transações correntes aumentaria a possibilidade de ataques especulativos contra a moeda da recém-estabilizada economia brasileira

Indo nessa direção, dispostos a mensurar o grau de fragilidade externa da economia brasileira durante a década de 1990 (1992/97), Paula e Alves Júnior (1999) desenvolveram um *índice de fragilidade externa*¹, fundamentado nos conceitos e categorias desenvolvidas

¹ O Índice de Fragilidade Externa (IFE) é calculado pela fórmula:

$$IFE = (M + D_j + D_{os} + A + CCP_{-1} + PLA_{-1}) / (X + R_j + R_{os} + RE_{-1} + I_D + E_{ML}), \text{ onde:}$$

M= importações;

X = exportações;

D= despesa com juros “j” e outros serviços “os”;

R= receitas com juros “j” e outros serviços “os”;

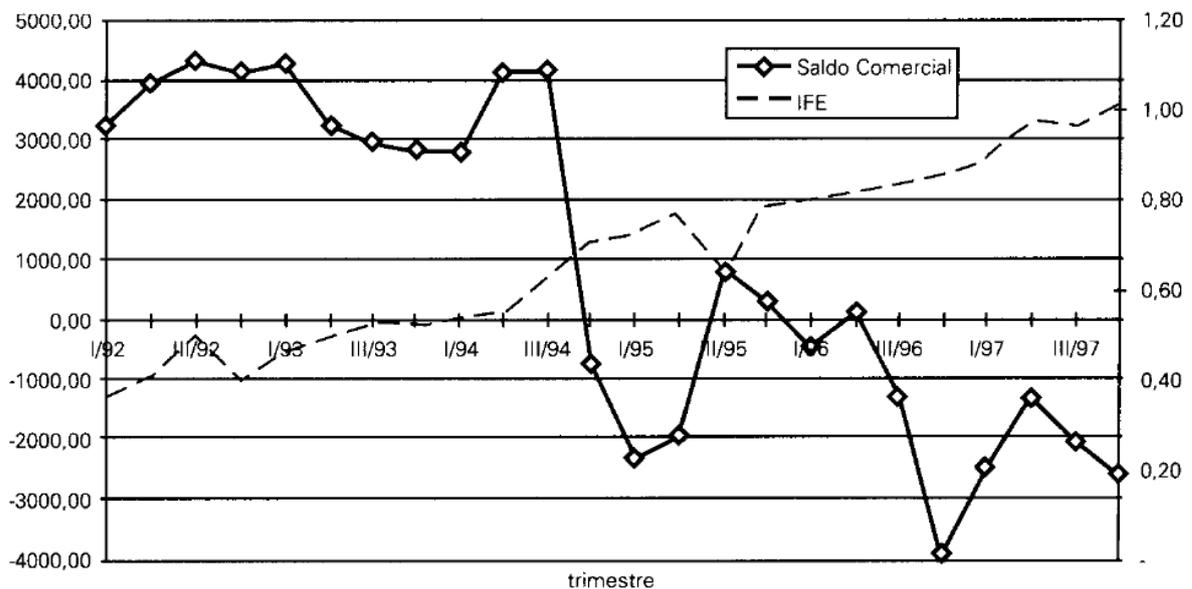
A= amortizações;

CCP₋₁= estoque de capital de curto prazo, defasado um período;

por Minsky (1982, 1986). O Índice elaborado compara as obrigações reais e virtuais do país, em moeda estrangeira (dólar), com a sua capacidade de pagamento. Assim sendo, quanto maior for o índice mais propenso estará o país a ser atingido por mudanças na conjuntura internacional, e menor será a sua capacidade de honrar seus compromissos financeiros imediatos, intensificando a dependência de refinanciamento externo ou a perda de reservas.

Como demonstra o Gráfico 1, durante a maior parte do período ao qual o Índice se refere observou-se tendência de elevação da fragilidade externa brasileira, com acentuada aceleração no período pós-*real*. Paula e Alves Júnior (1999) atribuíram esse comportamento à mudança de tendência da balança comercial (de superavitária para deficitária) decorrente da apreciação cambial pós-*real*, já que essa é a maior responsável pela deterioração das transações correntes e a variável que melhor responde à política econômica. Além disso, a evolução do Índice respaldaria o argumento de que o fluxo de capitais de longo prazo não teria sido suficiente para assegurar a sustentabilidade do arranjo macroeconômico, havendo predominância do capital de curto prazo.

Figura 1 – Fragilidade Financeira Externa e Saldo da Balança Comercial, de 1992 a 1997.



Fonte: Paula e Alves Jr (1999), p. 81.

PLA_t = estoque de investimento líquido em portfólio, defasado um período;
 RE_t = reservas internacionais acumuladas até o período anterior;
 I_D = entrada de divisas correspondente aos investimentos diretos;
 E_{ML} = empréstimos de longo e médio prazos.

Portanto, na análise crítica à política cambial do Plano Real, a taxa de câmbio não teria apenas se apreciado como reação do mecanismo de mercado ao novo ambiente econômico, mas teria sofrido uma *sobrevalorização*, isto é, estaria em um nível incompatível com o equilíbrio externo da economia, causando efeitos danosos sobre a dinâmica da mesma.

2.4- A defesa da Âncora Cambial: a crise mexicana

De fato, os anos 1990 se revelaram um verdadeiro laboratório de testes à sustentabilidade da âncora cambial, com sucessivos eventos de instabilidade na seara internacional e de fortes repercussões internas no Brasil. A primeira adversidade externa enfrentada pelo *real* teve início poucos meses depois de sua implementação, já em dezembro de 1994.

Kessler (2001) ressaltou que o México, de maneira mais profunda que o Brasil, se submeteu às recomendações do “*Consenso de Washington*” ao implementar seu plano de estabilização baseado na ancoragem cambial. Dessa forma, a crise mexicana pegou de surpresa a sabedoria econômica convencional, sendo considerada resultado de fenômenos “imprevisíveis”. O acirramento de questões políticas internas e a elevação dos juros nos EUA ocasionaram uma exuberante e acelerada fuga de capitais daquele país, fazendo com que, para defender a paridade do peso mexicano frente ao dólar, a Autoridade Monetária mexicana “queimasse” grande parte de suas reservas. O peso apreciado e a conta de transações correntes amplamente deficitária se tornaram não mais sustentáveis via absorção de capital externo, levando à abrupta desvalorização da moeda mexicana (KESSLER, 2001).

No Brasil, o contágio da crise mexicana se manifestou através da escassez do fluxo de capitais externos: o déficit em transações correntes passou a ser financiado pelas reservas internacionais, que se retraíram na ordem de US\$ 10 bilhões durante o período mais agudo da crise (SOARES, 2006). O temor de colapso da estabilidade recém-conquistada diante das pressões de desvalorização do *real* levou à adoção de novas medidas em defesa da âncora cambial. Soares (2006) destacou a adoção uma política de bandas cambiais explícita, combinada com uma política monetária contracionista. O Banco Central institucionalizou o regime de bandas, com a adoção formal de limites inferiores e superiores, que passaram a ser corrigidos de maneira a formar um sistema de bandas cambiais móveis, análogo ao antigo

sistema de minidesvalorizações frequentes, objetivando manter a taxa de câmbio real constante, mesmo que apreciada, o que evitaria déficits excessivos em transações correntes (SILVA, 2002). Com o compromisso oficial de manter a taxa de câmbio e a elevada taxa de juros doméstica, o fluxo de capitais externo logo retornou ao Brasil, permitindo a recomposição das reservas internacionais e o posterior afrouxamento da política monetária (SOARES, 2006).

2.5- A defesa da Âncora Cambial: a crise asiática

O segundo grande teste tomou forma em 1997, com a nova onda de instabilidade global ocasionada pela crise financeira e cambial que atingiu os “Tigres Asiáticos” (primeiramente a Tailândia, depois, por contágio, Malásia, Indonésia, Filipinas e Coreia do Sul).

Canuto (2000) destacou que as cinco economias do leste asiático administravam, com maior ou menor rigidez, suas taxas de câmbio, utilizando-se de suas reservas externas para estabilizá-la. Segundo o autor, a desconfiança dos agentes privados na sustentabilidade da paridade cambial levou à fuga de capitais e à rápida erosão das reservas internacionais, forçando a desvalorização de suas respectivas moedas nacionais e a livre flutuação. Para Canuto (2000), o pânico do mercado financeiro internacional não pôde ser exclusivamente explicado pelos fundamentos macroeconômicos das economias asiáticas, sendo importante a elevação de crédito doméstico e de ativos líquidos de curto prazo (elevada razão passivos bancários/PIB e dívida externa de curto prazo/reservas), que fragilizou as instituições financeiras, colocando-as à mercê da volatilidade do capital internacional de curto prazo.

Os investidores internacionais, novamente apreensivos, passaram a transferir seus recursos dos países emergentes para os mercados centrais. O fluxo do capital internacional em busca de ativos mais seguros colocou o Brasil novamente em uma situação delicada: a perda da âncora cambial continuava sendo vista como uma ameaça à estabilidade, enquanto a perda acelerada de reservas tornava improvável a sua manutenção (SOARES, 2006).

Como resposta, a política monetária brasileira se tornou extremamente restritiva, chegando a uma taxa básica de juros de 43% a.a. em novembro de 1997, com o objetivo de

conter a fuga de capitais, oferecendo um generoso prêmio pelo risco. Medidas adicionais foram adotadas, no sentido de intervir em derivativos relativos à taxa de câmbio (um dos principais canais de contágio da crise) e em eliminar as restrições aos fluxos de capitais de curto prazo, o que se intencionava ser temporário, agilizando a recomposição das reservas. O aspecto central na resposta à manutenção da âncora cambial foi o ajuste fiscal aprovado pelo congresso semanas após o pico da turbulência, contendo medidas que previam a contenção de gastos no montante de R\$ 20 bilhões, garantindo a credibilidade necessária à preservação da política cambial (SOARES, 2006; FRANCO, 2000a). O mercado reagiu favoravelmente, retomando o fluxo de capital de tal forma que não apenas recompôs o nível das reservas, mas o conduziu a um nível historicamente inédito, o que permitiu o afrouxamento monetário ao nível pré-crise já em março de 1998 e a recuperação da economia brasileira (SOARES, 2006).

2.6- A defesa da Âncora Cambial: A moratória russa

O teste derradeiro ainda estava por vir. Franco (2000a) sustentou que, embora os esforços defensivos diante da crise asiática pudessem ser considerados um sucesso no início de 1998, havia alguns sinais de tensão interna devido à proximidade do ciclo eleitoral (apontado pelas primeiras pesquisas de voto como uma disputa acirrada entre o presidente incumbente Fernando Henrique Cardoso e o opositor Luis Inácio Lula da Silva) e o abandono de parte das medidas fiscais restritivas com as quais o governo havia se comprometido. O cenário internacional não estava completamente estabilizado, mas o nível histórico das reservas, mesmo que predominantemente recomposto por capital volátil de curto prazo, permitia uma situação confortável que resultara inclusive na reinstituição de algumas restrições à entrada de capital de curto prazo. Esperava-se que com a redução das taxas de juros e a normalização da economia o fluxo de capital lentamente ganharia em qualidade, migrando de títulos de curto prazo para aqueles de maior maturação (FRANCO, 2000a).

A Rússia, que vinha de uma transição delicada de uma economia planificada para uma economia de mercado, foi fortemente atingida pelas repercussões da crise asiática e se viu obrigada a decretar moratória de sua dívida pública e desvalorizar o *rublo* em agosto de 1998, causando uma turbulência internacional com efeitos muito maiores sobre o Brasil do que os eventos desestabilizadores anteriores.

Franco (2000a) destacou os títulos relativos ao Plano Brady (reestruturação da dívida externa) como principal canal de transmissão da crise russa para as demais economias emergentes. Os preços desses ativos despencaram, levando com eles o preço dos títulos corporativos, o que, por sua vez, deu origem a uma massiva fuga de capitais, visando auferir ganhos de arbitragem. As emissões primárias foram suspensas e as linhas de comércio internacional se tornaram escassas, aumentando a proporção das transações com pagamento à vista. A crise de balanço de pagamentos e a rápida perda de reservas (perda de US\$ 21,5 bilhões em setembro de 1998) criaram a percepção de que a crise russa poderia se repetir no Brasil, levando o mundo a uma nova e intensa onda de instabilidade financeira global, tendo, dessa vez, o país como epicentro (SOARES, 2006).

A essa altura os sucessivos eventos tempestuosos da década de 1990 não podiam mais ser vistos como eventos isolados, mas como consequência de uma nova realidade de globalização financeira. Na iminência de uma nova crise de proporções globais desconhecidas, o Fundo Monetário Internacional (FMI) buscou antecipar-se ao presumível caos que uma moratória brasileira e a desvalorização do *real* trariam.

O FMI, em conjunto com as autoridades brasileiras, arquitetou um plano preventivo de resgate de US\$ 41,5 bilhões, que combinava medidas de austeridade fiscal, vista como o ponto crítico, e a manutenção da política cambial vigente. O plano de resgate buscava ser suficientemente impactante a ponto de reverter a perda de credibilidade derivada do abandono do pacote fiscal aprovado anteriormente na ocasião da crise asiática (FRANCO, 2000a).

Embora a reeleição no primeiro turno de Fernando Henrique Cardoso em outubro de 1998 tenha contribuído para aliviar a tensão do mercado, uma vez que se sinalizava a continuidade da política econômica, o clima político interno continuou perturbado. O anúncio do acordo com o FMI, em dezembro de 1998, seguido da liberação da primeira parcela do empréstimo de US\$ 9,2 bilhões, não estancou a saída de capitais. A derrota do governo em uma importante votação referente à previdência social e o anúncio da moratória da dívida estadual de Minas Gerais em janeiro do ano seguinte sinalizaram que haveria dificuldades em entregar o esforço fiscal com o qual o Brasil se comprometera (FRANCO, 2000a; SOARES, 2006). Diante de tais circunstâncias, ficou evidente que o retorno da confiança seria muito mais lento e gradual do que o originalmente imaginado, e a resposta do Banco Central foi a sinalização de um aperto monetário maior ou pelo menos a manutenção de elevadas taxas de juros por um

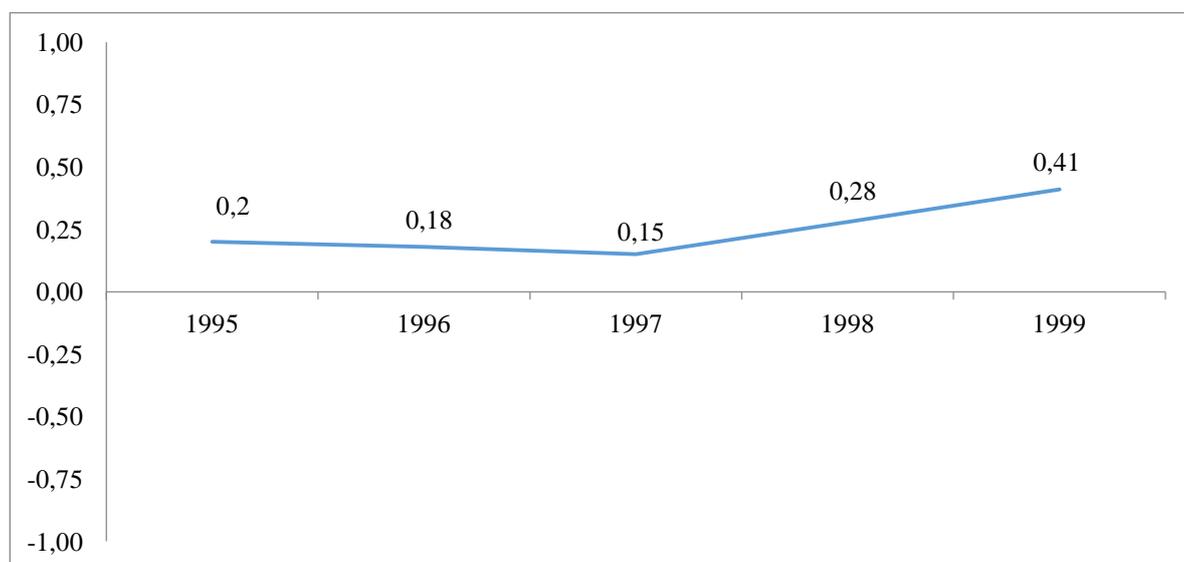
período suficientemente longo (em outubro de 1998 o Banco Central havia aumentado a taxa básica de juros para 41,5% a.a.).

Hertel (2006) argumenta que a estabilização de preços ao longo da década de 1990 foi acompanhada por grande aumento da dívida líquida brasileira, em certos momentos em uma velocidade muito superior ao PIB. O *real* sobrevalorizado e o processo de privatizações no período propiciou uma mudança no perfil da dívida: ocorreu um aumento da dívida interna, em detrimento do passivo externo. Com o fim do imposto inflacionário, a política monetária foi a maneira encontrada pela União para se financiar, a necessidade de juros elevados para a defesa da âncora cambial contribuiu para o endividamento interno e impactou na rolagem da dívida, exigindo a contração de novos empréstimos e “gerando um processo vicioso”. Dessa forma, o governo utilizou-se da dívida mobiliária federal para cobrir o déficit público.

Em consonância com o apresentado por Hertel (2006), Terra (2011) apresentou o cálculo do *Índice de Fragilidade Financeira do Setor Público Brasileiro*² (IFFSPB) para o período de 1995/1999. Ao contrapor receitas com despesas, o índice sinaliza o comportamento e a posição financeira do setor público no período. Um Índice superior a 1 indicaria que a totalidade das despesas do setor público foi coberta pelas receitas no período, o que configuraria uma posição *hedge*. Se o Índice fica entre 0 e 1, interpreta-se que as despesas foram apenas parcialmente cobertas pelas receitas e, portanto, tem-se uma posição especulativa. Um Índice menor do que zero indica que a receita foi incapaz de cobrir qualquer parte da despesa, descrevendo uma posição *Ponzi* (suicida). Durante o recorte temporal analisado o Índice esteve sempre no intervalo de 0 a 1, o que indica uma posição especulativa no setor público brasileiro, permitindo afirmar que parcela do gasto público não foi coberta pelas receitas públicas no período, mas sim via emissão de novos títulos. Além disso, nos anos de 1995 (0,20), 1996 (0,18) e 1997 (0,15) o Índice aproximou-se de posições *Ponzi* (menores do que zero), relevando a situação de fragilização das finanças públicas brasileira.

² Calculado pela seguinte fórmula:

$$\text{IFFSPB} = \frac{\text{Resultado Primário do SP} + \text{Receitas Fin. Gov. Central} + \text{Receitas Fin. Estados e Mun.}}{\text{Juros Nominiais do SP} + \text{Amortizações do Gov. Central} + \text{Amortizações Estados e Mun.}}$$

Figura 2 – Índice de Fragilidade Financeira do Setor Público Brasileiro, de 1995 a 1999.

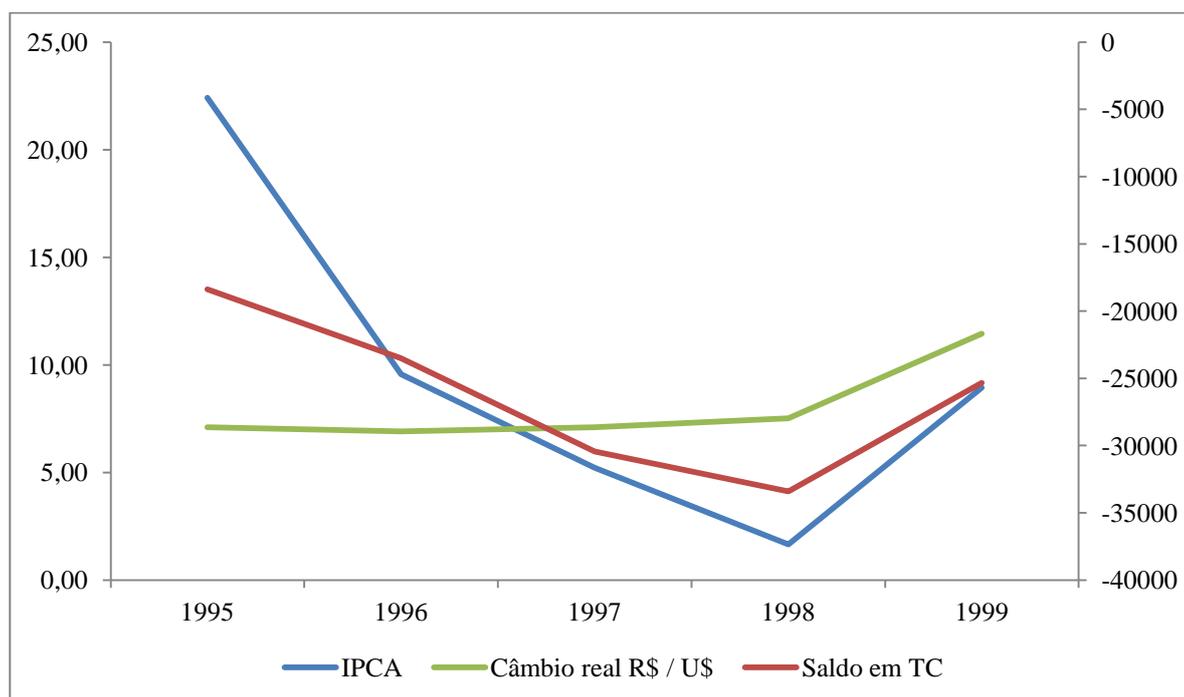
Fonte: Terra (2011), p. 86.

A preocupação com a sustentabilidade da dívida pública apontava para uma mudança de regime em direção a uma maior flexibilidade cambial. Nas palavras de Soares (2006, p.33) “a política cambial, no limite, poderia conduzir a uma moratória, o que, por sua vez, poderia comprometer a estabilidade econômica, principal elemento da política governamental”.

Franco (2000a) citou como elemento agravante a frustração generalizada em diversos segmentos da sociedade, tanto em partidos de oposição como em setores industriais, após anos de esforços pró-estabilização e reformas pró-mercado que não haviam se traduzido em crescimento econômico, o que pressionava pela mudança da política cambial e, conseqüentemente, por uma política monetária mais frouxa.

Diante de tal cenário, a manutenção da âncora cambial se tornou impossível e, em 13 de janeiro de 1999, com a troca de Gustavo Franco por Armínio Fraga no comando do Banco Central, chegou ao fim o regime de câmbio vigente.

Gráfico 1 – Taxa de Câmbio, Transações correntes e IPCA, de 1995 a 1999.



Nota: No eixo primário, IPCA (acumulado doze meses) e Câmbio real R\$ / US\$ (Junho 1994 = 10). No eixo secundário, saldo em Transações Correntes em US\$ milhões.

Fonte: Elaborado pelo autor com dados do IBGE e Banco Central do Brasil.

2.7- O novo regime cambial

Na interpretação de Lopes (2003), o programa acordado com o FMI em 1998 foi um erro, pois carecia de *timing* e evitava o tema crucial da taxa de câmbio, insistindo na manutenção de um regime cambial que já havia sido condenado pela maioria dos economistas e agentes do mercado. Quando o fracasso do programa de resgate se tornou evidente, duas correntes se opuseram dentro das discussões do Banco Central. Uma corrente, liderada pelo até então presidente Gustavo Franco, defendia a adoção de medidas menos ortodoxas diante do abalo do financiamento aos mercados emergentes, como a reinstituição limitada dos mecanismos de controle de capital. Lopes (2003) entendia que a volta do controle de capitais traria impacto negativo nas expectativas, podendo levar para uma situação desastrosa: o possível *default* externo colocaria o Brasil de volta à mesma posição de mau devedor que o País vivenciara nas últimas duas décadas, fechando o acesso ao mercado financeiro global.

Uma vez que tal alternativa era seriamente discutida entre os técnicos do Banco Central, Lopes (2003) entendia que o regime cambial deveria ser alterado o quanto antes em direção a uma maior flexibilidade cambial.

A ideia de Lopes (2003) era auferir uma transição gradual para um regime de câmbio flutuante, seguindo o que denominou "banda diagonal endógena". Diagonal, porque os limites inferior e superior se moveriam ao longo do tempo, de maneira que a distância entre eles fosse gradualmente aumentando. Endógena, pelo fato de que o movimento da banda era determinado pela posição atual da taxa de câmbio em relação aos seus limites. Quando a taxa de câmbio se aproximasse do limite superior, a velocidade prevista para o aumento do teto seria diminuída, tornando possível sua defesa com um aumento menor da taxa de juros, assim como o contrário é verdadeiro. A banda de flutuação inicial era de 4,8% em torno do centro e deveria atingir 8,5% no intervalo de 3 anos. Na ausência de credibilidade governamental e de apoio do FMI, o mercado não absorveu bem o novo regime e o período de transição durou apenas dois dias, quando o Banco Central cessou a defesa da banda cambial. Em 18 de janeiro de 1999 anunciava-se a livre flutuação do *real*, sepultando a experiência da âncora cambial.

Bresser-Perreira (2007, p.224) afirma que:

A flutuação do real levou os formuladores de política, que estavam acostumados a ver a taxa de câmbio como âncora monetária da economia brasileira desde 1994, a temer o retorno da alta inflação. De modo acertado, eles aumentaram fortemente a taxa de juros, apesar de a taxa básica de juros já estar muito alta. O medo da inflação não foi confirmado pelos fatos [...] Apesar disso, as autoridades monetárias começaram a trabalhar para atingir dois objetivos principais: (i) um severo controle de inflação, a fim de acalmar as expectativas do mercado financeiro e construir credibilidade (ii) a implementação de uma política de metas de inflação como uma nova âncora nominal para a política econômica.

Ferrari Filho, Silva e Schatzmann (2011) argumentaram que, entre 1994 e 1998, a política macroeconômica era articulada de forma que a taxa de câmbio era responsável pela administração de preços e a taxa de juros pelo equilíbrio do balanço de pagamentos, via atração de capital externo. Essa lógica passaria a ser invertida a partir de 1999: o câmbio passou a ser responsável pelo equilíbrio em balanço de pagamentos e a taxa de juros pelo controle de preços, através do regime de metas de inflação (RMI). Foram adotadas ainda metas fiscais. Assim estaria formado o novo norte da política econômica brasileira: câmbio flexível,

metas de inflação e superávits fiscais expressivos, que permitissem a estabilização da relação dívida bruta/PIB em patamares não explosivos e administráveis.

A adoção deste "tripé macroeconômico" estaria em consonância com a lógica do Novo Consenso Macroeconômico (NCM). Paula e Saraiva (2015) descrevem a política econômica sob o NCM como voltada essencialmente à manutenção de uma baixa taxa de inflação, condição tida como fundamental ao crescimento de longo prazo. A política monetária torna-se o principal instrumento de política macroeconômica, ao qual as demais políticas (cambial, fiscal, financeira etc.) tornam-se subordinadas. A política monetária deve ser ela própria pouco discricionária, voltada às acomodações de choques e à diminuição da volatilidade do produto e, logo, a defesa do RMI como o melhor arranjo institucional.

Neves e Oreiro (2008, p.116) definiram o RMI da seguinte forma:

O sistema de metas de inflação consiste no anúncio público da meta oficial de médio prazo a ser perseguida pelo banco central, que manipula os seus instrumentos de política monetária, principalmente a taxa nominal de juros de curto prazo [...] para atingi-la. A sua formulação deve levar em conta as particularidades de cada país, e um índice de preços a priori deve ser escolhido para ser utilizado como referência. Um fator de grande importância para o sucesso do regime de metas de inflação é a confiança dos agentes na política monetária, principalmente diante da ocorrência de choques, pois, para os seus defensores, quanto maior a credibilidade do banco central, menores são os custos das políticas antiinflacionárias. (NEVES; OREIRO, 2008, p. 116).

Seis meses após a adoção do câmbio flexível, o Banco Central pôs em operação formalmente o RMI brasileiro, tendo o Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) como medida de referência para as metas anuais, que seguiriam o ano-calendário. Já a taxa de juros Selic *overnight* foi escolhida como instrumento da política monetária. A responsabilidade sobre as metas de inflação passou a ser do Conselho de Política Monetária (Copom), havendo tolerância de 2 pontos percentuais para mais ou para menos, visando englobar choques temporários, sazonalidades e a incerteza acerca do processo inflacionário brasileiro (BRESSER-PERREIRA, 2007).

2.8- Considerações finais

O Plano Real, apesar de exitoso no combate à hiperinflação brasileira, não obteve sucesso sem custos consideráveis. A valorização cambial, fundamental para o controle das expectativas inflacionárias via ancoragem cambial, aumentou a vulnerabilidade externa da economia brasileira, que, no cenário de intensa globalização financeira da década de 1990, ficou exposta às mudanças súbitas de humor do mercado financeiro internacional. Os juros elevados, necessários ao financiamento dos crescentes déficits em transações correntes, contribuíram para deterioração financeira do setor público, que teve parte de suas despesas não cobertas por receitas no período. Em situações de estresse no mercado internacional, como durante as crises mexicana, asiática e russa, as taxas de juros foram levadas a marcas exorbitantes para estancar a fuga de capitais e defender a âncora cambial.

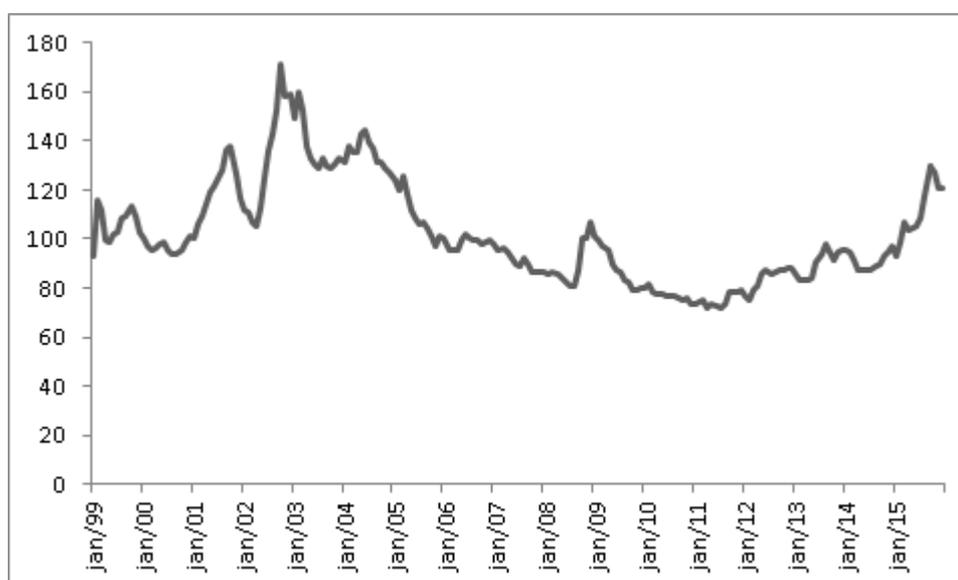
Logo a sustentabilidade da crescente dívida pública foi posta em xeque, a desconfiança de uma moratória brasileira, somada a pressões oriundas da frustração diante da ausência de crescimento econômico pujante e sustentado depois de uma década de desgastantes reformas, tornou a manutenção da âncora cambial impossível, mesmo com o aporte de recursos do FMI em 1998. A adoção da flutuação cambial em 1999, somada à obtenção de superávits fiscais e à política monetária condicionada ao RMI, compõe o novo norte da política econômica brasileira, o chamado "tripé macroeconômico". Dessa forma, instituiu-se uma nova âncora monetária: o RMI.

3 AS EXPLICAÇÕES PARA O COMPORTAMENTO DA TAXA DE CÂMBIO

3.1- O comportamento da taxa de câmbio

Após a adoção do regime de câmbio flutuante, em 1999, a taxa efetiva real de câmbio apresentou trajetória bastante diversa, podendo ser categorizada pelas seguintes tendências: depreciação acentuada entre 1999 e 2002, com ataques especulativos ao *real* em 2001 e 2002; contínua apreciação entre 2003 e 2008, com depreciação momentânea diante da crise do *subprime*; intensa retomada da apreciação de 2009 a 2011, intervalo em que o *real* atingiu o auge de sua apreciação; gradual depreciação cambial entre 2012 e 2014; e, por fim, forte depreciação cambial a partir de 2015 (Gráfico 4).

Gráfico 2 – Taxa de câmbio efetiva real (IPCA), de 1999 a 2015.



Nota: Jun/1994 = 100.

Fonte: Elaborado pelo autor com base em Séries Temporais do Banco Central do Brasil.

Embora houvesse temores iniciais, sobretudo a respeito da inflação, diante da mudança dos parâmetros que regiam a política econômica em 1999, Ferrari Filho, Silva e Schatzmann (2011) destacam que a economia brasileira reagiu surpreendentemente bem à mudança do regime cambial. Em 1999 o PIB registrou crescimento ligeiramente positivo

(+0,3%) e o IPCA ficou muito abaixo das previsões mais alarmantes (8,94%), que previam uma inflação de 2 dígitos. Em 2000 o PIB já registrava crescimento de 4,3% e o processo inflacionário perdia fôlego (5,97%). Se o *overshooting* cambial não causara um repasse significativo para o nível de preços internos, contribuiria decisivamente para a redução do déficit da balança comercial, um dos principais problemas no período de câmbio relativamente rígido (o déficit de U\$ 6,5 bilhões em 1998 caiu para um déficit de U\$ 0,7 bilhão).

Em 2001, o *real* sofreu o primeiro ataque especulativo desde a vigência do novo regime cambial. Segundo Westphal (2005), a pressão sob o câmbio teve início em abril e se estendeu até outubro, e esteve relacionada aos desdobramentos da crise Argentina, à queda dos preços das ações nos principais mercados internacionais, à crise energética brasileira e aos atentados terroristas de 11 de setembro nos EUA. Como consequência, surgiram pressões inflacionárias altistas, levando ao estouro da meta de inflação daquele ano, apesar da adoção de uma política monetária contracionista para manter a inflação dentro do intervalo estipulado pelo Conselho Monetário Nacional (devido ao repasse cambial, o IPCA registrou variação positiva de 7,6%, quando deveria ter ficado no intervalo entre 2% e 6%). Apenas após ação consistente do BCB, temendo o agravamento da incerteza global devido ao ataque às torres gêmeas, a especulação ao *real* foi contida e a taxa de câmbio voltou a se apreciar.

No ano de 2002, um novo e mais profundo ataque especulativo ao *real* foi orquestrado em decorrência da evolução do quadro eleitoral. Conforme ficava clara a vitória do candidato oposicionista à presidência, Luís Inácio Lula da Silva, crescia a incerteza dos investidores quanto aos rumos da política macroeconômica no Brasil. O Partido dos Trabalhadores, que propunha uma plataforma política à esquerda do partido situacionista, alimentava os temores de uma ruptura radical na condução da economia.

O *real* depreciou-se fortemente em relação ao dólar (65%), com fortes repercussões inflacionárias, fazendo com que a meta estourasse pelo segundo ano consecutivo (12,5%). O presidente eleito não apenas assumiu o compromisso de manutenção da política econômica, mas aprofundou as políticas monetária e fiscal, perseguindo objetivos claros de superávit fiscal e reformas institucional- microeconômicas, como a da seguridade social. A conduta ortodoxa logo acalmou os ânimos dos agentes econômicos, em especial dos investidores internacionais, levando à diminuição da possibilidade de bancarrota e à reapreciação do *real*, cuja consequência foi, entre outras, a queda da inflação (BRESSER-PEREIRA, 2007).

A partir de 2003, a retomada do crescimento mundial e o aumento da demanda por *commodities* impulsionou a economia brasileira e, mesmo com a apreciação do *real*, obteve-se superávits em transações correntes de 2003 a 2007 (acumulado de U\$ 45 bilhões). Assim, logrou-se a redução da vulnerabilidade externa da economia brasileira através do acúmulo de reservas e houve melhora de indicadores econômicos como a relação dívida total/PIB (FERRARI FILHO, SILVA E SCHATZMANN, 2011).

Em 2008, a incerteza gerada pela crise do *subprime* levou à redução da liquidez internacional, resultando em uma saída líquida de capitais do Brasil na ordem de U\$ 11 bilhões e na depreciação cambial de aproximadamente 50%. No segundo semestre de 2009, com sinais de enfraquecimento da crise e taxa de juros próxima a zero nos EUA, o fluxo de capitais retornou aos países emergentes, fazendo com que o câmbio, a despeito da introdução do imposto sobre operações financeiras (que visava atenuar o ingresso excessivo de capitais e a valorização cambial), retomasse sua trajetória de reapreciação (FERREIRA E SILVA; 2011).

Cagnin *et al* (2013) argumenta que, a partir de 2011, no primeiro governo Dilma Rousseff, a política cambial ampliou os objetivos a serem perseguidos, ainda que esses fossem conflitantes entre si: além de mitigar a volatilidade cambial, visando a estabilidade inflacionária e financeira e do acúmulo de reservas, passou-se a ter como meta um patamar de câmbio que permitisse a recomposição da competitividade industrial brasileira. Dessa forma, diferentemente do que se esperava quando da mudança do regime cambial, oscilava-se entre os diferentes objetivos, ora perseguindo uma depreciação gradual, ora um câmbio compatível com a administração da taxa de inflação.

Por fim, ao longo do ano de 2015 o *real* voltou a sofrer acentuada depreciação: a taxa de câmbio nominal em relação ao dólar partiu de um patamar próximo a R\$2,70 em janeiro para um próximo a R\$4,00 em dezembro.

Pode ser observada, ao longo da série histórica 1999-2015, uma tendência quase contínua de apreciação cambial de 2003 a 2011, eventualmente interrompida por eventos de instabilidades externa e interna, sem, contudo, afetarem a referida tendência. Esse capítulo tem como objetivo resgatar duas interpretações teóricas que possam ajudar a explicar o comportamento pouco errático da taxa de câmbio brasileira (volatilidade com tendência à apreciação) desde a adoção do câmbio flutuante: a literatura do *fear of floating* e a concepção do novo desenvolvimentista/estruturalista. Ambas as abordagens partem do pressuposto que

os países emergentes possuem particularidades que os difere de seus pares desenvolvidos, em especial no manejo de sua taxa de câmbio, e, por isso, acredita-se serem apropriadas aos propósitos desse trabalho.

3.2- *Fear of floating*

Inicialmente, conforme argumenta Eichengreen (2001), a visão que predominava no mundo, até os 1990, era a de que, com a globalização financeira e a grande mobilidade de capitais, os regimes cambiais tenderiam aos extremos: os países adotariam ou a livre flutuação ou a dolarização/união monetária/câmbio fixo. Regimes intermediários entre os dois pólos seriam frágeis, pois funcionariam como um convite a ataques especulativos, e, por isso, estariam fadados a entrar em colapso cedo ou tarde. A discussão seria então quais economias deveriam fixar sua taxa de câmbio ou adotar o dólar e quais deveriam flutuar livremente sua moeda. O Brasil, por ser uma economia grande e diversificada, seria um exemplo de país cujo câmbio deveria flutuar.

Calvo e Reinhart (2002) contestaram essa interpretação, buscando testar se os países que oficialmente anunciavam seu regime como câmbio flutuante (*regime de jure*) estavam de fato deixando suas moedas flutuarem (*regime de facto*). Mesmo sendo amplamente aceito que a flutuação pura exista apenas como um artifício teórico dos manuais de macroeconomia, os autores analisaram os dados de taxa de câmbio, reservas cambiais e taxa nominal de juros para 39 países³, utilizando EUA, Japão e Austrália como parâmetros, por serem os países que mais se aproximam de um regime de flutuação genuína. Como o dólar americano e o iene japonês são moedas de reserva mundial, a Austrália serviria como parâmetro melhor comparável às pequenas economias industriais, uma vez que se assemelha a essas em muitos sentidos (como uma produtora de *commodities*) e também apresenta um forte compromisso com a flutuação de sua moeda.

³ Compuseram a amostra os seguintes países: África do Sul, Alemanha, Argentina, Austrália, Bolívia, Brasil, Bulgária, Canadá, Chile, Cingapura, Colômbia, Coréia do Sul, Costa do Marfim, Egito, Espanha, Estados Unidos, Estônia, Filipinas, França, Grécia, Índia, Indonésia, Israel, Japão, Lituânia, Malásia, México, Nigéria, Noruega, Nova Zelândia, Paquistão, Peru, Quênia, Suécia, Tailândia, Turquia, Uganda, Uruguai e Venezuela.

Calvo e Reinhart (2002) observaram que a probabilidade de uma flutuação mensal superior ao intervalo de $\pm 2,5\%$ é menor entre todos os demais países do que naqueles utilizados como parâmetro de livre flutuação. Tal fenômeno pareceria ser resultado de ação deliberada para suavizar a variação da taxa de câmbio, visto que o nível de reservas varia de maneira mais acentuada de mês a mês para aqueles países com taxa de câmbio mais estável.

Além disso, Calvo e Reinhart (2002) constataram que, enquanto nos países avançados as taxas de juros são estabelecidas normalmente levando em consideração preocupações domésticas, em muitos países de sua amostra o estabelecimento da taxa de juros concede um peso muito maior à estabilização da taxa de câmbio, especialmente em casos de problemas de falta de credibilidade da autoridade monetária e elevado repasse cambial para os preços internos (efeito *pass-through*). Dessa forma, a maior variabilidade nas taxas de juros e nas reservas cambiais frente à relativa estabilidade intertemporal da taxa de câmbio configuraria uma situação de "medo de flutuar" (*fear o floating*) das autoridades monetárias, que estariam atuando através de intervenção direta e operações de *open-market* para estabilizar o câmbio.

Calvo e Reinhart (2002) notaram que o "medo de flutuar" seria um fenômeno epidêmico, não restrito a regiões específicas do planeta, tampouco a um número reduzido de países, o que implicaria que a ideia do desaparecimento de regimes intermediários de câmbio não passaria de um mito.

Dentre as razões elencadas como possíveis causas para adotar uma postura hesitante quanto à flutuação cambial, destacam-se o descasamento de moeda entre passivos e ativos (*currency mismatching*), ocasionado pelo problema do "pecado original", e a falta de credibilidade da política econômica, o que tornaria o câmbio uma âncora mais eficaz do que a política monetária (SOUZA, 2005).

3.2.1- O Pecado Original

O primeiro fator, o descasamento entre as moedas, está relacionado com o problema do "pecado original". Segundo Hausmann (1999), a maioria dos países emergentes compartilharia um "pecado" comum, isso é, embora sejam economias promissoras relativamente abertas ao fluxo internacional de capitais, possuem uma moeda nacional fraca,

que não pode ser utilizada pelas firmas locais ou pelo governo para tomar empréstimos no exterior ou até mesmo para tomar empréstimos domésticos de longo prazo a juros fixos. Nas palavras do autor:

Se um país é economicamente promissor e razoavelmente aberto, as pessoas irão querer investir. Mas se a sua moeda não puder ser usada tanto para empréstimo estrangeiro ou de longo prazo, pretensos investidores terão de escolher entre empréstimos em moeda estrangeira, como o dólar, ou empréstimos de curto prazo. Se uma companhia pega emprestado em dólar para financiar um projeto que gera receitas em pesos, uma desvalorização posterior pode levá-la à concordata. Se, ao invés, a companhia empreende um projeto de longo prazo e o financia com empréstimos de curto prazo, ela irá à falência caso uma redução de liquidez impossibilite a renovação do empréstimo. Em outras palavras, investimentos sofrerão tanto de um descasamento de moedas, pois projetos que geram receitas em moeda local são financiados em dólar, como um descasamento de maturidade, pois investimentos de longo prazo foram financiados por empréstimos de curto prazo (HAUSMANN, 1999, p.67-68, tradução nossa).

Dessa forma, um declínio repentino no montante de liquidez do sistema bancário e/ou uma desvalorização da moeda local revelariam um cenário de elevada fragilidade financeira. Uma vez que a moeda local começasse a se desvalorizar, as companhias, temendo desvalorização mais intensa, seriam levadas a comprar moeda estrangeira para fazer frente aos seus compromissos financeiros. A expectativa pela desvalorização da moeda por parte das companhias a concretizaria, uma vez que o próprio aumento de demanda por moeda estrangeira levaria a tal. A Autoridade Monetária, por sua vez, defenderia a moeda nacional através da venda de parte de suas reservas internacionais. Contudo, o uso dessas reservas diminuiria a liquidez do sistema bancário doméstico e, nesse ponto, os dois descasamentos (de moeda e de maturidade) interagiriam, desestabilizando a economia. (HAUSMANN, 1999). Eichengreen, Hausmann e Panizza (2002) desenvolveram a literatura sobre o “pecado original” em três frentes: as dores do pecado, o mistério e o caminho para a redenção.

As "dores do pecado original" têm efeito direto sobre a estabilidade doméstica dos países que o possuem. O descasamento entre as moedas faz com que movimentos na taxa de câmbio tenham efeitos sobre o produto que limitam o alcance e a eficiência da política monetária (se torna pró-cíclica). Os bancos centrais ficam menos propensos a tolerar flutuações nas taxas de câmbio, partindo para intervenções agressivas no mercado de divisas ou ajustando os juros de curto prazo. O “pecado original” também limita a capacidade do banco central impedir crises de liquidez desempenhando o papel de emprestador de última instância. A predominância de dívida externa em dólar e a volatilidade dos juros domésticos

umentam a incerteza associada ao serviço da dívida pública, resultando em níveis ruins de *credit rating* da dívida soberana junto às agências internacionais de classificação de risco (EICHENGREEN; HAUSMANN E PANIZZA, 2002).

Dado esses fatos, não é surpreendente que países atingidos pelo pecado original possuam dificuldades em atingir a estabilidade econômica doméstica. Os seus rendimentos são mais variáveis e seu fluxo de capitais é mais volátil do que aqueles dos países livres do fenômeno. Uma vez que os mercados financeiros sabem que descasamentos são uma fonte de fragilidade, países em desenvolvimento que os possuem são taxados por um prêmio de risco adicional quando pegam emprestado, sendo forçados caminhar próximos das bordas do precipício da insolvência. Um choque na taxa de câmbio pode causar então um movimento desfavorável no preço dos ativos, derrubando-os do precipício. Mas se os países buscarem ao invés minimizar esses riscos limitando o acesso à financiamento estrangeiro, eles podem ficar carentes do financiamento necessário para o seu crescimento. O processo de desenvolvimento econômico e financeiro será desacelerado. Países nessa situação têm de enfrentar uma escolha de Hobson⁴. (EICHENGREEN; HAUSMANN E PANIZZA, 2002, p.10, tradução nossa)

Sobre a perda de eficácia da política monetária em economias com descasamentos de moedas significativos, Goldfajn e Olivares (2001, p.12, tradução nossa) concluíram:

Em uma economia como essa a política monetária pode ser ineficaz independentemente do regime de câmbio. Se o investimento depende dos balanços patrimoniais das firmas (porque firmas enfrentam um limite na sua alavancagem) e há uma dívida substancial denominada em moeda estrangeira, uma perda de confiança por parte dos investidores estrangeiros pode se justificar nela mesma. A fuga de capitais leva a desvalorização da moeda que destrói o balanço das firmas e leva a um colapso no investimento doméstico. Além disso, a resposta normal a recessão torna-se ineficaz, mesmo contraproducente, porque o afrouxamento da política monetária reforçaria a desvalorização da moeda e, assim, agravaria o balanço das empresas.

Como enfatizado por Velasco (2000), regimes cambiais com limitada flutuação tendem a criar incentivos para a tomada de empréstimo em moeda estrangeira sem proteção contra choques (*hedge* cambial), uma vez que fica implícito que a Autoridade Monetária agirá em defesa da moeda nacional em caso de abrupta desvalorização. Dessa forma, a Autoridade Monetária age em defesa da moeda, pois os agentes econômicos tomam posições arriscadas em moeda estrangeira, pois sabem que a Autoridade Monetária irá agir em sua defesa. A flutuação limitada reitera a ela própria, enquanto a livre flutuação teria papel reeducador.

⁴ Se refere a uma situação em que, aparentemente, há uma escolha livre, mas na verdade há apenas uma alternativa plausível entre as opções; ou seja, escolhas do tipo "pegar ou largar".

O "mistério" do "pecado original" se refere a investigação de suas origens. Eichengreen, Hausmann e Panizza (2003) testaram econometricamente os principais fatores usualmente relacionados como causas do "pecado original". Não foram encontradas evidências sistêmicas de que a falta de credibilidade das políticas fiscal e monetária, nível de desenvolvimento do país e a qualidade do seu ambiente institucional estejam estatisticamente relacionadas com o pecado original. Por outro lado, os resultados apontaram correlação negativa robusta entre o nível de "pecado original" e o tamanho absoluto da economia. Tal resultado sugeriria que, embora boas políticas e um ambiente institucional favorável sejam necessários, tais práticas podem não ser suficientes para evitar o problema, uma vez que o "pecado original" está conectado com a própria estrutura e *modus operandi* do sistema financeiro mundial, na qual os países retardatários não encontram espaço.

Até mesmo países com políticas e instituições consistentes encontram dificuldade de inserir suas moedas em portfólios de investimento internacionais. Refletindo a respeito, não é difícil de ver o porquê. Tanto a teoria como a evidência sugerem que a diversificação do portfólio internacional eventualmente encontra retornos decrescentes. E, mesmo na era da moderna tecnologia da informação, haverão custos significantes em administrar uma carteira de muitas moedas exóticas que são obrigações de economias pequenas, cada qual com suas próprias políticas e circunstâncias. Isso sugere que países em desenvolvimento e suas moedas, que são retardatários no jogo financeiro internacional, enfrentam uma trabalhosa batalha ao tentar adicionar suas moedas ao portfólio internacional. Eles não desfrutam as vantagens dos pioneiros, pelo contrário. (EICHENGREEN; HAUSMANN; PANIZZA, 2003, p.25, tradução nossa).

O "caminho para a redenção" investiga possíveis práticas que contribuam para a saída da situação. Liberato, Holland e Vieira (2012) encontraram indícios de que países que buscam a "redenção" de seu "pecado original" precisam ter baixa volatilidade da taxa de câmbio real para que suas moedas sejam utilizadas em transações internacionais, assim como porte econômico (tamanho considerável do PIB) para que possam oferecer instrumentos de dívida na escala exigida pelo sistema financeiro global. Somam-se às exigências boas práticas institucionais, com estabilidade de regras e respeito aos contratos e, por fim, mercados financeiros domésticos profundos e líquidos. Para Eichengreen, Hausmann e Panizza (2003), a redenção do "pecado original" passa também pela superação dos obstáculos colocadas pela própria estrutura do sistema internacional. Os países emergentes que atingiram sua redenção teriam conseguido apenas com a ajuda de entidades estrangeiras, como corporações multinacionais e instituições financeiras, que acharam atrativo, por suas razões particulares, financiar dívidas nas moedas desses.

Ao atualizar seu trabalho, Hausmann e Panizza (2010) rebateram os argumentos que apontavam para a explicação dos “pecados originais” de muitos países emergentes, uma vez que esses estariam agora aptos a emitir débito externo em moeda doméstica e estariam fazendo melhor uso de seu mercado doméstico de títulos. Nessa visão, a redenção do “pecado original” seria uma das razões que possibilitaram, pela primeira vez, a adoção de políticas anticíclicas por parte de alguns países emergentes após a crise do *subprime*, 2007-2008.

Hausmann e Panizza (2010) encontraram evidências de redução do “pecado original” durante os anos 2000, porém em magnitude modesta e limitada a um número restrito de países. Também constaram que muitos países passaram de fato a fazer melhor uso de seu mercado de títulos doméstico, o que se tornou menos “pecaminoso” ao permitirem prazos mais longos e juros fixos; contudo, não foram encontradas evidências de que os investidores internacionais estariam agora mais propensos a participar desse (o que implicaria uma redenção do “pecado” de fato). Enquanto o “pecado original” continuaria largamente presente entre os países emergentes, um número menor deles estaria disposto a se colocar em posição de pegar emprestado em moeda estrangeira. Assim, seria a abstinência e não a redenção do “pecado” que teria possibilitado políticas anticíclicas, uma vez que os países teriam agora menores níveis líquidos de dívida externa.

Analizados de forma conjunta, esses resultados sugerem que países em desenvolvimento adotaram dois comportamentos que limitaram suas vulnerabilidades associadas com empréstimos externos. Primeiro, eles pegaram menos emprestado. Segundo, eles avaliaram seguro a si mesmos através do acúmulo de reservas. Note que enquanto o auto seguro pode ter um papel positivo ao reduzir as vulnerabilidades, ele pode também ser uma política custosa já que o retorno das reservas internacionais tende a ser muito inferior ao custo de oportunidade dos fundos [...] Dito de outra maneira, a redução no descasamento foi causada majoritariamente pela abstinência, isso é, a redução no débito líquido, do que pela redenção. (HAUSMANN; PANIZZA, 2010, p.14 e 22, tradução nossa).

3.2.2- A Falta de Credibilidade da Política Monetária

O segundo fator com potencial de causar “medo de flutuar”, a falta de credibilidade da política monetária, está relacionado com o efeito *pass-through* da taxa de câmbio para os preços domésticos. Goldberg e Knetter (1997) definiram *pass-through* da taxa de câmbio como sendo o percentual de variação nos preços domésticos resultante de uma variação de um por cento na taxa de câmbio, podendo ser tanto positivo como negativo.

Segundo Pimentel, Modenesi e Luporini (2016), o efeito de uma variação cambial sobre os preços domésticos pode se dar por via direta, isso é, pelo impacto em insumos intermediários usados na produção doméstica e produtos finais importados, ou por via indireta, pelo impacto dos preços dos bens importados sobre a demanda de seus pares domésticos. O efeito direto será mais intenso quanto maior for a participação relativa de produtos importados na composição da cesta de consumo doméstica e na estrutura produtiva de bens domésticos finais (ambas tendem a ser elevadas em países emergentes relativamente abertos). Ademais, a intensidade do fator indireto dependerá da elasticidade de substituição entre os produtos domésticos e importados, uma vez que uma desvalorização cambial aumentará a demanda por similares de produção nacional. O movimento cambial também favorecerá as exportações e, dada a oferta, pode reforçar pressões inflacionárias. Por fim, uma desvalorização cambial diminui o nível dos salários reais, podendo repercutir em demandas por reajustes, a depender da estrutura do mercado de trabalho. No caso de uma apreciação da moeda, o efeito é inverso: há uma redução no preço dos bens importados, que pressiona os preços domésticos para baixo e eleva o salário real.

Dessa forma:

Países que adotam o regime de metas de inflação e possuem baixa credibilidade de sua política monetária não podem negligenciar o *pass-through* do câmbio para a inflação. A desvalorização da moeda pode colocar em dúvida a capacidade de o Banco Central atingir a meta inflacionária, criando revisões frequentes nas expectativas de inflação e assim danificando o desenvolvimento da credibilidade monetária (TOSTES; MENDONÇA, 2014, p.3, tradução nossa).

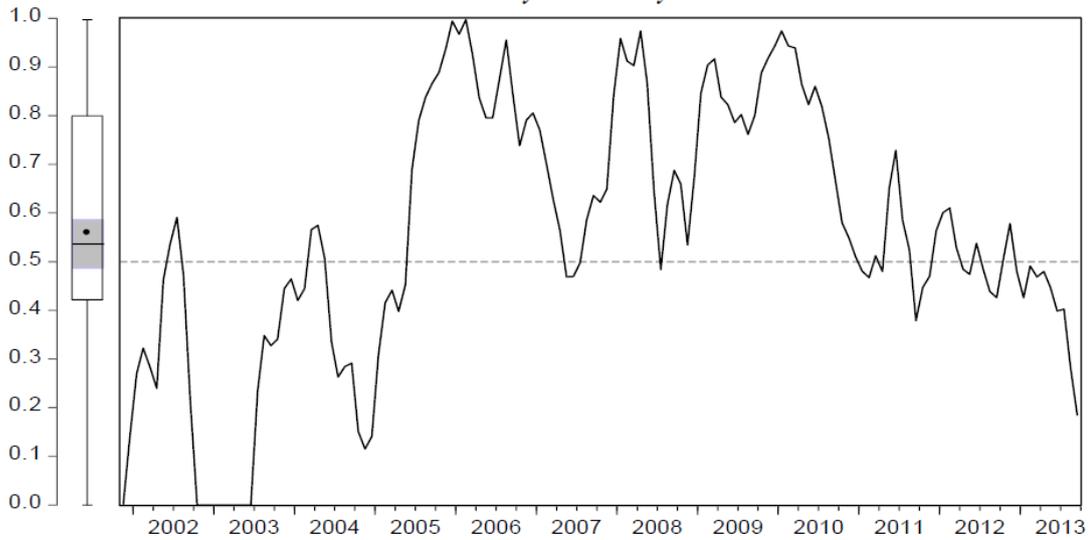
Goldfajn e Olivares (2001), por sua vez, chamaram a preferência pela baixa volatilidade da taxa de câmbio devido a seus efeitos antiinflacionários de “medo da inflação” (*fear of inflation*).

A combinação de elevado repasse cambial com metas de inflação requer flutuações reduzidas na taxa de câmbio. Uma vez que as metas forem estabelecidas, a depreciação será limitada pelo grau de repasse cambial e pela distância entre o índice de inflação e o limite da meta [...] Em suma, o repasse cambial mais elevado em países em desenvolvimento pode explicar a menor volatilidade da taxa de câmbio. Esse efeito é agravado se levado em consideração que governos de países em desenvolvimento ainda estão em um processo de construção da confiança, tentando ganhar credibilidade para a sua política monetária e metas de inflação. Na ausência de uma longa trajetória de estabilidade das políticas macroeconômicas que ancore as expectativas, a volatilidade da taxa de câmbio trás o risco adicional de desestabilizá-las. Nesse ambiente, os formuladores das políticas irão evitar a

flutuação da taxa de câmbio. (GOLDFAJN; OLIVARES, 2001, p. 15, tradução nossa).

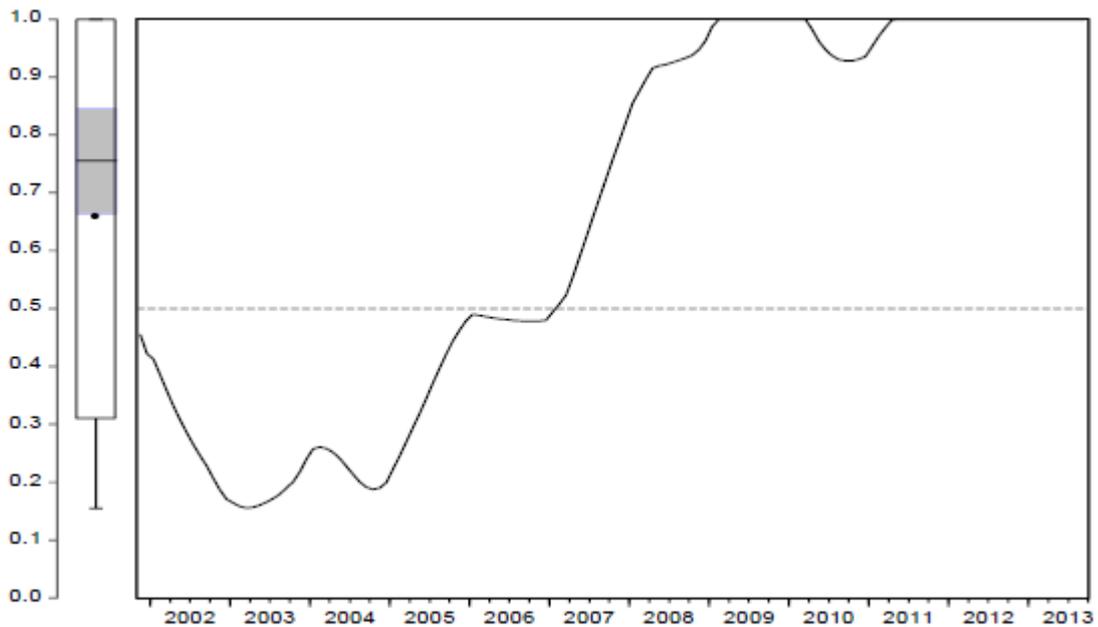
Tostes e Mendonça (2014) sustentaram que a credibilidade das políticas monetária e fiscal pode ter papel crucial na determinação do grau de *pass-through* do câmbio para o nível de preços doméstico: se os agentes econômicos não acreditarem no êxito das autoridades em entregar as metas com as quais se comprometeram, terão motivos para esperar uma inflação maior do que a anunciada e farão seu planejamento com base na sua crença. Os autores mensuraram a credibilidade das políticas monetária e fiscal brasileira através do cálculo dos índices de credibilidade da política monetária ($CRED_M$) e de credibilidade da política fiscal ($CRED_F$). Os índices variam no intervalo de 0 a 1, onde 0 significa a ausência total de credibilidade e 1 a credibilidade plena. No que diz respeito ao $CRED_M$, o índice é máximo quando a inflação esperada para os próximos doze meses é igual à meta de inflação perseguida pela Autoridade Monetária, decaindo de maneira linear conforme as expectativas inflacionárias se desviam da meta (no caso de estouro do limite, o índice é 0). Por sua vez, o $CRED_F$ é nulo quando as expectativas dos agentes para os próximos doze meses é que a razão dívida pública líquida/PIB exceda o limite superior recomendado pelo FMI (60%), o que aumenta as chances de moratória, e pleno quando se espera que exceda o limite inferior (30%). Conforme pode ser observado nos Gráficos 5 e 6, embora a conjuntura favorável durante o ciclo das *commodities* tenha permitido uma melhora nos índices, principalmente na avaliação da política fiscal (pelo menos até 2013), a Autoridade Monetária brasileira ainda padece de credibilidade em sua política monetária.

Figura 3 – Índice de credibilidade da Política Monetária, de 2002 a 2013.



Fonte: Tostes e Mendonça (2014), p. 6.

Figura 4 – Índice de credibilidade da Política Fiscal, de 2002 a 2013.



Fonte: Tostes e Mendonça (2014), p.8.

Devereux (2001) argumentou que o *trade-off* entre manter o câmbio fixo e permitir sua livre flutuação é diferente entre os países industrializados maduros e os emergentes. A

distinção se deve à diferença do repasse cambial para os preços domésticos, que é mais elevado nos países em desenvolvimento. Com repasses cambiais muito significativos, em um regime de livre flutuação a política monetária terá que enfrentar uma escolha entre volatilidade do produto e volatilidade da inflação. Políticas que estabilizam o produto requerem alta flexibilidade do câmbio: esse absorverá parcialmente choques na economia real através de uma desvalorização. A desvalorização da moeda, por sua vez, trará efeitos inflacionários indesejados. Em uma economia com repasse cambial limitado ou mais lento, como é o caso das economias avançadas, tal dilema é muito menos nítido, uma vez que o produto pode ser estabilizado sem grandes consequências em termos de inflação.

No caso de um mercado emergente, a prática de câmbio flexível [...] por facilitar o ajuste tanto na taxa de câmbio real como na taxa real de juros, pode amortecer os impactos de choques externos [...] Mas, para estabilizar o PIB e o consumo, o governo tem que permitir uma alta volatilidade na taxa de câmbio e, por consequência, uma alta volatilidade da inflação. Há um *trade off* evidente entre volatilidade do produto/consumo e volatilidade da inflação (DEVEREUX, 2001, p.50, tradução nossa).

Devereux (2001) concluiu que, se as Autoridades Monetárias estiverem preocupadas prioritariamente com a variação do índice de preços ao consumidor, o regime de livre flutuação trará tanto custos como benefícios. Por essa lógica, uma política estrita de metas de inflação será bastante indesejável em um país emergente com elevado repasse cambial, uma vez que na prática vai requerer alguma fixação da taxa de câmbio, o que estabilizaria a inflação, mas traria instabilidade em termos de produto. Assim “uma política de metas de inflação estrita é muito menos custosa em uma economia com repasse cambial limitado, já que a inflação pode ser estabilizada enquanto se permite um grau de volatilidade nominal da taxa de câmbio considerável” (DEVEREUX, 2001, p.51, tradução nossa).

Ball e Reyes (2008) preocuparam-se em distinguir o que seria a dinâmica autêntica da operação de um regime de metas de inflação de uma situação de *fear of floating*. Na sua interpretação, a métrica desenvolvida por Calvo e Reinhart (2002) pode levar à classificação equivocada, fazendo com que países com regimes de meta de inflação sejam classificados em situações de “medo de flutuar” sem que necessariamente seja o caso. Isso aconteceria, pois, mesmo que a Autoridade Monetária não tenha um nível de câmbio real como alvo direto a ser perseguido, o nível atual da taxa de câmbio é um importante determinante na previsão da taxa futura de inflação. Dessa forma, as taxas de juros de curto prazo devem responder a alterações

na taxa de câmbio nominal ou real, mesmo que essas não sejam metas implícitas da política monetária. Uma economia aberta que adota metas de inflação seria periodicamente levada a recorrer a comportamentos do tipo “medo de flutuar”, sem que isso implicasse que essa tenha sido afetada pela epidemia *do fear of floating*.

Há uma diferença entre mudanças na taxa de juros doméstica associadas com flutuações da taxa de câmbio, mas devidas ao que pode ser chamado “regime de metas de inflação honesto” – que é a adesão estrita de uma economia aberta a um regime de metas de inflação e a função de reação da taxa de juros resultante – e mudanças devidas ao medo de flutuar, que implicam uma meta de política adicional e geralmente escondida de administração da taxa de câmbio. Mais precisamente, medo de flutuar é aqui entendido como o Banco Central mantendo seu objetivo de manejo parcial da taxa de câmbio como informação privada, somente revelada para os participantes do mercado através da observação de seu comportamento (BALL; REYES, 2008, p. 12, tradução nossa)

Uma vez que a revelação da sua política adicional seria mal recebida, seria do interesse do banco central não revelar essa informação de forma direta e, por isso, haveria um incentivo para esconder suas ações por trás do disfarce de outra política oficial. O regime de metas de inflação seria o candidato perfeito, pois, ao requerer aumentos ocasionais na taxa doméstica de juros por motivo de alterações na taxa de câmbio, dá o pretexto necessário para a perseguição de uma âncora cambial não oficial.

Ao contrário de Calvo e Reinhart (2002), Ball e Reyes (2008) utilizam as taxas de juros reais em sua análise por acreditarem que essas permitem distinguir de maneira melhor entre situações de *fear of floating* e regimes de metas de inflação legítimos. Embora os resultados entre as duas metodologias tenham divergido para alguns países, o Brasil seguiu classificado como tendo “medo de flutuar” na análise do comportamento das reservas cambiais. Quanto à análise da taxa de juros reais, o Brasil apresentou sinais de estar comprometido com um regime de metas de inflação legítimo.

3.3- A tendência à sobreapreciação da taxa de câmbio

Uma abordagem complementar ao *fear of floating* pode ser encontrada na literatura novo-desenvolvimentista. Economistas dessa vertente enxergam a taxa de câmbio como uma variável central no desenvolvimento econômico de um país, uma vez que essa influencia toda a dinâmica econômica, determinando as exportações e os investimentos (a demanda), os salários reais e os lucros decorrentes (a distribuição) e as importações e a poupança (a oferta). Como preço macroeconômico estratégico, o câmbio possuiria caráter central na estabilidade e no crescimento econômico sustentado de longo prazo. (BRESSER-PEREIRA E GALA, 2007). Portanto, ao identificar uma tendência de manutenção da taxa de câmbio em patamares relativamente apreciados em alguns países emergentes, é possível explicar a semi-estagnação e a instabilidade econômica dessas economias, em especial a brasileira. Mas por que a taxa de câmbio possuiria uma tendência à sobreapreciação em alguns países em desenvolvimento?

Bresser-Pereira (2007) não elencou apenas uma, mas seis razões pelas quais isso ocorre. A primeira delas é a (i) doença holandesa: falha de mercado decorrente de rendas ricardianas provenientes de algum recurso natural abundante no país, que pressiona a taxa de câmbio de equilíbrio para baixo, impossibilitando o desenvolvimento de manufaturas competitivas. Em seguida, destacou (ii) o abundante fluxo de capital externo absorvido pelos países em desenvolvimento, buscando as taxas de lucro e juros mais atraentes que esses possuem devido à escassez de capital em relação aos seus pares avançados. Em terceiro, (iii) o mesmo fenômeno, mas não apenas como consequência do artifício de mercado, mas como resultado da política deliberada de juros elevados. Em quarto lugar, (iv) a estratégia de crescimento com poupança externa (déficit em conta de transações correntes). A quinta causa seria (v) a utilização da ortodoxia da taxa de câmbio como instrumento para controle da inflação (como apresentado anteriormente). Por último, um fator de ordem muito mais política do que econômica: (vi) o "populismo cambial". A taxa de câmbio em níveis apreciados implica salários e lucros reais mais elevados, fazendo com que tanto a classe capitalista, como as classes médias e assalariada, se beneficiem de um poder de compra em dólar maior; dessa forma, uma desvalorização se tornaria demasiadamente custosa em termos de capital político e, por isso, seria evitada.

Nessa seção, se enfatizará os motivos doença holandesa e estratégia de crescimento com poupança externa, embora os demais estejam sempre presentes de forma implícita na análise.

3.3.1- A Doença Holandesa

Bresser-Pereira (2008, p.48) define a doença holandesa como “a sobreapreciação crônica da taxa de câmbio causada pela abundância de recursos naturais e humanos baratos, compatíveis com uma taxa de câmbio inferior àquela que viabilizaria as demais indústrias de bens comercializáveis”.

Embora seja um problema antigo, a doença holandesa foi diagnosticada apenas na década de 1960, quando economistas constataram que a descoberta de gás natural na Holanda estava ocasionando efeitos negativos a indústria daquele País. A sobreapreciação da taxa de câmbio acontece, nesse caso, devido às rendas ricardianas obtidas por um país na produção de determinado bem, normalmente *commodities* agrícolas ou recursos naturais como minérios e o petróleo. Uma vez que o recurso é abundante no país em relação ao restante do mundo, o custo marginal de produzi-lo é significativamente inferior aos preços praticados internacionalmente, que são determinados pelo produtor marginal menos eficiente admitido pelo mercado. Dessa forma, o país se vale de vantagem competitiva extraordinária na produção e comercialização do bem em questão, se especializando produtivamente na atividade e abastecendo parcela considerável do mercado mundial desse via exportações. As divisas obtidas pelas exportações pressionam a taxa de câmbio para baixo, apreciando-a. O equilíbrio da taxa de câmbio se dará no nível compatível com a alta produtividade relativa do setor exportador do bem abundante e será relativamente apreciado e incompatível com o nível de taxa de câmbio necessário a tornar competitivas mesmo as indústrias que se utilizem de técnicas produtivas de vanguarda e se situam na fronteira tecnológica mundial (a menos que a vantagem produtiva em relação ao exterior de algum segmento industrial seja tamanha que compense o câmbio apreciado) . Uma vez que o câmbio esteja em patamares que não gerem demanda por investimento industrial, o investimento no setor exportador que causa a “doença” será sempre mais vantajoso, reforçando o ciclo. Dessa forma, a dotação favorável de um recurso natural, fato que, *à priori*, seria motivo de comemoração, se torna uma “maldição”, já que o setor produtivo de bens intensivos em recursos naturais produzirá externalidades negativas sobre os demais setores, inviabilizando o próprio desenvolvimento econômico.

Este fato nos permite concluir que nos países que sofrem a doença holandesa existem duas taxas de câmbio de equilíbrio: a taxa de câmbio de equilíbrio ‘corrente’ – aquela que equilibra intertemporalmente a conta-corrente de um país, e, portanto, é também a taxa de mercado, a taxa para a qual o mercado deverá convergir; e a taxa de câmbio de equilíbrio ‘industrial’ – aquela que viabiliza a produção de bens comercializáveis no país sem necessidade de tarifas e subsídios (supõe-se aqui que estejam equiparadas as demais condicionantes externas à produtividade das empresas). Ou, em outras palavras, é a taxa de câmbio que, na média, permite que empresas usando tecnologia no estado da arte sejam rentáveis ou competitivas (BRESSER-PEREIRA, 2008, p.53-54).

O que torna a doença holandesa potencialmente grave é a sua compatibilidade com o equilíbrio de longo das contas externas. Desde que o recurso seja abundante, o balanço de pagamentos será intertemporalmente sustentável, fazendo com que os danos causados pela “doença” possam ser prolongados indefinidamente. Para que se tenha doença holandesa é necessário que a diferença de custo entre a produção doméstica e internacional seja suficientemente grande e por tempo suficientemente prolongado, não sendo fruto de movimentos temporários de oferta e demanda. A doença holandesa de um país será mais intensa quanto maior for essa diferença, variando entre os países e conforme o preço internacional do bem evolui (BRESSER-PEREIRA, 2008).

O modelo desenvolvido por Corden (1984) considera uma economia com três setores: o de bens não comercializáveis (NT), o setor *booming* (B), isso é, o de recursos naturais comercializáveis em expansão devido às rendas ricardianas, e o setor em retrocesso (L), ou seja, o produtor de bens agrícolas e manufaturados comercializáveis. O autor supõe a livre mobilidade de fatores entre os três setores. Uma expansão inicial em B tem o efeito de aumentar os rendimentos dos fatores produtivos empregados naquele setor (capital e trabalho). Parte dessa renda nova passará a ser gasta, levando a um aumento da demanda por bens não comercializáveis, que se apreciarão relativamente aos preços dos bens comercializáveis. A apreciação cambial ocorre então por duas razões: o maior fluxo de divisas devido ao acréscimo de exportações e o aumento do preço dos bens não comercializáveis por conta da demanda interna gerada pela renda ricardiana obtida. Uma vez que o setor de NT não enfrenta concorrência de importados (que se tornam mais baratos com o câmbio apreciado) e a demanda é crescente, esse também se torna relativamente mais atrativo do que o setor L em decadência. Dessa forma, capital e trabalho são transferidos para os setores mais rentáveis, levando ao encolhimento do setor L em detrimento dos setores NT e B. Nas palavras de Gala (2006, p.38):

A apreciação cambial decorrente da exportação dos recursos naturais com base em rendas econômicas dificulta ou, no limite, torna impossível a produção de bens comercializáveis agrícolas e, especialmente, manufaturados que teriam maior potencial de inovações tecnológicas e ganhos de produtividade. O setor de recursos naturais ocupa o espaço da produção agrícola e de manufaturas num processo de “crowding out”. Capital e trabalho são deslocados para a extração de recursos naturais e produção de não comercializáveis. A indústria do país volta-se para dentro, especializando-se na produção de bens não comercializáveis que apresentam maior rentabilidade por conta da apreciação cambial.

Rowthorn e Ramaswamy (1999) descreveram o processo de desindustrialização como uma consequência natural do desenvolvimento de toda economia capitalista avançada: a indústria possui ganhos de produtividade maiores e mais rápidos do que o setor de serviços, causando um ajuste de preços relativos e fazendo com que esse absorva parcela maior da mão de obra empregada. Esse ajuste estrutural é causado sobretudo por fatores internos a economia: uma vez que os bens industrializados se tornam mais baratos e necessitam menos trabalho para serem produzidos relativamente ao setor de serviços, haverá uma renda maior disponível para o consumo de serviços. O setor de serviços não conseguirá responder à alta de demanda via produtividade, por questões inerentes à sua natureza. Dessa forma, o setor de serviços crescerá e ganhará participação relativa na economia, enquanto o setor industrial diminuirá, sem que haja perdas de bem-estar associadas ao processo.

A desindustrialização causada pela doença holandesa se difere desse processo natural por seu caráter precoce: essa se inicia em um nível de renda per *capita* inferior ao observado nos países desenvolvidos quando esses começaram a se desindustrializar. Dessa forma, os países afetados pela “maldição dos recursos naturais” passariam por um processo de desindustrialização danoso para o seu desenvolvimento, uma vez que não teriam atingido o ponto de maturidade de suas estruturas industriais e exaurido as possibilidades do seu processo de industrialização (OREIRO; FEIJÓ, 2010). Conforme Gala (2006, p.38) “a regressão do setor de comercializáveis agrícola e manufatureiro resulta em perdas, possivelmente irreversíveis, de “know-how”, capacidades locais e plantas produtivas”. As ausências de externalidades positivas e “transbordamentos” tecnológicos promovidos pelo setor industrial comprometem a sua dinâmica de crescimento de longo prazo e o próprio processo de desenvolvimento. Vale ressaltar, porém, que a doença holandesa não impede a manutenção de um parque industrial e a exportação de produtos manufaturados; esses continuarão existindo desde que as empresas se transformem em “maquilas”, isso é, limitem-

se a montar bens importados com uso de mão de obra barata e pouco qualificada, perdendo assim complexidade tecnológica (BRESSER-PEREIRA, 2007).

Veríssimo, Xavier e Vieira (2012) analisaram a influência dos preços de diversas *commodities* sobre a apreciação da taxa de câmbio durante o período de 1995-2009 através de análise de cointegração e modelos de correção de erros (VEC). Embora o índice geral de preços das *commodities* encontre dificuldades em explicar o comportamento do câmbio no período, para o sub-período de 2003-2009 foram encontradas evidências robustas da influência desse na apreciação do câmbio, principalmente se tomados individualmente os preços de alimentos, matérias-primas, e, em menor grau, minerais. Em trabalho mais recente, Veríssimo e Xavier (2013) desenvolveram um modelo baseado na metodologia de Vetores Auto-Regressivos, Funções de Resposta aos Impulsos e Análise de Decomposição de Variância, visando à investigação das relações entre taxa de câmbio real, exportações de *commodities* e crescimento da economia brasileira no período 1999-2010. Foram encontradas evidências que dão algum suporte à literatura sobre a “maldição dos recursos naturais”, uma vez que os dados demonstraram uma importância expressiva dos fluxos de exportação de *commodities* à explicação do comportamento da taxa de câmbio real. A especialização das exportações em *commodities* e os preços destas se mostraram relevantes no desempenho econômico menos favorável do país, e foi verificada a importância de uma taxa de câmbio mais desvalorizada para estimular o crescimento.

Bresser-Pereira (2007) expôs que, no caso brasileiro, durante o período de 1930 a 1980 produtos como o café, a cana-de-açúcar, a madeira, o cacau, a laranja, a soja e o ferro pressionavam a taxa de câmbio em direção a uma apreciação. A doença holandesa não se manifestava à época, pois o sistema protecionista a neutralizava. Primeiramente, foi utilizado um sistema de câmbios múltiplos, substituído por um sistema tarifário no final dos anos 1950. As tarifas sobre as importações e subsídios às exportações de manufaturados funcionavam como um “confisco cambial” que, somado a uma série de medidas de política industrial, determinava uma taxa de câmbio efetiva que anulava os efeitos da doença holandesa, possibilitando o desenvolvimento da indústria brasileira⁵. No início da década de 1990 as aberturas comercial e da conta financeira teriam significado o fim do mecanismo de neutralização da maldição dos recursos naturais, e o Brasil conviveria com essa mazela em

⁵ Nos anos 1970, as tarifas aduaneiras médias chegavam a alíquotas de 50%, assim como os subsídios à exportação de manufaturados também. Dessa forma, havia um imposto implícito de exportação sobre as *commodities* de 33%.

maior ou menor grau desde então (acentuada após 2003 com a alta dos preços internacionais das *commodities*).

Para Bresser-Pereira (2008, p.56) “a neutralização da doença holandesa envolve sempre a administração da taxa de câmbio que, entretanto, não é incompatível com uma taxa de câmbio flutuante”. A neutralização completa poderia ser feita através de duas medidas: o estabelecimento de um imposto ou contribuição sobre a venda dos bens que lhe dão origem, em proporção suficiente para suprir a diferença entre as taxas de câmbio de equilíbrio corrente e industrial; e o depósito desses recursos em um fundo internacional de ativos financeiros, medida que impediria a reapreciação da taxa de câmbio. O imposto variaria de produto a produto, dependendo do quanto cada um contribuiria com a obtenção de rendas ricardianas, e variaria também ao longo do tempo, de forma a acompanhar a evolução dos preços internacionais, que determinam a intensidade da doença holandesa.

O efeito desejado do imposto é microeconômico: ele desloca a curva de oferta do bem para cima de forma a trazer seu custo marginal aproximadamente para o nível dos demais bens, ou, em outras palavras, corrigindo a taxa de câmbio de equilíbrio corrente para torná-la igual à de equilíbrio industrial. (BRESSER-PEREIRA, 2008, p. 57).

Embora aparentemente simples, a implantação de tal mecanismo neutralizante seria politicamente complicada. A medida enfrentaria resistência dos setores exportadores dos bens causadores da doença holandesa, contrários à taxação, mesmo que a redução da rentabilidade seja compensada pelo aumento da remuneração em moeda local decorrente da depreciação. Outra fonte de resistência seria o aumento transitório da inflação decorrente do ajuste cambial: na ausência de indexação da economia o ajuste de preços seria apenas temporário, contudo, em uma sociedade marcada pela memória inflacionária como a brasileira o movimento de alta dos preços internos seria visto sempre com especial desconfiança. A depreciação traria ainda uma redução dos salários reais, afetando o poder de compra nacional em dólares e, por isso, seria amplamente impopular (BRESSER-PEREIRA, 2007).

3.3.2- A Estratégia de Crescimento com Poupança Externa

Outro fator tido como um dos principais determinantes do que a literatura novo-desenvolvimentista denomina de “tendência à sobreapreciação da taxa de câmbio” é a política de crescimento com “poupança” externa.⁶ Nos anos 1990 muitos países emergentes adotaram medidas liberalizantes, no contexto de globalização comercial e financeira, seguindo amplamente as recomendações da ortodoxia convencional cristalizadas no “Consenso de Washington”. A combinação de ajuste fiscal, abertura comercial e abertura financeira os credenciariam a receber fluxo internacional de capitais (poupança externa), financiando dessa maneira seu desenvolvimento econômico. A teoria do crescimento neoclássica sugere que, no caso de economias abertas, os países com menor intensidade de capital e menor renda *per capita* crescerão de maneira mais acelerada do que os seus pares com taxas mais elevadas, uma vez que possuem maior retorno sobre o capital. Assim, ficava posto que se esses se comprometessem com reformas pró-mercado ganhariam credibilidade perante os investidores internacionais, absorvendo poupança externa que, ao impulsionar o investimento produtivo, aceleraria seus crescimentos, permitindo que esses arcassem com o pagamento dos juros futuros devido aos credores dos países centrais. A presunção teórica é de que os fluxos livres de capital promoverão a alocação internacional dos recursos da maneira mais eficiente, pois fluirão dos países capitalistas avançados em direção aos países em desenvolvimento, equalizando a produtividade marginal do capital. Dessa forma, a convergência para níveis de renda *per capita* semelhantes entre os países do centro e os periféricos aconteceria inevitavelmente. A livre movimentação de capitais traria ainda o efeito de disciplinar os diferentes governos ao redor do mundo, uma vez que a perseguição de políticas consideradas insustentáveis pelos operadores do mercado financeiro resultaria em saída de capitais para o exterior (BRESSER-PEREIRA E NAKANO, 2003). Porém, conforme exposto no Capítulo 1, os resultados não foram exatamente o esperado, a instabilidade do fluxo internacional resultou em repetidas crises de balanço de pagamentos em diversos países emergentes e não resultou em crescimento robusto sustentado. Mas por que então a poupança externa não teria promovido o crescimento?

⁶ Define-se “poupança” externa como o fluxo de capital externo absorvido realmente direcionado para o financiamento de investimentos produtivos.

Pela identidade meramente contábil, a absorção de “poupança” externa equivale a um déficit na conta de transações correntes e o investimento à soma das poupanças doméstica e externa. Portanto, dizer que um país absorve poupança externa equivale a dizer que esse país incorre em déficits em transações correntes e aumenta suas obrigações para com o exterior. Assim sendo, haverá uma restrição de solvência à estratégia de crescimento com poupança externa: os déficits na conta de transações correntes precisam ser seguidos por superávits para que sejam sustentáveis intertemporalmente e, assim, os financiadores internacionais não aceitarão a posição suicida de financiar novas dívidas para pagar as antigas indefinidamente, mesmo que a remuneração em juros acompanhe o risco crescente. Nesse ponto limítrofe, também os emprestadores internos exigirão juros maiores para continuar no jogo, o que reduzirá o investimento e ameaçará a estabilidade macroeconômica. (BRESSER-PEREIRA E NAKANO, 2003). Portanto, é imperativa que a “poupança” externa contábil se traduza em poupança no sentido econômico: canalizada para o financiamento do investimento produtivo e do desenvolvimento do país.

Para Simonsen e Cysne (1995), um país devedor estará em situação confortável enquanto a relação do índice dívida externa/PIB for inferior a 2, em situação duvidosa se constar entre 2 e 4 e em situação crítica ultrapassar 4. Embora seja difícil definir com rigidez um ponto em que o crescimento da dívida se torna prejudicial ao crescimento econômico, outros estudos apontaram a mesma tendência. Patillo, Poirson e Ricci (2002) estimaram que o impacto médio do débito no crescimento se torna negativo para níveis superiores a 160-170 por cento das exportações e 35-40 por cento do PIB. Cohen (1994) estimou 200% para a relação com as exportações e 50% para o PIB.

Portanto, se a “poupança” externa não se traduzir na ampliação da capacidade produtiva através do investimento produtivo em setores capazes de gerar divisas para fazer frente aos compromissos assumidos, a rolagem da dívida poderá ser bruscamente interrompida, levando o país a uma crise de balanço de pagamentos. (BRESSER-PEREIRA; NAKANO, 2003). Sendo assim, o êxito da estratégia de crescimento com poupança externa dependerá da concretização da poupança externa em investimento produtivo.

Para Bresser-Pereira e Nakano (2003), a absorção de poupança externa resulta no aumento do investimento apenas em situações específicas, não sendo a regra. Somente em períodos de expansão em que a taxa de lucro esperada é consideravelmente maior do que a taxa de juros do mercado, a taxa de investimento se elevará, fazendo com que a poupança

externa complementar a poupança interna, na medida que essa relaxará a restrição cambial e permitirá a importação de bens de capital para realizar a inversão produtiva. Nas palavras Bresser-Pereira e Nakano (2003, p.13),

[...] se na fase de tomada de empréstimos o país tiver uma razoável estabilidade macroeconômica, um programa de investimentos e um forte incentivo para investir de parte da classe empresarial interna e se sua dívida externa não superar o limite de endividamento, a disponibilidade de poupança externa representará um fator positivo na promoção do crescimento econômico.

Contudo, quando essas condições não estão presentes, a poupança externa será canalizada majoritariamente para financiamento do consumo, substituindo a poupança interna e aumentando o endividamento externo do país sem contrapartida em receitas futuras que possibilitem garantir a capacidade de pagamento da dívida contraída. Isso acontece, pois “os influxos de capitais para financiar o déficit em conta corrente que decorrem dessa política apreciam a taxa de câmbio” (BRESSER-PEREIRA, 2007, p.144). A taxa de câmbio, caso as contas externas estivessem equilibradas, é mais depreciada com que a que equilibra um déficit crônico; portanto, as próprias forças de mercado se encarregarão da apreciação cambial. Dessa forma,

a taxa de câmbio se manterá em um nível relativamente apreciado, fazendo com que os salários e ordenados se elevem (em relação à posição associada à taxa de câmbio de referência) e a massa de salários e ordenados se mantenham em um nível artificialmente elevado — ou seja, incompatível com sua produtividade, ou com a taxa de lucros satisfatória que mantém a economia crescendo —, enquanto os lucros caem. (BRESSER-PEREIRA; GALA, 2007, p.10)

Como a propensão a consumir da classe trabalhadora e da classe média é, por definição, maior do que a da classe capitalista, esse movimento redistributivo pró-salário, impulsionado artificialmente pela apreciação cambial, reduziria a poupança interna agregada. O aumento artificial dos custos com a mão de obra somado à diminuição do incentivo às exportações provocariam ainda uma redução das oportunidades de investimento e das expectativas de lucro e, portanto, dos próprios investimentos e da poupança interna (considerando a concepção kaleckiana e keynesiana da determinação da poupança *ex post* pelo investimento). O poder de compra maior possibilitado pela apreciação cambial resultará de um lado no aumento das importações, a fim de sanar o consumo e, de outro, em

desestímulos às exportações e aos investimentos produtivos, que tenderão a se concentrar no setor de não comercializáveis. Por isso, além de ser canalizada sobretudo para financiar o aumento do consumo, a poupança externa substituiria a poupança interna, ao invés de complementá-la. Assim, quando ficar clara para os credores a insustentabilidade do déficit em transações correntes, o fluxo de capitais externos será interrompido, forçando uma desvalorização cambial diante da crise no balanço de pagamentos. A transformação gradual do déficit em transações correntes em superávit passará pela queda dos salários reais e do consumo interno, além do aumento do investimento voltado para a exportação. Em decorrência desses, a poupança interna voltará a crescer, substituindo a poupança externa, uma vez que o endividamento externo estará em declínio (BRESSER-PEREIRA E GALA, 2007).

Num processo de abertura da conta de capitais, com forte ingresso de recursos externos, o que se observa é uma intensa apreciação cambial que direciona o gasto dos agentes internos na direção de bens de consumo importados. O aumento artificial dos salários decorrente da valorização cambial provoca um aumento do consumo no país que importa capital, trazendo problemas de solvência em períodos posteriores. A ausência de oportunidades lucrativas de investimento somada a altas taxas de juros também contribuem nesse sentido. A dívida contratada é utilizada para financiar consumo que não gera o retorno suficiente para saldá-la. O aumento do passivo externo cria uma dinâmica de dívida insustentável e, frequentemente, o resultado desses ciclos de endividamento é uma crise no balanço de pagamentos sem acréscimos no estoque de capital (GALA; 2006, p.53).

Para Bresser-Pereira e Gala (2007), a substituição da poupança interna pode ser completa, ou seja, toda a poupança externa se torna consumo, parcial (parte vira consumo e parte investimento produtivo), ou nula, com toda a poupança externa traduzida em investimento. Se a taxa de substituição da poupança interna pela externa for maior do que 1, há indícios de uma redução na poupança global. A taxa de substituição da poupança interna pela externa será maior quanto menor for o diferencial entre a taxa esperada de lucro e a taxa de juros, ou em outras palavras, quanto menores forem as oportunidades de investimento. No caso de oportunidades escassas, não existirão incentivos para postergar o consumo presente em vista de uma remuneração maior no futuro, levando à situação de aumento do consumo e diminuição da poupança interna, conforme descritas anteriormente.

4 – ANÁLISE COMPORTAMENTAL NO PERÍODO 1999-2015 DE VARIÁVEIS SELECIONADAS

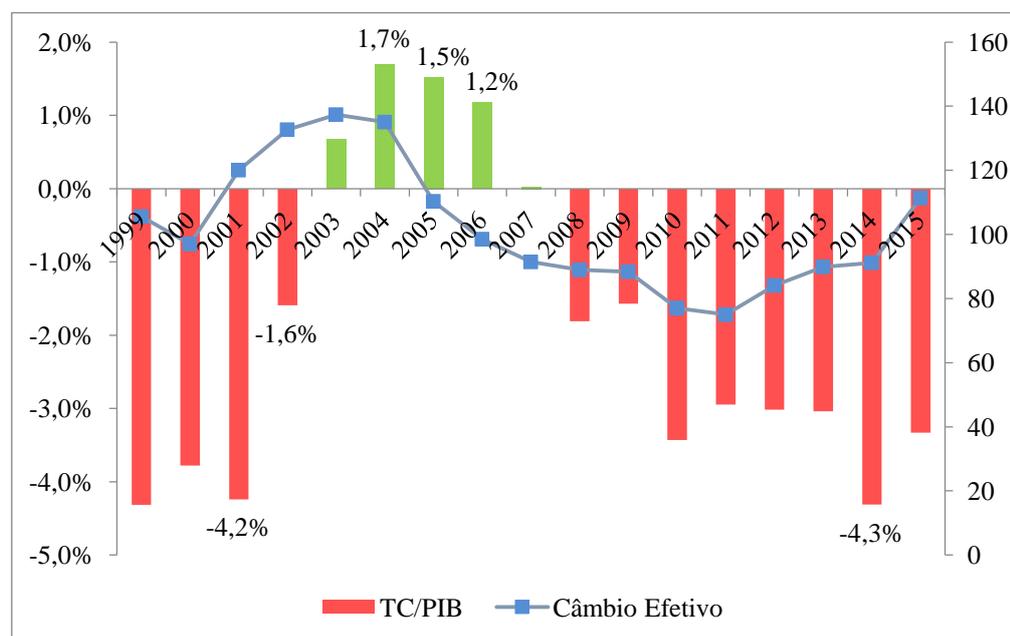
4.1- Introdução

Esse capítulo tem como objetivo a análise descritiva do comportamento de alguns agregados macroeconômicos durante o recorte temporal eixo desse trabalho, isso é, entre os anos de 1999 e 2015. Embora testes econométricos sejam necessários para auferir relações precisas entre o comportamento da taxa de câmbio e os agregados aqui analisados, busca-se através da análise descritiva dos dados observar tendências compatíveis com as interpretações teóricas explanadas no segundo capítulo. As variáveis a serem analisadas são transações correntes, taxa de inflação e produção industrial, sempre em contraponto ao comportamento cambial. A escolha das referidas variáveis deve-se ao fato de que há, intuitivamente, uma consistente relação entre elas e a taxa de câmbio, uma vez que variações cambiais afetam o nível interno de preços, têm impacto na desindustrialização e reprimarização (doença holandesa) e influenciam a *performance* de balanço de pagamentos.

4.2- Transações Correntes

O comportamento das transações correntes (Gráfico 7), de maneira geral, respondeu conforme o esperado às oscilações da taxa efetiva de câmbio no período: déficits maiores quando essa se aprecia e recuperação parcial em direção a um superávit quando essa sofre abrupta depreciação, sempre com a defasagem de alguns meses após a quebra da tendência cambial.

Gráfico 3 – Saldo em Transações Correntes como percentual do PIB, de 1999 a 2015.

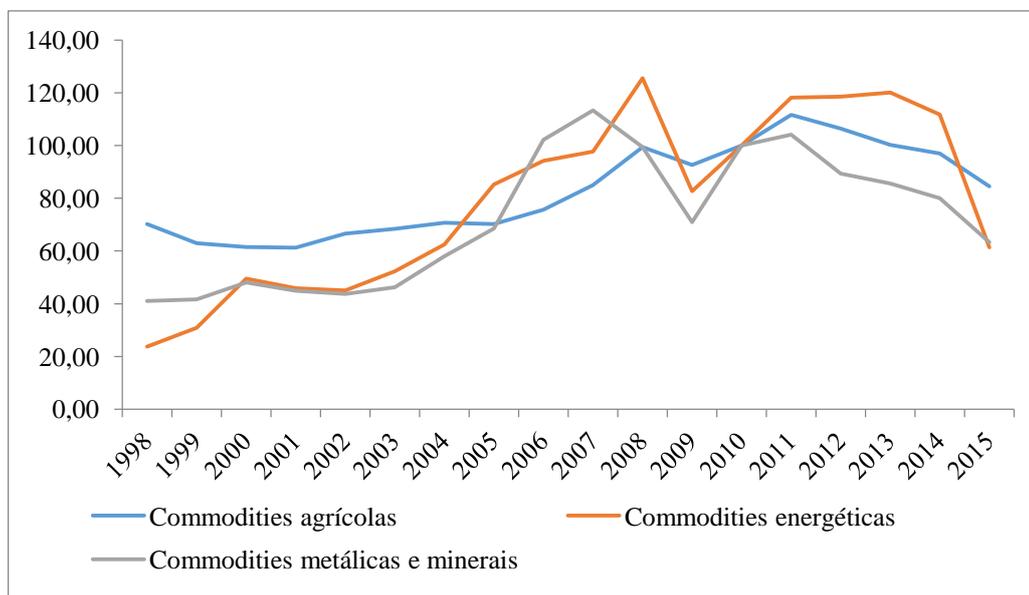


Fonte: Elaborado pelo autor com base em dados do BCB-Depec.

Nota: No eixo primário, o saldo em transações correntes sobre o PIB (US\$). No eixo secundário, taxa efetiva de câmbio (Jun/1994 = 100).

No período imediato à adoção do regime de câmbio flutuante, em 1999, a forte depreciação do *real* teve como resultado uma expressiva recuperação da situação externa do País, que passou de um déficit de US\$ 25,8 bilhões no início da série para um superávit de US\$ 3,7 bilhões em 2003, ano em que a moeda brasileira esteve mais depreciada. A melhora das contas externas brasileiras se deveu, naquele momento, principalmente à queda das despesas em conta corrente (-13% de 2001 para 2002). Apenas no segundo semestre de 2002, o período de prosperidade global que se iniciava começou a tomar contornos e repercutir sobre o desempenho do setor externo brasileiro. O aquecimento da economia mundial levou a uma trajetória ascendente dos preços internacionais das principais *commodities* agrícolas e minerais, impulsionando a produção desses para atender a crescente demanda global via exportações (Gráfico 8). Em 2008, o montante das exportações brasileira já era superior ao triplo do registrado em 2002 (+225%). O crescimento anual médio de 22% das exportações no período permitiu cinco anos ininterruptos de superávits em transações correntes: 2003 (+US\$3,7 bilhões), 2004 (+US\$ 11,4 bilhões), 2005 (+US\$ 13,5 bilhões), 2006 (+ US\$ 13 bilhões) e 2007 (+US\$ 0,4 bilhões), algo incomum na história econômica brasileira. Contudo, a economia voltou registrar déficits nas transações correntes a partir de 2008, o que ratifica a continuidade da opção pela estratégia de crescimento com absorção de poupança externa.

Gráfico 4 – Índice de preço das *commodities*, de 1998 a 2015.

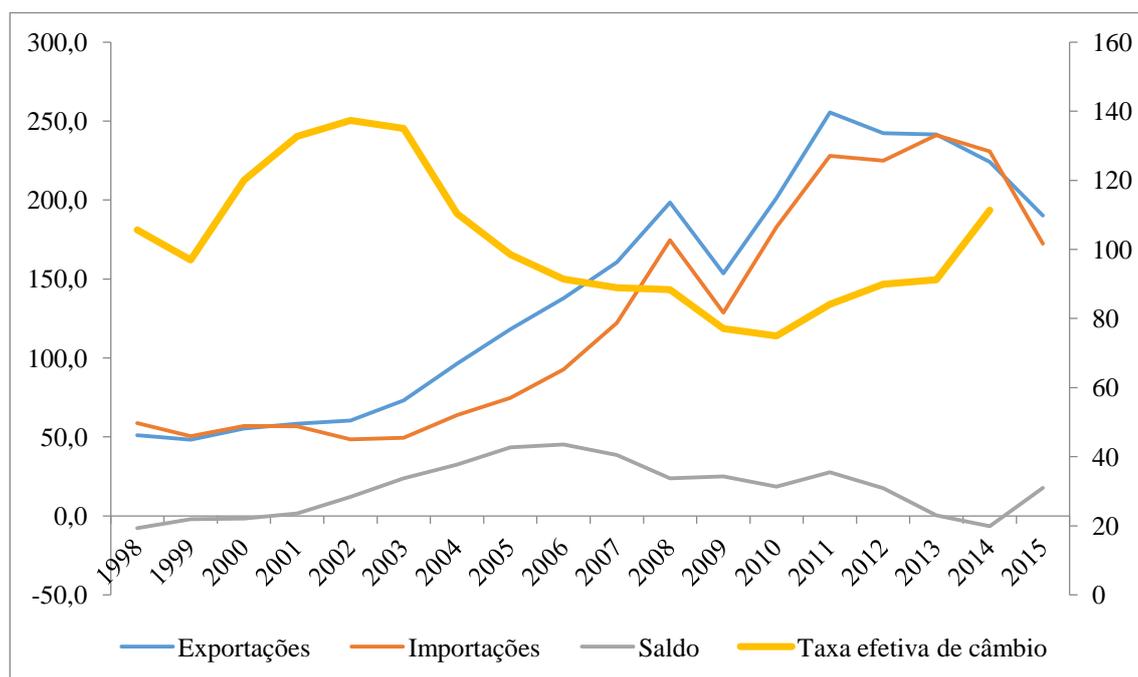


Fonte: Banco Mundial.

Nota: Os índices são anuais, considerando o ano de 2010 como a base 100, em dólares reais de 2005.

Apesar do crescimento vertiginoso das exportações brasileiras a partir de 2003, a retomada da apreciação cambial, combinada com o aquecimento da economia nacional, proporcionou um impulso às importações. De 2003 a 2008, as importações de bens cresceram de forma mais acelerada do que as exportações (média de 24,8% a.a. ante 22% a.a.), contribuindo para reverter o saldo da conta de transações correntes de positivo para negativo em 2008, embora a balança comercial tenha continuado superavitária (Gráfico 9).

Gráfico 5 – Evolução da balança comercial, de 1998 a 2015.

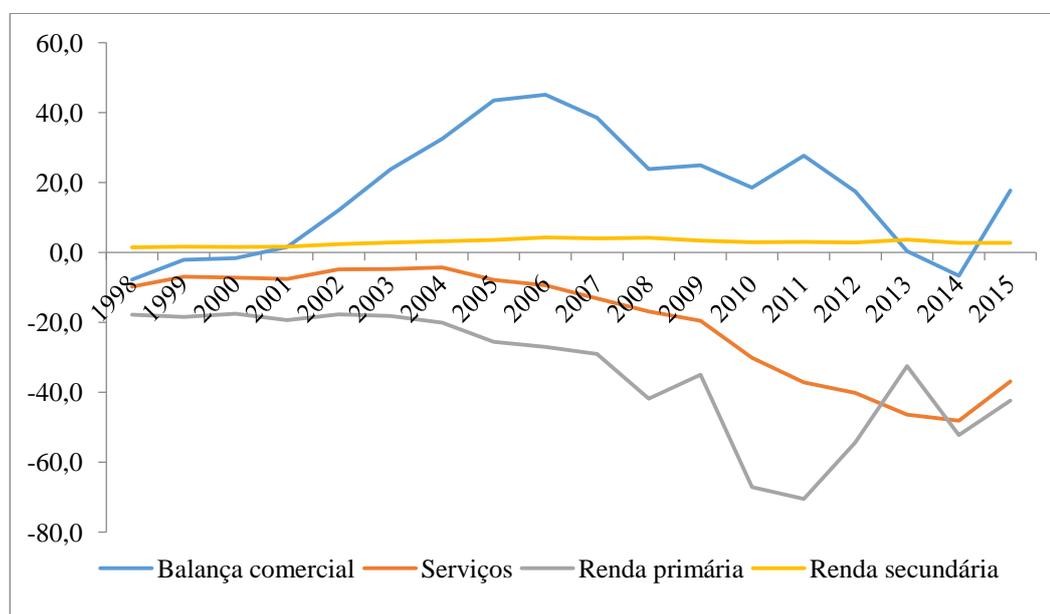


Fonte: Elaborado pelo autor com base em dados de BCB-Depec.

Nota: No eixo primário, exportações, importações e saldo da balança comercial em U\$ bilhões. No eixo secundário, taxa efetiva de câmbio (Jun/1994 = 100).

O impacto da associação entre renda maior e câmbio valorizado não ficou restrito às importações. Ao analisar a evolução da conta de transações correntes de maneira discriminada (Gráfico 10), chama a atenção o aprofundamento do déficit na balança de serviços a partir de 2005, tendo a inversão da tendência ocorrido apenas com a intensa desvalorização do *real* e recessão econômica de 2015. Pesa sobre esse resultado a componente viagem dos brasileiros ao exterior, que teve crescimento maciço no período: o déficit, que era de U\$ 0,9 bilhão em 2005, passou para U\$ 18,7 bilhões em 2014, um aumento superior a vinte vezes em menos de uma década. A balança de serviços teve a trajetória influenciada negativamente também pelo componente aluguel de equipamentos, devido principalmente à prospecção e início da exploração dos campos de petróleo no pré-sal teve papel decisivo. Em 2007, ano em que a descoberta da reserva foi anunciada pela Petrobrás, o déficit em aluguel de equipamentos era de U\$ 5,8 bilhões, contra U\$21,5 bilhões em 2015. A componente transportes, embora tenha sido deficitária durante todo o período, apresentou crescimento mais modesto, oscilando entre um déficit de U\$ 5 bilhões e U\$ 9 bilhões.

Gráfico 6 – Evolução da Conta de Transações Correntes discriminada, de 1998 a 2015.



Fonte: Elaborado pelo autor com base em dados de BCB-Depec.

Nota: No eixo primário, balança comercial, balança de serviços, de renda primária e de renda secundária em US\$ bilhões. No eixo secundário, taxa efetiva de câmbio (Jun/1994 = 100).

No período pós-crise o déficit em transações correntes recrudesceu, chegando a 3% do PIB de 2010 a 2013. A balança comercial, após breve e intenso recuo em 2009 (as exportações retraíram em 23% e as importações em 26%), retomou a trajetória de crescimento, embora sem o mesmo pulso do momento de *boom* anterior. De 2010 a 2013, as importações de bens cresceram em média de forma mais acelerada do que as exportações (crescimento médio anual de 18% dessas ante 13% daquelas), indicando uma tendência de reversão no saldo da balança comercial de superavitária para deficitária, apesar da gradual desvalorização do *real* a partir de 2011. A deterioração dos termos de troca do País, ou seja, a queda dos preços das principais *commodities* globais, que compõem grande parte da pauta exportadora brasileira, teve participação decisiva nesse resultado (ver Gráfico 8). Em 2014, a balança comercial brasileira registrou seu primeiro déficit em 14 anos (-US\$ 6,6 bilhões), contribuindo para que o déficit em transações correntes ultrapassasse patamares sustentáveis, chegando a 4,3% do PIB, o que ajudou a pressionar a taxa de câmbio em direção à desvalorização do ano seguinte.

A rápida recuperação da balança cambial em 2015 (superávit de U\$17,7 bilhões) se deveu mais aos efeitos da recessão interna e da maxidesvalorização cambial sob a demanda doméstica do que de fato a uma resposta do setor externo à nova cotação, uma vez que os valores das exportações (-15,2%) e das importações (-25,3%) caíram em relação ao ano anterior, sendo que a queda da segunda foi mais acentuada, assegurando, assim, o superávit.

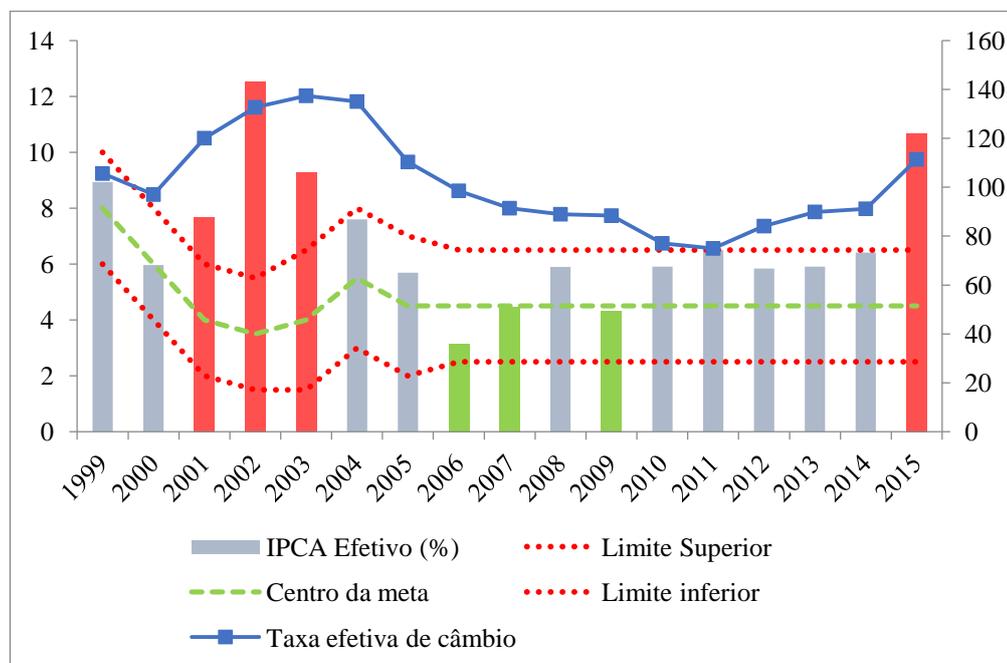
A balança de renda primária, composta pelo agregado das relações de transferência de salários, juros, lucros e dividendos com o exterior, permaneceu deficitária e crescente durante todo o período, como é de se esperar em um país que adote a estratégia de crescimento com déficit em transações correntes (a poupança externa absorvida para financiar o saldo negativo deverá ser remunerada em algum momento futuro, implicando transferência de recursos para exterior). Chama a atenção a intensificação do déficit na balança de renda primária no período imediato ao pós-crise: a transferência de lucros e dividendos para o exterior passou de um montante de U\$ 25,2 bilhões em 2009 para U\$ 55,6 bilhões em 2010, U\$ 56,6 bilhões em 2011 e U\$ 38,2 bilhões em 2012, sugerindo que as subsidiárias brasileiras tenham assistido as suas matrizes durante o auge da crise nos países centrais. A transferência de juros para o exterior também apresentou trajetória crescente no período, em especial após 2009: de 2002 a 2008, foram transferidos U\$ 77,6 bilhões na forma de juros, enquanto que de 2009 a 2015 a transferência totalizou U\$ 116 bilhões.

4.3 – Inflação: IPCA

De forma geral, o sistema de metas de inflação foi bem sucedido em assegurar a estabilidade dos preços domésticos no período: nos 17 anos da amostra, a inflação anual acumulada, medida pelo índice de preços ao consumidor amplo (IPCA), excedeu os limites estipulados apenas em quatro ocasiões (2001, 2002, 2003 e 2015). Ao analisar o Gráfico 11, é possível perceber que o descumprimento da meta inflacionária entre 2001 e 2003 esteve relacionado com a depreciação do *real*, o cumprimento da meta com folga (IPCA mais próximo do centro da meta do que de suas bordas) entre 2005 e 2009 com a sua forte reapreciação, o cumprimento da meta entre 2012 e 2014 em patamares mais próximos do limite superior à sua gradual depreciação e, por fim, o estouro da meta em 2015, com a forte

depreciação ocorrida naquele ano, embora em nenhum desses casos o câmbio possa ser eleito como único determinante da inflação.

Gráfico 7 – IPCA efetivo x metas de inflação, de 1999 a 2015.



Fonte: Elaborado pelo autor com base em dados de BCB-Depec.

Nota: No eixo primário a variação percentual do IPCA. No eixo secundário, taxa efetiva de câmbio (Jun/1994 = 100).

Conforme pode ser notado no Gráfico 12, o estouro das metas de inflação nos anos de 2001, 2002 e 2003 esteve relacionado principalmente com o reajuste dos preços monitorados, que ficaram acima do IPCA até 2005, quando voltaram a se normalizar. O preço dos bens comercializáveis, como era de se esperar, sofreu impacto direto da maxidesvalorização naquele triênio (+7%, +14% e +8,3%, respectivamente), contribuindo para o não cumprimento da meta.

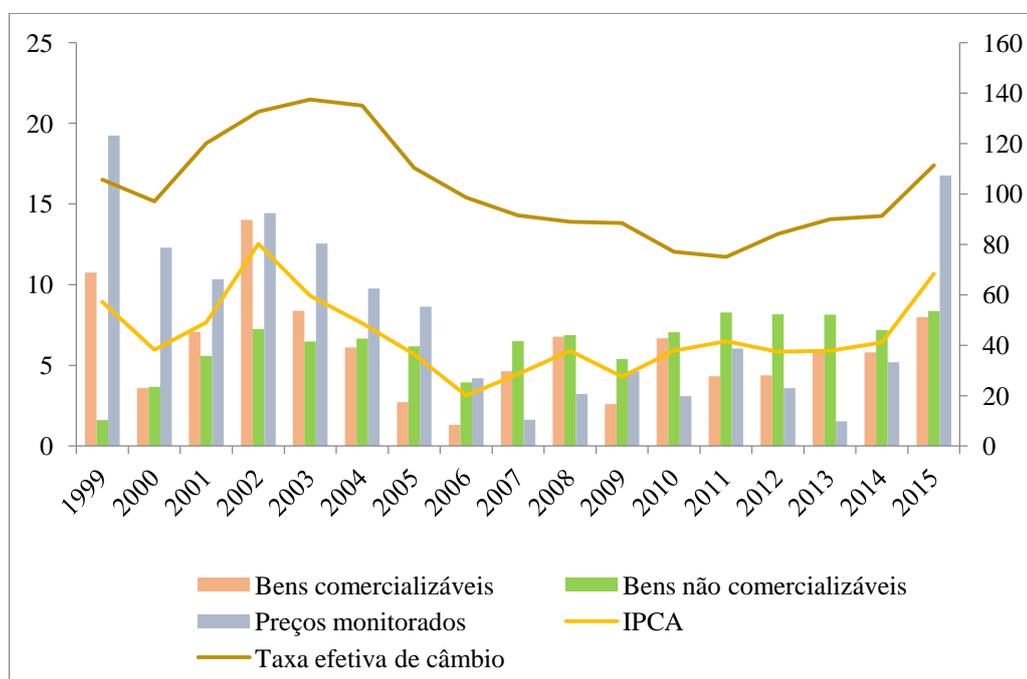
O momento de reapreciação cambial que se seguiu a partir de 2003 proporcionou uma desaceleração do preço dos comercializáveis. De 1999 a 2003 os preços desses acumularam alta de 43,8%, enquanto que de 2004 a 2012 (ano do início de uma desvalorização gradual do *real*) o reajuste acumulado ficou em +39,5%, chegando a apenas +1,3% em 2006, uma

diferença representativa principalmente por estar se comparando um intervalo de cinco anos frente a um intervalo maior de nove anos; ou seja, no período mais longo a variação dos referidos preços foi inferior. O cumprimento das metas de inflação com relativa facilidade até 2009 parece estar relacionado aos efeitos deflacionários do câmbio sobre os preços dos bens comercializáveis.

Conforme explicado no capítulo 2, a apreciação cambial torna os bens importados mais baratos, pressionando o preço dos bens comercializáveis (isso é, passíveis de serem comercializados internacionalmente) para baixo. Tal movimento implica maior poder de compra em dólares, que impulsiona a demanda doméstica. Como os bens não comercializáveis (serviços), por questões próprias da sua estrutura de produção, não conseguem responder ao aumento de demanda na mesma escala, naturalmente, respondem com um aumento maior de preços. Assim, pode-se explicar que, a partir de 2006, a inflação dos bens não comercializáveis tenha ficado sempre acima do IPCA, configurando-se como principal fator de estresse no período. O aumento da renda, do consumo e a melhora na distribuição de renda constatados no período contribuíram para pressionar o preço dos bens não comercializáveis para cima.

Em 2015, ano em que a meta voltou a ser estourada, a liberação dos preços monitorados (+16,7%), que vinham sendo represados nos anos anteriores, foi o principal fator de estresse sobre o índice de inflação (+10,7%), propagando pressões inflacionárias sobre todos os setores da economia. A depreciação do *real* também atuou nesse sentido. Os reajustes dos preços dos bens comercializáveis (+7,9%) e dos não comercializáveis (+8,3%) ficaram acima do intervalo de tolerância.

Gráfico 8 – Variação do IPCA discriminada por tipo de bem, de 1999 a 2015.



Fonte: Elaborado pelo autor com base em dados de BCB-Depec.

Nota: No eixo primário, a variação percentual do IPCA, dos bens comercializáveis, bens não comercializáveis e preços monitorados. No eixo secundário, taxa efetiva de câmbio (Jun/1994 = 100).

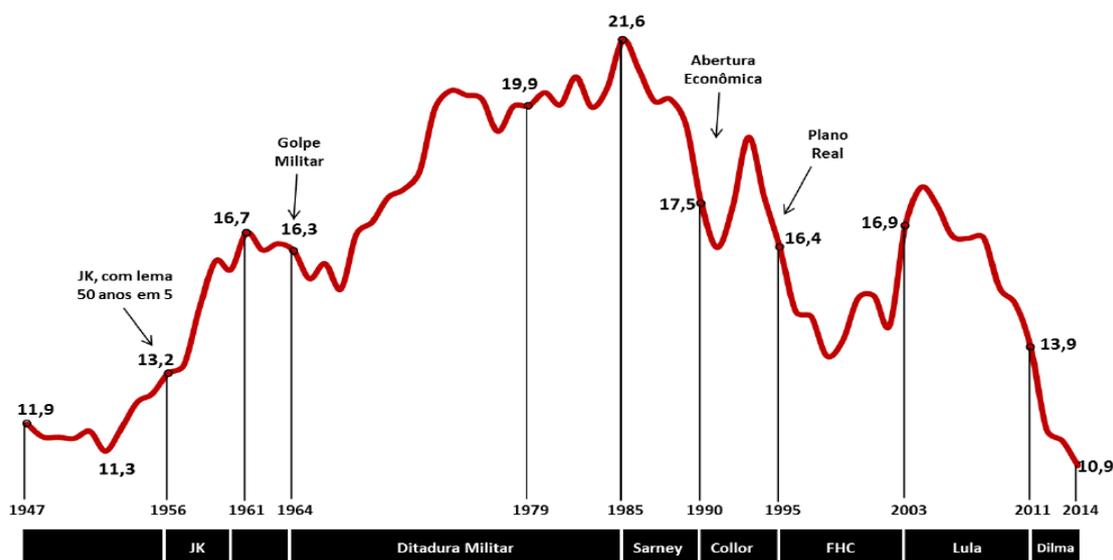
4.4 – Indústria de Transformação

Como pode ser observado no Gráfico 14, a indústria de transformação brasileira vem perdendo participação no PIB desde 1985, quando essa atingiu o seu ápice (21,6%). No início da década de 2000, esboçou-se uma reação (a participação subiu de 15,1% em 2000 para 17,9% em 2004), contudo, tal movimento se mostrou temporário. Segundo a FIESP (2015), esse vigor provisório se deveu a dois fatores: a forte depreciação cambial e o aumento dos preços industriais no período.

A reapreciação cambial a partir de 2003 levou à retomada e ao aprofundamento do processo de desindustrialização precoce. Em 2014 (10,9%), a participação da indústria de transformação no PIB brasileiro já era inferior ao registrado em 1947 (11,9%), primeiro ano da série histórica, demonstrando a gravidade da situação brasileira.

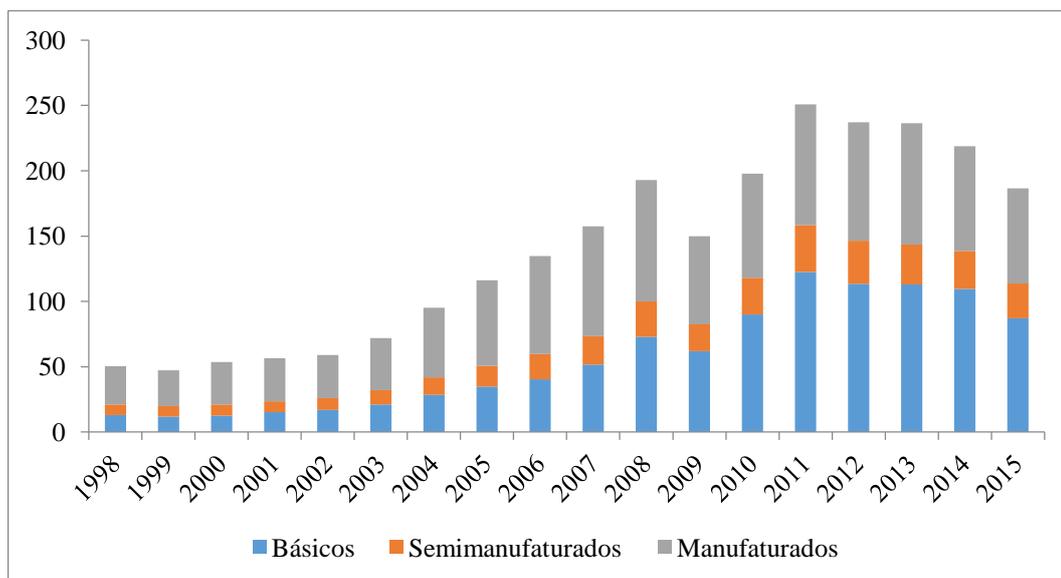
Embora a desindustrialização seja um processo de longo prazo, a partir da crise internacional de 2008 e 2009 essa trajetória acelerou-se, chegando a diminuir em 6 p.p. em apenas seis anos. O estudo da FIESP (2015) atribuiu o fato à redução do preço relativo dos bens manufaturados e à elevação dos custos de se produzir no Brasil. Além das carências estruturais de infraestrutura e da carga tributária, a remuneração média da mão de obra na indústria de transformação teria crescido 41% no pós-crise, enquanto a produtividade permaneceu estagnada.

Figura 5 – Evolução da Participação da Indústria de Transformação no PIB, de 1947 a 2014.



Fonte: IBGE. Elaboração Depecon-FIESP segundo método Bonelli e Pessoa (2010).

A análise da pauta exportadora brasileira (Gráfico 15) aponta uma perda de participação relativa de produtos semimanufaturados e manufaturados, respaldando o argumento de que estaria ocorrendo uma reprimarização da economia brasileira. No início da série, os produtos básicos significavam 25% do total das exportações do País, enquanto manufaturados e semimanufaturados respondiam pelos outros três quartos. A partir do ano 2000 as exportações de produtos básicos cresceram de forma mais dinâmica do que a dos semimanufaturados e manufaturados, provocando uma acelerada reconfiguração do perfil exportador brasileiro.

Gráfico 9 – Pauta Exportadora por tipo de produto, de 1998 a 2015.

Fonte: Elaborado pelo autor com dados de MDIC/Secex.

Embora todas as categorias tenham demonstrado crescimento absoluto no período, o ritmo superior do crescimento das exportações de produtos básicos entre 2000 e 2010 (crescimento médio de 24,2% a.a.), frente ao dos semimanufaturados (15,3% a.a. em média) e dos manufaturados (média de 11,1% a.a.) fez com que, no início da década seguinte, os produtos básicos já correspondessem a quase a metade da pauta exportadora brasileira (48% em 2011). Enquanto os bens semimanufaturados mantiveram sua participação em torno de 14% durante todo o período, os bens manufaturados, que chegaram a corresponder a 57% em 2000, antes do início do *boom* das *commodities*, viram sua participação encolher durante a década, chegando a representar 38% do total das exportações em 2015, sugerindo que a mudança relativa tenha sido à expensas dos produtos mais sofisticados, de maior valor agregado.

4.5- À guisa de conclusão

A forte depreciação cambial ocorrida entre 2000 e 2003 contribuiu para melhorar as contas externas do País, revertendo déficits em transações correntes próximos a 4%. A indústria de transformação brasileira também respondeu favoravelmente à queda da cotação

do *real*, revertendo temporariamente sua tendência de longo prazo de perda precoce de participação no PIB ao voltar a ganhar 2,8 p.p. de participação. A variação do IPCA, contudo, ficou acima dos limites superiores da meta de inflação para os anos de 2001, 2002 e 2003.

Com o prolongado período de apreciação cambial que se seguiu a 2003, as metas de inflação foram cumpridas com relativa folga até 2010. A prosperidade global assegurou um período atípico de superávits na conta de transações correntes de 2003 a 2007, que foi revertido na medida em que as importações e balança de serviços responderam ao câmbio apreciado e quando houve o aumento da transferência lucros, dividendos e juros para o exterior. A indústria de transformação voltou a perder participação no PIB, além de perder espaço na pauta exportadora brasileira para produtos básicos.

A partir de 2011, uma gradual depreciação cambial não foi capaz de reverter os déficits em transações correntes, que continuaram significativos, bem como a inflação medida pelo IPCA passou a oscilar cada vez mais próxima dos limites superiores da meta. A indústria de transformação, por sua vez, continuou sua trajetória decadente, atingindo o mínimo histórico de participação no PIB em 2014. Em 2015, com a depreciação cambial, houve o estouro da meta inflacionária e uma ligeira melhora na situação externa, embora a indústria tenha acompanhado o quadro geral recessivo País.

Em suma, é possível perceber sinais conflitantes do câmbio sobre diferentes objetivos: estabilidade de preços, vigor industrial e estabilidade externa. Ao perseguir a estabilidade de preços em detrimento de um câmbio competitivo que assegure a estabilidade externa, acaba-se sem nenhum deles.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Esse trabalho teve como principal objetivo buscar explicar o comportamento da taxa de câmbio brasileira sob o regime de câmbio flutuante. A hipótese considerada foi a de que, por motivos próprios a países em desenvolvimento, uma depreciação cambial pode trazer efeitos indesejados e, por isso, ser deliberadamente evitada. A impossibilidade de contrair empréstimos externos na própria moeda, ou empréstimos domésticos de longo prazo, cria um descasamento de moedas entre receita (auferida na moeda local) e despesa (amortização e pagamento de juros em moeda estrangeira), ou ainda um descasamento de maturidade, isso é, investimentos de longo período de maturação são financiados através de empréstimos locais de curto prazo, o que faz com que esses tenham que ser constantemente refinanciados. Uma depreciação do *real* pode, primeiro, aumentar o custo desses empréstimos desproporcionalmente em relação às receitas, trazendo dificuldades de solvência às firmas locais. Uma vez que a moeda local comece a se depreciar, as firmas, esperando uma depreciação maior, podem demandar divisas para fazer frente aos seus compromissos em moeda estrangeira, o que agravará a depreciação. A defesa da moeda nacional através da oferta de reservas internacionais por parte do BCB pode resultar ainda na diminuição da liquidez do sistema financeiro, causando dificuldades na renovação dos empréstimos de curto prazo, fazendo com que ambos descasamentos se encontrem e desestabilizem a economia.

Além disso, a ausência de um longo histórico de estabilidade macroeconômica faria com que a política econômica seja vista como pouco crível, o que torna o câmbio uma âncora mais eficaz do que a política monetária. O elevado repasse cambial aos preços internos então decorrente faz com que, para atingir as metas inflacionárias, não se tolere grandes flutuações na cotação do *real*. Dessa forma, sob o disfarce de um regime de metas de inflação legítimo, o BCB perseguiria de maneira não oficial uma âncora cambial, ao recorrer em aumentos na taxa doméstica de juros de curto prazo para conter oscilações na taxa de câmbio.

Também foram considerados fatores estruturais, como a doença holandesa resultante da obtenção de rendas ricardianas na produção de bens primários e a escolha de crescimento com poupança externa, que resultariam, por um lado, em um câmbio de equilíbrio acima daquele de equilíbrio industrial, mas sustentável intertemporalmente em termos de balanço de pagamentos, e, por outro lado, em apreciação cambial, aumento artificial do poder de compra,

substituição da poupança interna pela externa e, por fim, crise em balanço de pagamentos e forte depreciação.

A análise do comportamento da conta de transações correntes, taxa de inflação e da evolução da indústria de transformação no período permitiu atingir o objetivo secundário desse trabalho, isso é, observar evidências do impacto do câmbio nessas variáveis. Quanto às transações correntes, apesar da apreciação cambial, constatou-se um período de superávits entre 2003 e 2007, algo pouco comum na história econômica brasileira. Tal fato se deveu, sobretudo, à melhora relativa dos termos de troca do País, decorrente do aumento do preço das *commodities* agrícolas e minerais no período. O aumento das importações, do gasto dos brasileiros no exterior, do gasto com aluguel de equipamentos e da transferência de renda ao exterior através do pagamento de juros e dividendos fizeram com que o saldo da conta de transações correntes voltasse a ser negativo, ficando próximo a 3% do PIB entre 2010 e 2013. Com o revés sofrido pelos termos de troca a partir de 2013, o déficit passou a patamares insustentáveis, pressionando por uma depreciação.

As metas de inflação foram descumpridas entre 2001 e 2003, anos em que a cotação esteve sob estresse, facilmente cumpridas entre 2004 e 2009, anos em que a trajetória de reapreciação tomou ritmo e ficaram próximas ao limite superior entre 2010 e 2014, anos em que mudanças estruturais no padrão de consumo da sociedade brasileira e uma gradual depreciação do *real* pressionaram o IPCA. Em 2015, a liberação dos preços administrados e a forte depreciação do *real* contribuíram para que a meta de inflação fosse novamente estourada. Fica evidente a participação do câmbio no cumprimento ou não da meta de inflação: em anos de apreciação, a variação do preço dos comercializáveis é menor, enquanto o contrário é verdadeiro.

A indústria de transformação vem perdendo participação no PIB desde 1985. Após breve recuperação entre 2000 e 2004, o processo de desindustrialização acelerou-se com a reapreciação cambial pós-2003, atingindo em 2015 o menor valor desde o início da série em 1947. Os bens manufaturados e semimanufaturados também perderam participação relativa na pauta exportadora, em detrimento dos produtos básicos, o que respalda o argumento de uma reprimarização da economia brasileira. Ressalta-se que o ciclo das *commodities* pode ter aprofundado o grau da doença holandesa brasileira.

Fica evidente que, diante da centralidade da taxa de câmbio, do fato desta influenciar e ser influenciada por diversas outras variáveis econômicas, é impossível apontar apenas uma

razão para que a cotação do *real* frente às outras moedas do globo tenha se comportado de tal forma. Esse estudo não pretendeu responder a totalidade da questão, e nem esgotar todas as possibilidades de investigação na área, mas objetivou contribuir para a compreensão de sua complexidade como variável macroeconômica.

Por fim, concluí-se que o desafio que se coloca para um país emergente, sem uma moeda internacionalmente forte, não é algo trivial. A estabilidade macroeconômica requer o manejo de objetivos muitas vezes conflitantes, como é o caso da estabilidade de preços e do crescimento industrial, sem que ambos possam ser atingidos sem custos consideráveis. O país fica refém, na maioria dos casos, de situações do tipo “pegar ou largar”, em que apenas uma das alternativas é de fato plausível e passível de escolha.

REFERÊNCIAS

- BALL, C. P.; REYES, J. Inflation Targeting or Fear of Floating in Disguise: A Broader Perspective. **Journal Of Macroeconomics**, v. 30, p.306-326, 2008.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Séries Temporais**. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?serietemp>>. Acesso em: 15 abr. 2016.
- BONELLI, R.; PESSOA, S. A. **Desindustrialização no Brasil: um resumo da evidência**. FGV IBRE, Texto para Discussão N. 7, 2010.
- BRESSER-PEREIRA, L. C. A economia e a política do Plano Real. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 14, n. 4, p.129-149, out./dez. 1994. Trimestral. Disponível em: <www.rep.org.br/pdf/56-10.pdf>. Acesso em: 10 mar. 2016.
- BRESSER-PEREIRA, L. C. Doença holandesa e sua neutralização: uma abordagem ricardiana. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 28, n. 1, p.47-71, jan./mar. 2008. Disponível em: <<http://www.rep.org.br/PDF/109-10.PDF>>. Acesso em: 16 abr. 2016.
- BRESSER-PEREIRA, L. C. **Macroeconomia da estagnação**. São Paulo: Editora 34, 2007.
- BRESSER-PEREIRA, L. C.; GALA, P. Por que a poupança externa não promove crescimento. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 27, n. 1, p.3-19, jan./mar. 2007. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/rep/v27n1/01.pdf>>. Acesso em: 20 abr. 2016.
- BRESSER-PEREIRA, L. C.; NAKANO, Y. Crescimento Econômico com Poupança Externa? **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 23, n. 2, p.3-27, abr./jun. 2003. Disponível em: <<http://www.rep.org.br/pdf/90-1.pdf>>. Acesso em: 26 abr. 2016.
- CAGNIN, R. F. et al. A gestão macroeconômica do governo Dilma (2011 e 2012). **Novos Estudos Cebrap**, São Paulo, n. 97, p.169-185, nov. 2013. Disponível em: <http://novosestudos.uol.com.br/v1/files/uploads/contents/content_1541/file_1541.pdf>. Acesso em: 10 abr. 2016.
- CALVO, G. A.; REINHART, C. M. Fear of Floating. **The Quarterly Journal Of Economics**, Cambridge, v. 117, n. 2, p.379-408, May 2002.
- CANUTO, O. A crise asiática e seus desdobramentos. **Econômica**, Rio de Janeiro, v. 2, n. 4, p.25-60, dez. 2000. Disponível em: <<http://www.uff.br/revistaeconomica/v2n2/3-otaviano.pdf>>. Acesso em: 13 mar. 2016.
- COHEN, D. (1994) "Growth and External Debt", in Van der Ploeg, Frederick (ed.), **The Handbook of International Macroeconomics**, Cambridge.

CORDEN, W. M. Booming sector and Dutch disease economics: survey and consolidation. **Oxford Economic Papers**, n. 36, p.359-380, nov. 1984. Disponível em: <<http://www.bresserpereira.org.br/terceiros/cursos/2013/07.09.corden.pdf>>. Acesso em: 26 abr. 2016.

DEVEREUX, M. B. .Monetary Policy, Exchange Rate Flexibility, and Exchange Rate Pass-through.

In **Revisiting the Case for Flexible Exchange Rates**, Bank of Canada, P. 47-89,2001.

EICHENGREEN, B. What problems can dollarization solve? *Journal of Policy Modeling*, v. 23, n. 3, p. 267-277, apr. 2001.

EICHENGREEN, B, HAUSMANN, R.; PANIZZA, U. Original sin: the pain, the mystery and the road to redemption. Inter-American Development Bank, Conference on **Currency and Maturity Matchmaking: Redeeming Debt from Original Sin**, 2002. Disponível em: <<http://www.financialpolicy.org/financedev/hausmann2002.pdf>>. Acesso em: 08 abr. 2016.

FEDERAÇÃO DAS INDÚSTRIAS DO ESTADO DE SÃO PAULO. **Perda de Participação da Indústria de Transformação no PIB**. São Paulo: maio, 2015

FERRARI FILHO, F. O legado do Plano Real: uma estabilização sem crescimento econômico? **Análise Econômica**, Porto Alegre, v. 19, n. 35, p.5-21, mar. 2001. Disponível em: <<http://seer.ufrgs.br/index.php/AnaliseEconomica/article/view/10650/6285>>. Acesso em: 23 mar. 2016.

FERRARI FILHO, F.; SILVA, G. T. F.; SCHATZMANN, S. Políticas comercial e cambial, vulnerabilidade externa e crescimento econômico: a experiência da economia brasileira a partir dos anos 1980. **Nova Economia**, Belo Horizonte, v. 21, n. 1, p.11-43, jan./abr. 2011. Disponível em: <<http://www.ppge.ufrgs.br/ferrari/papers/novaeconomia-2011.pdf>>. Acesso em: 16 mar. 2016.

FRANCO, G. H. B.. The Real plan and the exchange rate. **Essays In International Finance**, New Jersey, n. 217, p.1-87, abr. 2000a. Disponível em: <https://www.princeton.edu/~ies/IES_Essays/E217.pdf>. Acesso em: 23 mar. 2016.

FRANCO, G. H. B.. **A inserção externa e o desenvolvimento**. 1996. Disponível em: <<ftp://139.82.198.57/gfranco/insercao.pdf>>. Acesso em: 08 mar. 2016

GALA, P. **Política Cambial e Macroeconomia do Desenvolvimento**. 2006. 166 f. Tese (Doutorado) - Curso de Economia, Fundação Getulio Vargas, São Paulo, 2006. Disponível em: <<http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/1782>>. Acesso em: 22 abr. 2016.

GOLDBERG, P. K.; KNETTER, M. M.. Goods Prices and Exchange Rates: What Have We Learned? **Journal Of Economic Literature**, v. 35, n. 3, p.1243-1272, set. 1997.

GOLDFAJN, I.; OLIVARES, G. Can flexible exchange rates still ‘work’ in financially open economies? **G-24 Discussion Paper Series**, n. 8, 2001.

Hausmann, R., Panizza, U., Stein, E. 2001. Why do countries float the way they float? **Journal of Development Economics**, v. 66, n. 2, p. 387–414.

HAUSMANN, R.. Should There Be Five Currencies or One Hundred and Five? **Foreign Policy**, [s.l.], n. 116, p.65-79, 1999. JSTOR. <http://dx.doi.org/10.2307/1149644>.

HAUSMANN, R.; PANIZZA, U. On the Determinants of Original Sin: An Empirical Investigation. **Journal Of International Money And Finance**, v. 22, n. 7, p.957-990, Dec. 2003.

HAUSMANN, R.; PANIZZA, U.. Redemption or Abstinence? Original Sin, Currency Mismatches and Counter-Cyclical Policies in the New Millenium. **Cid Working Paper**, Cambridge, n. 194, p.1-38, fev. 2010. Disponível em: <<https://www.hks.harvard.edu/content/download/69292/1249978/version/1/file/194.pdf>>. Acesso em: 02 maio 2016.

HERTEL, K. S. **A taxa básica de juros e seu impacto sobre o endividamento público: uma análise do período pós-Real**. 2006. 71 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Ciências Econômicas, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2006. Disponível em: <<http://www.lume.ufrgs.br/bitstream/handle/10183/10800/000601548.pdf?sequence=1>>. Acesso em: 14 mar. 2016.

KESSLER, T. A Quebra do Peso Mexicano: Causas, Consequências e Recuperação. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 21, n. 3, p.121-145, jul./set. 2001. Disponível em: <<http://www.rep.org.br/PDF/83-7.PDF>>. Acesso em: 22 mar. 2016.

LIBERATO, D.; HOLLAND, M.; VIEIRA, F. V. Pecado Original e Volatilidade da Taxa de Câmbio: Novas Evidências Empíricas. In: 40º Encontro Nacional de Economia, 2012, Porto de Galinhas. **Anais do 40º Encontro Nacional de Economia**, 2012. v. 1. p. 1-21.

LOPES, F. L. Notes on the Brazilian Crisis of 1997-1999. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 23, n. 3, p.35-62, jul./set. 2003. Disponível em: <<http://www.rep.org.br/PDF/91-2.PDF>>. Acesso em: 16 mar. 2016.

NEVES, A. L.; OREIRO, J. L. O regime de metas de inflação: uma abordagem teórica. **Ensaio FEE**, Porto Alegre, v. 9, n. 1, p.101-132, jun. 2008. Disponível em: <http://www.ie.ufrj.br/aparte/pdfs/oreiro_neves_2008_fee.pdf>. Acesso em: 02 abr. 2016.

OREIRO, J. L.; FEIJÓ, Carmem A.. Desindustrialização: conceituação, causas, efeitos e o caso brasileiro. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 30, n. 2, p.219-232, abr./jun. 2010. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/rep/v30n2/03.pdf>>. Acesso em: 18 abr. 2016.

PATTILLO, C.; POIRSON, H.; RICCI, L. External Debt and Growth. **IMF Working Paper**, v. 69, n. 02, p.1-47, Apr. 2002. Disponível em: <<https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2002/wp0269.pdf>>. Acesso em: 27 abr. 2016.

PAULA, L. F. de; SARAIVA, P. J. Novo Consenso Macroeconômico e Regime de Metas de Inflação: algumas implicações para o Brasil. **Revista Paranaense de Desenvolvimento**, Curitiba, v. 36, n. 128, p.19-32, jan./jun. 2015.

PAULA, L. F. R. de; ALVES JÚNIOR, A. J. Fragilidade financeira externa e os limites da política cambial no Real. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 19, n. 1, p.72-93, jan./mar. 1999. Disponível em: <<http://www.rep.org.br/PDF/73-4.PDF>>. Acesso em: 13 mar. 2016

PIMENTEL, D. M.; LUPORINI, V.; MODENESI, A. M.. Assimetrias no repasse cambial para a inflação: Uma análise empírica para o Brasil (1999 a 2013). **Estudos Econômicos**, São Paulo, v. 46, n. 2, p.343-372, abr./jun. 2016. Disponível em: <www.revistas.usp.br/ee/article/download/83940/113691>. Acesso em: 15 maio 2016.

PIMENTEL, D.; LUPORINI, V.; MODENESI, A. M. Assimetrias no repasse cambial para a inflação: uma análise empírica para o brasil (1999 a 2013). **IE-UFRJ Texto Para Discussão**, Rio de Janeiro, n. 8, p.1-39, maio 2015. Disponível em: <http://www.ie.ufrj.br/images/pesquisa/publicacoes/discussao/TD_IE_008_2015_PIMENTEL_LUPORINI_MODENESI-v3.pdf>. Acesso em: 15 abr. 2016.

ROWTHORN, R.; RAMASWAMY, R. Growth, Trade, and Deindustrialization. **IMF Staff Papers**, v. 46, n. 1, p.18-41, Mar. 1999.

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. Disponível em: <<http://www.rep.org.br/pdf/87-1.pdf>>. Acesso em: 26 fev. 2016.

SIMONSEN, M. H. e R. P. CYSNE (1995), **Macroeconomia**. São Paulo: Editora Atlas.

SISTEMA DE CONTAS NACIONAIS. Rio de Janeiro: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, 2015.

SOARES, F. A. R.. **A administração da taxa de câmbio no Plano Real e os fundamentos econômicos brasileiros**. 2006. 174 f. Tese (Doutorado) - Curso de Economia, Departamento de Economia, Universidade de Brasília, Brasília, 2006. Disponível em: <http://www.planejamento.gov.br/secretarias/upload/Arquivos/seges/eppgg/producaoacademica/tese_-fernando-soares.pdf>. Acesso em: 13 mar. 2016.

SOUZA, F. E. P. de. Sem Medo de Flutuar? O Regime Cambial Brasileiro Pós-1998. **Estudos Econômicos**, São Paulo, v. 35, n. 3, p.519-545, jul./set. 2005. Disponível em: <http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0101-41612005000300005>. Acesso em: 05 abr. 2016.

TERRA, F. H. B. **A dívida líquida do setor público no Brasil pós-Real: uma interpretação keynesiana**. 2011. 161 f. Tese (Doutorado) - Curso de Ciências Econômicas, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2011. Disponível em:

<<https://www.lume.ufrgs.br/bitstream/handle/10183/36100/000817481.pdf?sequence=1>>.
Acesso em: 17 mar. 2016.

TOSTES, F. S.s; MENDONÇA, H. F. de. Credibility on Pass-through in Brazil. In: 42º Encontro Nacional de Economia, 2014, Natal. **Anais do 42º Encontro Nacional de Economia**, 2014. v. 1. p. 1-20.

VELASCO, A. Exchange-rate Policies for Developing Countries: What Have We Learned? What Do We Still Not Know? **G-24 Discussion Paper Series**, n. 5, p.1-15, june 2000. . Disponível em: <unctad.org/en/Docs/pogdsmdpbg24d5.en.pdf>. Acesso em: 15 abr. 2016.

VERÍSSIMO, M. P., XAVIER, C. L. e VIEIRA, F. V. Taxa de câmbio e preços de commodities: uma investigação sobre a hipótese da Doença Holandesa no Brasil. **Revista Economia**, Brasília, v. 13, n. 1, p. 93-130, jan./abr. 2012.

VERÍSSIMO, M. P.; XAVIER, C. L. Taxa de câmbio, exportações e crescimento: uma investigação sobre a hipótese de doença holandesa no Brasil. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 33, n. 1, p.82-101, jan./mar. 2013. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/rep/v33n1/a05v33n1.pdf>>. Acesso em: 26 abr. 2016.

WESTPHAL, A. C. M. **Crises cambiais x fundamentos macroeconômicos : a experiência brasileira sob o regime de câmbio flutuante (1999-2002)**. 2005. 121 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Economia, Instituto de Economia, Unicamp, Campinas, 2005. Disponível em: <<http://www.bibliotecadigital.unicamp.br/document/?code=vtls000380480&fd=y>>. Acesso em: 15 mar. 2016.