

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL  
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS  
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS**

**LUCIANO ANGELI ALCANTARA**

**POLÍTICAS CAMBIAIS NO BRASIL: DO PLANO REAL AOS DILEMAS ATUAIS**

**Porto Alegre**

**2011**

**LUCIANO ANGELI ALCANTARA**

**POLÍTICAS CAMBIAIS NO BRASIL: DO PLANO REAL AOS DILEMAS ATUAIS**

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

Orientador: Prof. Dr. Ricardo Dathein

**Porto Alegre**

**2011**

**LUCIANO ANGELI ALCANTARA**

**POLÍTICAS CAMBIAIS NO BRASIL:**

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

Aprovado em: Porto Alegre, \_\_\_\_ de \_\_\_\_\_ de 2011.

---

Prof. Dr. Ricardo Dathein - orientador:

UFRGS

---

Profa. Dra. Marcilene Aparecida Martins

UFRGS

---

Prof. Dr. Octavio Conceição

UFRGS

## **AGRADECIMENTOS**

Aos meus pais, Maria de Fátima e Luiz, meus primeiros professores de economia, pela paciência e ensinamentos que, durante tantos anos, ajudaram a enriquecer a formação e o caráter de seus filhos. Agradeço aos meus avós, sempre presentes, que nos ajudaram em diversos momentos difíceis. À minha tia Marisa que, além do grande incentivo à graduação, ajudou-me a ter condições de ingressar na UFRGS.

Gostaria de agradecer também a todos meus amigos e familiares que, de diversas maneiras, participaram desta trajetória.

Agradeço à Universidade, a todos os professores e funcionários, em especial ao professor Ricardo Dathein, por aceitar a orientação deste trabalho e por dedicar tantas horas para torná-lo possível. Agradeço também aos professores Octavio Conceição e Marcilene Martins pela disposição em analisar este estudo.

E por fim, gostaria de agradecer minha futura esposa Suélen, por todo o apoio e paciência que só o verdadeiro amor pode explicar. Você foi fundamental para meu sucesso na conclusão deste trabalho.

## RESUMO

O presente trabalho tem por objetivo analisar as políticas cambiais brasileiras desde o Plano Real e seus resultados e, ainda, examinar as atuais dificuldades enfrentadas pelo país como a tendência à apreciação do câmbio, a doença holandesa e a desindustrialização. A partir dos conceitos teóricos sobre taxa de câmbio, regimes e crises cambiais, pretende-se realizar uma análise detalhada a respeito das diferentes políticas econômicas adotadas pelo governo brasileiro, com foco na gestão cambial. É verificado, no entanto, que o Brasil tornou-se refém de uma armadilha criada por essas políticas que, se por um lado obteve relativo sucesso no controle da inflação, por outro, além do fraco desempenho econômico apresentado na primeira década pós Plano Real, faz com que a importância da indústria no valor adicionado ao produto nacional perca espaço. Por fim, algumas sugestões para o Brasil crescer consistentemente são brevemente apresentadas, à luz da teoria novo-desenvolvimentista.

**Palavras-Chave:** Taxa de câmbio. Regimes cambiais. Plano Real. Fluxos de Capital.

## **ABSTRACT**

This work is an analysis of Brazilian currency exchange policies since the establishment of Real Plan and their results. It is also an exam of current difficulties faced by Brazil, such as the tendency to appreciate currency exchange, the Dutch disease and the deindustrialization. From theoretical concepts on exchange rate, regimes and currency crisis, the intention is to conduct a detailed analysis on the different economic policies adopted by the Brazilian Government, focusing on foreign currency exchange management. However, it was concluded that Brazil has become hostage of a trap created by such policies which, on one hand achieved a relative success in controlling inflation, but on the other hand, beyond the weak economic development Plano Real presented on its first subsequent decade, makes the importance of the industry regarding the value added to national product to lose ground. Finally, a few suggestions for Brazil to grow consistently are briefly presented, in light of the theory of new developmentalism.

**Keywords:** Exchange rate. Exchange-rate regimes. Real Plan. Capital Flows.

## SUMÁRIO

<b>1. INTRODUÇÃO</b> .....	8
<b>2. ASPECTOS CONCEITUAIS</b> .....	11
<b>2.1 Taxa de câmbio</b> .....	11
<b>2.2 Regimes cambiais</b> .....	14
<b>2.3 Crises Cambiais</b> .....	17
2.3.1 Modelos de primeira geração .....	18
2.3.2 Modelos de segunda geração .....	19
2.3.3 Modelos de terceira geração .....	21
<b>3. O PLANO REAL</b> .....	24
<b>3.1 Antecedentes</b> .....	24
<b>3.2 O Plano Real</b> .....	27
<b>3.3 Política cambial do Plano Real</b> .....	28
3.3.1 Primeira fase: Âncora cambial e déficit em transações correntes.....	28
3.3.2 Segunda fase: Bandas cambiais e as crises de balanço de pagamentos.....	32
3.3.3 Terceira fase: Câmbio flutuante e o “pessimismo” do ciclo de liquidez internacional.	36
3.3.4 Quarta fase: Governo Lula e a reversão do ciclo de liquidez internacional.....	43
3.4 Considerações finais do capítulo.....	47
<b>4. DEBATE ATUAL A RESPEITO DO CÂMBIO, NO BRASIL.</b> .....	49
<b>4.1 Apreciação do câmbio real e desequilíbrios em transações correntes</b> .....	49
4.1.1 Crescimento com poupança externa .....	50
4.1.2 A utilização da taxa de juros para combater a inflação .....	51
4.1.3 Populismo cambial: a dificuldade de recusar uma taxa de câmbio apreciada. ....	52
<b>4.2 Poupança externa, insuficiência de demanda e baixo crescimento.</b> .....	53
<b>4.3 Doença holandesa</b> .....	55
<b>4.4 Controles de capital</b> .....	57
4.4.1 Informação assimétrica .....	58
4.4.2 Incerteza.....	59
4.4.3 Perda da autonomia na condução de política monetária e o aumento da fragilidade externa.....	60
<b>4.5 Efeitos da apreciação cambial no Brasil e possíveis alternativas</b> .....	61

4.5.1	Taxa de substituição de poupança interna pela externa no Brasil .....	61
4.5.2	Doença holandesa no Brasil .....	62
4.5.3	Desenvolvimento com poupança interna e neutralização da doença holandesa. ....	63
<b>5.</b>	<b>CONCLUSÃO</b> .....	<b>66</b>
	<b>REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS</b> .....	<b>68</b>



## 1. INTRODUÇÃO

A taxa de câmbio é uma das variáveis mais importantes na economia, sendo ela o preço de conversão entre moedas de diferentes países. Se no interior de um país as operações comerciais e financeiras são facilitadas pela existência de uma moeda única, nas transações internacionais isto não ocorre, de forma que o crescimento destas operações desencadeou o surgimento e o desenvolvimento de mercados nos quais esta multiplicidade de moedas pudesse ser trocada: os mercados cambiais.

Nota-se que a taxa de câmbio apresenta uma dupla natureza. De um lado, estabelece a relação entre unidades de conta nacionais e estrangeiras, com impacto direto a balança de transações correntes. De outro lado, é um elemento de formação dos preços dos ativos financeiros, sendo determinante nas atividades e decisões nos mercados financeiros.

A gestão da taxa de câmbio pode ser feita dentro de um grande espectro de arranjos institucionais, os chamados regimes cambiais que, segundo Brunhoff (1999), são “conjuntos de regras e convenções que regem as relações entre as moedas dos diferentes países”. No período regido pelo acordo de Bretton Woods, que se estendeu do pós-guerra a 1973, o regime cambial mais comum era o de taxas fixas, mas ajustáveis. Os países que assinaram o acordo deviam declarar o valor de troca de suas moedas e o Fundo Monetário Internacional se responsabilizava em fazer cumprir esta regra. A estabilidade cambial, portanto, era imposta e garantida pelo próprio sistema monetário internacional. Com o desmonte desse sistema e o aumento da globalização financeira, esta situação foi modificada e a busca pela estabilidade cambial passou a ser da alçada de cada país.

A experiência brasileira recente em relação aos regimes cambiais é bastante interessante, pois permite a observação de várias formas de se lidar com a taxa de câmbio. Após algumas décadas de alta constantes nos preços, por efeito de diversos fatores, entre eles o da correção monetária e da indexação generalizada, o Brasil concentrou esforços no combate a inflação. Após tentativas ineficientes de controle dos preços, nos planos

econômicos precedentes, o Plano Real foi o que obteve êxito no que se propôs. Sabe-se que a estabilização foi alcançada com a chamada âncora cambial. Desta forma, o estudo das políticas cambiais adotadas nesse período é de extrema importância para a compreensão de como se obteve esse sucesso e de como gerir a manutenção da inflação relativamente baixa, sustentando o crescimento econômico para os próximos anos.

A crescente abertura financeira da economia brasileira, associada a uma conjuntura de abundante liquidez internacional, permitiu a atração de um grande volume de capitais externos para o país. Como a rigidez cambial buscada pelo Plano Real não seria determinada institucionalmente as operações envolvendo divisas poderiam exercer uma pressão sobre o câmbio, que seria contida pelas autoridades monetárias. Além disso, tendo em vista o fracasso das tentativas anteriores de congelamento da taxa de câmbio, era preciso se proteger contra possíveis movimentos especulativos contra a moeda. Portanto, a constituição de um “colchão” de reservas, se mostrou uma importante condição para a sustentação do câmbio prevista pelo Plano. O governo, através do aumento das taxas de juros domésticas em patamares muito elevados, foi extremamente bem sucedido neste objetivo de atração de imensos volumes de capital estrangeiro.

Entretanto, cresce a percepção de que o Brasil tornou-se refém de uma armadilha criada por essas políticas que, se por um lado obteve sucesso no controle da inflação, por outro, além do fraco desempenho econômico apresentado nos últimos anos, faz com que a importância da indústria no valor adicionado ao produto nacional perca espaço, derivada da tendência à valorização cambial que, especialmente, países emergentes sofrem.

O objetivo deste trabalho é, partindo da conceituação sobre câmbio, regimes e crises cambiais, analisar as políticas cambiais brasileiras desde o Plano Real e seus resultados. A partir disso, o trabalho examina as armadilhas que o Brasil enfrenta, como a tendência à apreciação do câmbio, a doença holandesa e a desindustrialização, e discute as possíveis alternativas.

Desta forma, o trabalho está dividido em quatro capítulos, além desta introdução. No capítulo dois serão abordados os aspectos conceituais sobre taxa de câmbio, a classificação dos regimes cambiais mais utilizados atualmente, além das três gerações de teorias econômicas que buscam explicar as crises cambiais que assolaram os países em desenvolvimento nas últimas décadas. No terceiro capítulo serão relacionadas, de forma cronológica, as políticas econômicas, com foco nos regimes cambiais, implantadas no Brasil

desde o surgimento do Plano Real. Na quarta seção do trabalho, apresenta-se o atual debate sobre os rumos que a política econômica e, em especial, a política cambial brasileira deva seguir, com ênfase na tendência de apreciação do câmbio, crescimento com poupança externa e na hipótese de ocorrência de doença holandesa no Brasil, neste período. Por fim, o quinto e último capítulo será destinado às conclusões obtidas neste trabalho.

## **2. ASPECTOS CONCEITUAIS**

Neste capítulo serão apresentados conceitos relativos a taxa de câmbio. Na primeira seção, além da conceituação da taxa de câmbio nominal e real, serão introduzidos os conceitos sobre a teoria da paridade do poder de compra, lei do preço único e balanço de pagamentos.

Na seção seguinte será definido o conceito de regime cambial e as diferentes formas de administrar o câmbio de um país, assim como serão apresentados as diferentes classificações dos regimes cambiais, de acordo com o nível de intervenção do governo sobre a taxa nominal de câmbio.

Na última seção deste capítulo serão abordados os conceitos teóricos sobre as crises cambiais. A partir do modelo apresentado por Krugman, onde crises são desencadeadas em função da percepção de insustentabilidade da política econômica de um governo, apresentaremos as gerações de teorias para crises cambiais que surgiram nos anos 90, na tentativa de encontrar explicações que o modelo original não dispunha. O capítulo se encerra com alguns conceitos sobre fluxos internacionais de capital e seus ciclos.

### **2.1 Taxa de câmbio**

Segundo Sayad e Silber (1998) a taxa de câmbio é “a medida pela qual a moeda de um país pode ser convertida em moeda de outro país”. Como qualquer preço, a taxa de câmbio pode ser afetada pela oferta e demanda. A demanda por moeda estrangeira depende, entre outros fatores, da renda do país importador. Quando cresce a renda de um país, cresce a demanda por bens na economia, inclusive de importados. Então é razoável admitir que a demanda por moeda estrangeira cresça para o pagamento das novas importações. Já Baumann, Canuto e Gonçalves (2004), conceituam taxa de câmbio como a taxa em que se dá a conversão de transações comerciais e financeiras intermediadas entre os países, com seus sistemas monetários distintos.

Segundo Simonsen e Cysne (2009, p.98) é comum a referência à expressão “paridade de poder de compra absoluta” como a situação em que “o preço de um bem, se medido na mesma moeda, se iguala entre diferentes países”, enquanto que a “paridade de poder de compra relativo” ocorre quando são levadas em consideração as diferentes taxas de inflação entre economias distintas. Baumann *et al* (2004) dão maior importância ao tema afirmando que, na realidade, a hipótese da Paridade do Poder de Compra (PPC) é um fundamento que, em geral, exerce força gravitacional dentro de largos períodos de tempo.

A PPC, para Marçal, Pereira e Canuto (2003, p.160), assim como em Baumann *et al* (2004, p. 274) baseia-se no princípio da arbitragem de mercadoria que define a lei do preço único: “sob a hipótese de ausência de custos de transação, bens homogêneos, ausência de barreiras tarifárias e não tarifárias e informação perfeita, o preço de um bem em determinada moeda não pode diferir entre os diversos países”. Caso o preço do produto  $j$  em determinado país, cotado em dólar, exceda o preço equivalente na mesma moeda em algum outro país, os agentes econômicos poderão auferir lucro através da arbitragem, comprando onde tem o preço menor para revenda no país, a um preço maior. Devemos observar, no entanto, que a lei da PPC não se aplica aos produtos não comercializáveis, como habitação, energia, transporte, serviços em geral, entre outros.

A equação (1) a seguir representa uma condição de equilíbrio que tenderia a prevalecer, dada a lei do preço único. Sob a hipótese de que o comércio de mercadorias é responsável por uma parte importante das operações realizadas no mercado de câmbio, a arbitragem internacional terá efeito significativo na determinação da taxa de câmbio nominal num regime de taxa de câmbio flexível e, no nível de reservas, num regime de taxa de câmbio fixa.

$$P_j = E.P_j^* \quad (1)$$

Sejam  $P_j$  e  $P_j^*$  os preços do bem  $j$  no país e no exterior cotados nas respectivas moedas, e  $E$  a taxa de câmbio nominal entre as moedas, a condição de equilíbrio deve ser respeitada para que não existam oportunidades de ganhos com a arbitragem de mercadorias entre os países.

Para uma cesta de bens qualquer, devemos considerar a evolução simultânea da taxa nominal de câmbio e dos preços locais e externos para, então, determinar a taxa real de câmbio ( $\theta$ ), que é definida por:

$$\theta = (E.P^*) / P \quad (2)$$

Onde  $E$  é a taxa de câmbio nominal,  $P$  o índice de preços em moeda nacional e  $P^*$  o índice de preços da moeda estrangeira de referência. O aumento do preço da moeda estrangeira  $E$  é chamado de desvalorização cambial, significando que a moeda nacional passa a valer menos em termos da moeda estrangeira. O Inverso, ou seja, a diminuição do preço da moeda estrangeira é chamada de valorização cambial. Uma desvalorização real da taxa de câmbio ocorre quando levamos em conta os índices de inflação das duas moedas e, assim, há um aumento em  $\theta$ .

A determinação da taxa real de câmbio depende de diversas variáveis, mas podemos classificar as exportações e importações totais de um país como as principais. O equilíbrio para a taxa real de câmbio deverá refletir a competitividade da produção doméstica no exterior. Se a produtividade for crescente, isto é, se o custo de produção por unidade de produto for decrescente no tempo, as exportações deverão crescer, pois o preço do produto final fica mais competitivo, e as importações diminuir. Desta forma a taxa real de câmbio tenderá a se valorizar no longo prazo. A valorização do câmbio, por sua vez, poderá influenciar negativamente outros setores da economia local. Assim, os governos podem intervir no mercado cambial visando aumentar a competitividade da economia do país através de um conjunto de regras, acordos e instituições chamados regimes cambiais.

Todas as importações e exportações que um país realiza com o restante do mundo são registradas no Balanço de Pagamentos, assim como os fretes pagos, empréstimos e todas as compras e vendas de moeda estrangeira. A taxa nominal de câmbio depende da oferta e da demanda de divisas pelos agentes econômicos, enquanto preço de mercado, o que inclui a ação de autoridades monetárias do país.

Entende-se, por saldo devedor da balança de pagamentos, um saldo negativo de um país com o exterior na balança de transações correntes ou na de capital, ou seja, os fluxos de exportações menos importações (de bens e serviços) para transações comerciais e fluxos da remuneração de fatores de produção recebidos (+) e remetidos (-) ao exterior. Ter um saldo negativo não é necessariamente algo ruim, desde que o problema de financiar esse déficit seja equacionado a ponto de não agravar o problema. Se for coberto por empréstimos, por exemplo, a situação pode ser prejudicial, pois os pagamentos de juros aprofundariam os déficits nos períodos seguintes, além do risco das taxas de juros se elevarem. Por outro lado, se os empréstimos forem destinados ao aumento da produtividade, por exemplo, o efeito

poderá ser benéfico para a balança de pagamentos nos períodos seguintes, pois facilitaria as exportações e, assim, reduziria o déficit comercial.

## 2.2 Regimes cambiais

Há duas situações limite que podemos descrever em relação ao movimento do câmbio, ou seja, regimes cambiais. O governo pode determinar uma taxa fixa e, assim, assume a responsabilidade de comprar e vender os excessos de oferta e demanda de divisas, respectivamente, utilizando seu estoque de reservas externas. No outro extremo, pode deixar que a taxa seja puramente flutuante e determinada ao sabor das forças de mercado, caso em que, em princípio, não haveria motivo para manter estoques de divisas como reservas. Essas duas situações são as mais utilizadas para a abordagem teórica.

Segundo Carvalho *et al.* (2007, p.339).

Um regime cambial é definido, fundamentalmente, pela regra estabelecida para a formação da taxa de câmbio. Outras regras também são importantes para determinar o *modus operandi* do mercado de câmbio e as relações entre este e o mercado monetário, cabendo destacar aqui as regras relativas ao grau de conversibilidade da moeda doméstica, isto é, o grau de liberdade que os residentes de um país têm para adquirir moeda estrangeira com moeda doméstica para diferentes finalidades.

No final do século XIX, uma grande quantidade de países adotaram algumas regras para o ajustamento automático dos desequilíbrios no balanço de pagamentos, regras estas que viriam a ser chamadas de padrão-ouro. Entre os dispositivos necessários para esse regime, destacamos: a fixação de uma paridade oficial da moeda em termos de ouro; a garantia da conversão da moeda doméstica em ouro à paridade fixada; a manutenção de um lastro em ouro para o estoque de moeda emitido pelo Banco Central; e a liberdade para transações com o resto do mundo. Um país com déficit comercial, por exemplo, teria uma redução de oferta monetária, em função da redução de suas reservas de ouro, o que ocasionaria a redução dos preços internos. A queda nos preços aumentaria a competitividade externa fazendo com que as exportações aumentassem a ponto de reequilibrar o balanço de pagamentos. O mesmo ocorreria, de forma inversa, em países superavitários. O padrão-ouro, que durou cerca de 40 anos, pode ser considerado o primeiro arranjo institucional de câmbio fixo utilizado em larga escala e obteve relativo sucesso

durante esse período devido, principalmente, a convergência de políticas econômicas que os países integrantes desse regime adotaram (Baumann, Canuto e Gonçalves, 2004).

Regimes cambiais totalmente flexíveis, no extremo oposto, asseguram o equilíbrio automático do balanço de pagamentos, isolando a política monetária das transações com o exterior e transferem a determinação da taxa de câmbio para os mercados, sem interferência do governo nesse processo. A desvantagem desse tipo de regime cambial é introdução de um componente adicional de risco para os agentes econômicos produtores de bens e serviços transacionáveis com o exterior. Entre os diversos efeitos que a volatilidade do câmbio pode desencadear podemos citar o exemplo da valorização do câmbio ocasionada pela entrada de capital estrangeiro, devido ao aumento da confiança do investidor internacional. A valorização do câmbio teria efeitos perversos na competitividade da produção nacional voltada à exportação.

Para proteger suas economias ou atender as necessidades de crescimento, na prática, os governos se utilizam de arranjos institucionais intermediários, com maior ou menor grau de liberalidade para a variação da taxa de câmbio. Frankel (2003) realiza uma importante distinção de grupos de regimes cambiais, de acordo com suas observações dos países membros do FMI: regimes de câmbio fixo, regimes intermediários e regimes de câmbio flutuantes. O que diferencia os regimes intermediários dos de taxas flutuantes é, segundo o autor, a existência de metas explícitas para a taxa de câmbio. Desta forma, um regime só pode ser classificado com intermediário se for anunciada ao público a taxa pré-determinada como objetivo pela autoridade monetária. Por outro lado, a diferença entre as alternativas intermediárias e fixas para o câmbio é a existência de um compromisso institucional com a taxa de câmbio definida. Ainda segundo a visão deste autor, existem diversas formas possíveis de gerir o câmbio, dentro desses grandes grupos.

Utilizaremos a classificação definida por Frankel (2003) para diferenciar e caracterizar os regimes cambiais mais significativos.

(i) Livre flutuação

Regime no qual a taxa de câmbio é determinada exclusivamente pelo mercado, deixando as reservas internacionais do Banco Central protegidas de oscilações na taxa de câmbio. Outra característica desse regime é a fragilidade quanto à ação de especuladores, o que pode tornar a flutuação do câmbio prejudicial aos setores ligados ao comércio internacional. Além disso, o equilíbrio no mercado monetário torna-se independente do



Balanço de Pagamento, permitindo políticas Fiscal e Monetária mais eficazes quanto à questões domésticas, como inflação e desemprego.

(ii) Flutuação suja ou *dirty floating*

Neste regime não há intenção de se alcançar um determinado patamar para o câmbio, mas suavizar uma eventual volatilidade excessiva que pode ser prejudicial à economia doméstica. O Banco Central, então, fica autorizado a efetuar transações de compra ou venda de moeda estrangeira utilizando suas reservas internacionais, mas sem comprometer-se em estabelecer um nível qualquer para a taxa de câmbio.

(iii) Bandas Cambiais

Diferentemente do regime de flutuação suja, o Banco Central estabelece previamente limites (bandas) para a livre flutuação do câmbio, interferindo diretamente no mercado quando esses limites são atingidos. Procura-se, assim, conciliar os benefícios do câmbio flutuante com outros decorrentes do câmbio fixo. Há, contudo, certo risco assumido pelas autoridades monetárias, pois o ajuste das bandas podem ser demasiadamente estreitas ou estabelecidas fora da paridade, oferecendo oportunidades para especuladores buscarem ganhos no mercado cambial, apostando contra a política do governo.

(iv) *Pegged ou Crawling Peg*

Considerado também como um regime intermediário, assim como o regime de bandas cambiais, porém mais rígido que o anterior. A taxa de câmbio é fixada, podendo ser ajustada a critério da autoridade monetária local durante o tempo, visando o controle desse patamar para atender certas necessidades domésticas, como o controle da inflação ou aumento de exportações. Porém não existe compromisso formal do Banco Central em manter algum nível para a taxa de câmbio, permitindo ataques especulativos, principalmente à países que tenham baixo nível de reservas internacionais para atender o ataque. Outra desvantagem a esse regime é o incentivo ao endividamento externo sem a garantia da manutenção da paridade, o que pode implicar em enormes prejuízos aos agentes endividados em moeda estrangeira.

(v) *Currency board*

Neste regime há, formalmente, compromisso em garantir a conversibilidade da moeda local com alguma moeda estrangeira, sem a possibilidade de desvalorizações eventuais, como pode ocorrer no modelo de *Crawling Peg*. Neste caso, a variação da oferta monetária depende diretamente dos saldos comerciais da Balança de Pagamentos,

eliminando, assim, a possibilidade do governo financiar seus déficits emitindo moeda, restando a possibilidade de emitir papéis atrelados à dívida pública. A autoridade monetária, neste regime, intervém apenas passivamente no mercado cambial, preenchendo lacunas de oferta ou demanda voluntária de moeda estrangeira.

(vi) Dolarização

Sob este regime ocorre a substituição da moeda local pelo dólar, visando três objetivos principais, segundo Sicsú *et al* (2003): eliminação do risco de desvalorização cambial; estabilidade de preços e; redução das taxas de juros internas e do custo do crédito externo. A autonomia do país que adota esse regime cambial é reduzida drasticamente, pois a política cambial deixa de ser um instrumento de política econômica, além da subordinação a política monetária norte-americana.

(vii) União monetária

Difere do regime de dolarização da economia apenas pela forma como o arranjo se constrói, pois, naquele caso, a iniciativa é unilateral, do país que escolhe substituir sua moeda pelo dólar. No caso da união monetária a decisão de substituir e gerir a moeda são de um conjunto de países que, a exemplo da União Europeia, outorgam o poder sobre a política cambial a um Banco Central único, perdendo a capacidade de, internamente, serem o prestador de última instância e de emitir papel moeda para financiar seus déficits (senhoriagem).

Estes são, portanto, os principais regimes cambiais utilizados atualmente segundo Frankel (2003). Evidentemente que existem diversos aspectos pontuais que permitem realizar subclassificações dentro de cada regime. Na próxima seção serão apresentadas as teorias a respeito das crises cambiais e suas diferentes causas.

### **2.3 Crises Cambiais**

A crescente mobilidade de capitais e a integração dos sistemas financeiros tornaram-se características da economia mundial após o processo de desregulamentação e inovação financeira das economias desenvolvidas. O excesso de liquidez internacional recente representa risco para as economias na administração do câmbio de acordo com interesses nacionais. Dada a globalização financeira e a grande mobilidade de capitais que dela deriva, os agentes internacionais podem agir de forma contrária às vontades das instituições

reguladoras do câmbio. Além disso, as taxas de câmbio podem ser influenciadas pelos fluxos de capitais em grau mais elevado que o próprio fluxo de mercadorias, alterando a competitividade da indústria, por exemplo. Entre os riscos eminentes da mobilidade de capitais podemos citar os ataques especulativos, crises gêmeas e contágio (Baumann *et al*, 2004).

Existem diversos exemplos de economias que, recentemente, sofreram agudas crises geradas a partir de desequilíbrios estruturais, gestão macroeconômica insustentável, assim como situações de pânico e contágio financeiro e fragilidades dos sistemas financeiros domésticos. Entre os mais conhecidos estão o quase colapso do sistema cambial europeu (1992), a crise mexicana (1994), as crises gêmeas (cambial e financeira) asiáticas (1997), a moratória russa (1998), a ruptura cambial brasileira (1998-99) e as crises da Turquia e Argentina (2000-2001). Os episódios acima tiveram, de formas distintas, origem em crises cambiais.

O resultado da saída em massa de divisas, em um regime de metas cambiais, necessariamente resulta em crise cambial, pois em um regime de câmbio flexível o ajuste não se dá de forma repentina.

### 2.3.1 Modelos de primeira geração

O chamado modelo de crise cambial de primeira geração, apresentado inicialmente por Krugman (1979), sugere que, sob expectativas racionais, os agentes realizam corridas (ataques) às reservas cambiais do governo no momento em que percebem a insustentabilidade dos desequilíbrios macroeconômicos da economia como, por exemplo, déficits fiscais financiados pela emissão de moeda (uma das hipóteses centrais deste modelo é a de que o governo é deficitário) ou déficits em Conta Corrente decorrentes de choques de termos de troca, não financiado via Conta de Capitais (outra hipótese é a de que taxa de acumulação de moeda estrangeira corresponde ao saldo da balança comercial, ou seja, não existe conta de capital). Na prática, esses ataques se dão muito antes da exaustão do nível de reservas projetada a partir dos déficits observados: os agentes racionais, antecipando que sem especulação as reservas atingirão o patamar mínimo (forçando o abandono da paridade), procuram adquirir o estoque de moeda estrangeira do governo. Esse modelo é empregado na análise das crises cambiais e financeiras da América Latina nos anos 80.

Os modelos de primeira geração, como apresentado acima, não foram capazes de explicar a crise do sistema monetário europeu nos anos de 1992-93, pois, aparentemente, os desequilíbrios estruturais necessários para desencadear o ataque cambial não existiam, pelo contrário, os fundamentos fiscais e monetários dos países envolvidos eram sólidos. Além disso, os ataques especulativos não tinha relação com o esgotamento das reservas cambiais, que sustentavam o regime de câmbio fixo, e sim da negativa das instituições financeiras locais em enfrentar a crise via elevação dos juros domésticos.

### 2.3.2 Modelos de segunda geração

Algumas hipóteses do modelo de primeira geração foram abandonadas como, por exemplo, a previsibilidade e inevitabilidade de ataques especulativos, a participação exclusiva de investidores residentes e a ausência dos fluxos de capitais (Prates, 2005). Para explicar essa crise, foram formulados dois tipos de modelos de segunda geração (Flood e Marion, 1998, apud Prates 2005). O primeiro tipo é o modelo de ataques especulativos auto-realizáveis, nos quais os agentes privados podem coordenar ataques especulativos com o objetivo de forçar uma desvalorização cambial, a despeito dos bons fundamentos econômicos "estritos" apresentados em tais economias (Prates, 2005). Os agentes privados, causadores do ataque especulativos, consideram fundamentos mais "amplos", como o nível de desemprego, o grau de endividamento do setor público ou a situação do sistema bancário e antecipam a possibilidade de desvalorização cambial que o governo poderia realizar, retendo moeda estrangeira. Uma característica desse modelo é a recusa por parte das autoridades em aumentar as taxas de juros domésticas para "atrair" os agentes para a moeda local, via diferencial de taxa de juros.

Quando os custos de manter a paridade cambial são muito elevados, em função de outras questões macroeconômicas (fundamentos "amplos") o ataque especulativo tende a ser bem sucedido porque o governo vê a desvalorização do câmbio de forma favorável. A capacidade dos agentes de perceber esse cenário garante a coordenação de suas ações. Portanto, crises auto-realizáveis decorrem da mudança de expectativas dos agentes quanto ao estado da economia, que não necessariamente apresentaria maus fundamentos.

No segundo tipo de modelo de segunda geração, chamado de "cláusula de escape" (Prates, 2005) ou de "equilíbrios múltiplos" (Baumann *et al*, 2004) , há uma mudança de

foco. Os conceitos de fundamentos “ampliados” e as expectativas auto-realizáveis estão presentes, porém:

(...)a ênfase é colocada na racionalidade das decisões de política econômica do governo. A questão fundamental a ser enfrentada pelo governo é permanecer ou não no sistema de câmbio fixo (ou seja, desvalorizar ou não), e esta decisão deverá ser tomada em função dos seus objetivos mais gerais e do contexto macroeconômico, que inclui não somente a situação fiscal, mas um conjunto mais amplo de variáveis, isto é, os fundamentos “ampliados”. (Prates, 2004, p.365)

Assim, essa geração de modelos incorpora o conceito de “equilíbrios múltiplos”, ou seja, o resultado da crise não necessariamente será a quebra do regime ou o abandono do câmbio fixo, podendo o mesmo ser mantido. Obstfeld (1996) verificou que, de acordo com o nível de reservas do governo, é possível existir dois equilíbrios distintos onde, no primeiro, os agentes não atacam as reservas por manterem suas expectativas quanto à disposição do governo em manter o câmbio fixo, dado o custo de fazê-lo, ou realizam o ataque coordenado, percebendo que o nível de reservas não será suficiente para a manutenção do regime cambial e que o custo de utilizar a taxa de juros como forma de evitar o colapso é elevado demais, dadas as condições dos fundamentos macroeconômicos “amplos” referidos anteriormente.

Portanto percebemos que em ambas as gerações de modelos de crises cambiais pressupõem a deterioração nos indicadores macroeconômicos que antecede a crise, o que ocasiona a oscilação na confiança dos mercados quanto à manutenção do regime cambial. Entretanto, a eclosão da crise nos países asiáticos em 1997 não pode ser explicada pela erosão dos fundamentos fiscais ou monetários daqueles países.

A crise asiática ratificou a incapacidade dos modelos de primeira geração de explicar as causas da especulação e desvalorização da moeda local. Neste caso, os ataques ocorreram em países “emergentes” com fundamentos fiscais e monetários consistentes, portanto não correspondiam aos fundamentos “estritos” dos modelos de primeira geração. As autoridades monetárias não enfrentavam o dilema da incompatibilidade do câmbio fixo com os fundamentos macroeconômico ampliados, conforme supunha os modelos e segunda geração.

### 2.3.3 Modelos de terceira geração

Os modelos de “terceira geração”, por sua vez, apontam para a fragilidade de seus sistemas financeiros domésticos, em nível microeconômico, caracterizado pela liberalização financeira e inadequada regulação e supervisão (Baunmann *et al*, 2004). A crise asiática, então, tem caráter gêmeo, devido ao colapso simultâneo do regime cambial administrado e dos sistemas bancários, graças à súbita reversão dos fluxos de capitais. Alguns autores associam a fragilidade do sistema financeiro ao risco moral implícitos nas garantias institucionais dos países em questão, garantias essas que “geram distorções nos sistemas financeiros domésticos e na alocação interna dos recursos, e estimulam a absorção excessiva e insustentável de fluxos de capitais pelos agentes domésticos” (Prates, 2004 p. 373).

Outros fatores contribuíram para o surgimento da bolha de investimentos (produtivos ou especulativos) verificada nesses países: baixo risco cambial devido à âncora defendida pelos governos; otimismo exacerbado quanto ao crescimento das economias; alavancagem financeira dos agentes domésticos sem supervisão; e alto grau de liquidez internacional. Porém, conforme Curado e Canuto (2001), o risco moral em que estão inseridos os intermediários financeiros pode provocar a inflação dos ativos, desencadeada pelos riscos que esses intermediários assumem, outorgados pelos proprietários de capital, sem a preocupação das perdas potenciais, visto que estas serão inteiramente repassadas aos investidores. O processo de deflação posterior (o “estouro da bolha”) é verificado quando os resultados de rentabilidade dos ativos não correspondem aos valores esperados pelos intermediários, que repassam os prejuízos aos aplicadores, e estes liquidam suas posições, buscando maior segurança. A deflação, portanto, gera a fuga da moeda local, desencadeando a crise cambial.

Os retornos esperados pelos intermediários financeiros são justificados pela crença de que a rentabilidade de seus investimentos seria sustentada pelo Estado. De forma semelhante aos modelos de primeira geração, o ataque às reservas do governo, neste caso, é motivado pelas reservas internacionais finitas associadas às garantias sobre os passivos externos do setor privado. A diferença em relação à primeira geração, portanto, é a origem da inconsistência de política interna do governo, ou seja, das garantias aos passivos dos residentes, que “introduziria uma distorção no funcionamento dos mercados, e assim

estimularia o ingresso de capitais insustentável, num contexto de regulamentação e supervisão bancárias ineficientes” (Prates, 2004 p. 375).

Outra corrente de modelos de “terceira geração” entende que o colapso no mercado de câmbio deriva do pânico financeiro e as expectativas auto-realizáveis dos investidores estrangeiros relacionados à iliquidez do sistema bancário. Entretanto, assim como os modelos de segunda geração, neste caso podem existir múltiplos equilíbrios, dependendo do comportamento do sistema financeiro internacional diante do problema (Curado e Canuto, 2001). A característica básica da atividade bancária é de conciliar passivos líquidos exigíveis à vista ou de curto prazo com ativos menos líquidos. Em países emergentes, com regime cambial administrado, a corrida aos bancos atribuída ao pânico financeiro pode não ser totalmente atendida (crise financeira) e ocasionar a desvalorização brusca da moeda local (crise cambial), denotando, mais uma vez, o caráter gêmeo dessa geração de modelos. O contágio de expectativas e de aversão ao risco ocasiona, como no caso da Coreia do Sul, a liquidação antecipada de ativos em economias solventes, mas vulneráveis, por parte dos investidores internacionais, diante da súbita iliquidez internacional.

O conceito de equilíbrios múltiplos, apresentada em Curado e Canuto (2001), leva em consideração o comportamento de dois tipos de agentes, pacientes e impacientes, e a capacidade do sistema bancário em conciliar as exigências de liquidação dos agentes (passivos) e os prazos nos quais estão investidos os recursos (ativos). Um equilíbrio possível é a manutenção do regime cambial condicionado a crença da sustentabilidade pelos mercados. Neste caso os agentes percebem que existem condições para que o sistema bancário cumpra com a liquidez prometida de seus investimentos, e, desta forma, não efetua a liquidação de suas posições. Outra possibilidade de equilíbrio é a ruptura do sistema cambial, em função da reversão das expectativas e a consequente corrida aos bancos. O novo equilíbrio será estabelecido a uma taxa de câmbio desvalorizada, crise financeira generalizada, prejuízos e falências no setor privado e redução na atividade econômica.

Para reduzir o risco sistêmico bancário, como exposto acima, existem as “redes de segurança financeira”, que são definidas como “conjunto de regras e instrumentos (seguros de depósitos, empréstimos em última instância) para contenção dos riscos sistêmicos associados à vulnerabilidade financeira bancária e a outros distúrbios de caráter abrangente” (Canuto e Lima, 1999). Outro mecanismo para evitar o risco sistêmico é a

adoção de supervisão e regulação do sistema financeiro pelas autoridades monetárias, visando impedir excessos de descompasso de prazos, de paridades cambiais, de taxas de juros, etc. No caso dos países asiáticos, é reconhecida pela literatura a insuficiência na supervisão e regulação financeira que ocasionou os descompassos apurados nos prazos de vencimentos e no câmbio. Desta forma é possível concluir que para se obter a estabilidade financeira internacional pode ser necessária a reestruturação na arquitetura financeira mundial através, por exemplo, de redes de segurança financeira internacional (Baunmann *et al*, 2004).

Contudo, além da conceituação a cerca das diferentes gerações de teorias de crises cambiais, é preciso apresentar os efeitos dos ciclos de liquidez internacional sobre os países emergentes. Resende e Amado (2007) enfatizam o comportamento reflexivo que as economias periféricas têm em relação aos ciclos de liquidez internacional. Segundo os autores, as economias dos países em desenvolvimento são classificadas pelo sistema financeiro internacional na categoria especulativa/ponzi devido à menor capacidade de gerar influxo de divisas para honrar seus compromissos financeiros internacionais e, assim, as tornariam mais vulneráveis externamente do que as economias desenvolvidas.

Desta forma, nas fases de ascensão dos ciclos da liquidez internacional, a incerteza sobre o influxo líquido de divisas externas é amenizada, pois o otimismo generalizado permite a expansão do crédito, inclusive nos mercados periféricos. Assim “sua vulnerabilidade externa, decorrente de déficits em transações correntes, fica camuflada pela melhora do saldo do balanço de pagamentos. A incerteza e a preferência pela liquidez são, então, mitigadas na economia periférica” (RESENDE E AMADO, 2007, p.50). Por outro lado, nas fases descendentes do ciclo o otimismo se desfaz e ocorre um racionamento do crédito, e conseqüentemente a incerteza sobre a disponibilidade futura de crédito externo cresce na periferia, num contexto de dificuldades de balanço de pagamentos. Desta forma, a vulnerabilidade externa é evidenciada quando ocorre um aumento na preferência pela liquidez expressa pela fuga de capitais, reforçando o caráter especulativo das economias em desenvolvimento.



### **3. O PLANO REAL**

Na década de 80 o Brasil enfrentou uma forte recessão, resultado das consequências da crise de dívida externa, motivada, entre outros fatores, por fortes desequilíbrios no balanço de pagamentos, interrupção dos fluxos de financiamento externo e volatilidade nas taxas de câmbio. Além disso, durante anos, os problemas advindos do descontrole dos índices inflacionários causavam diversos transtornos aos agentes econômicos, desestabilizando as relações econômicas e alterando a estrutura de preços relativos.

Neste capítulo será analisada a estratégia bem sucedida do Plano Real em controlar a inflação no Brasil, em que a administração de uma âncora cambial teve papel central. Após uma breve apresentação dos seus antecedentes, analisa-se a estruturação do plano e suas etapas. Na terceira seção, dividida em quatro fases, serão abordados os diferentes regimes cambiais utilizados para a manutenção da estabilidade econômica, desde a âncora cambial, com suas bandas assimétricas de flutuação, passando para o regime de bandas cambiais, câmbio flutuante, sem a intervenção do Banco Central, e por fim o regime de flutuação suja, quando o governo volta a atuar ativamente no mercado cambial, comprando divisas e acumulando reservas internacionais.

#### **3.1 Antecedentes**

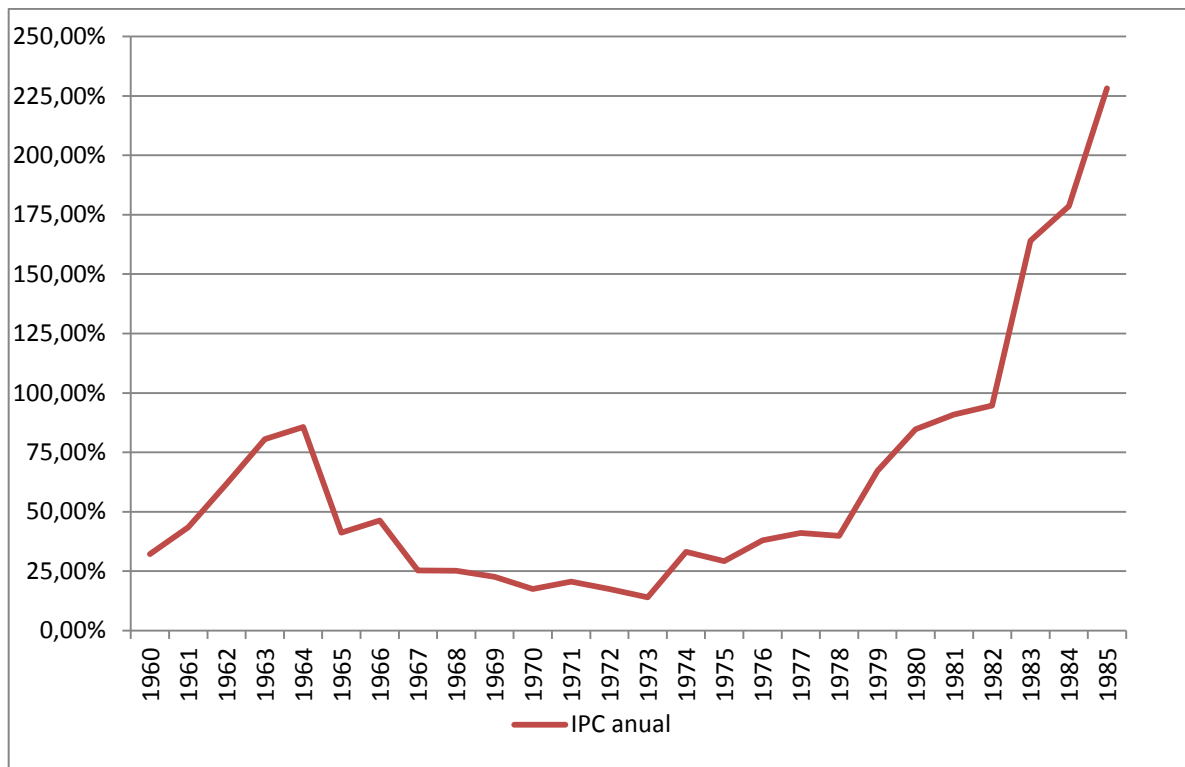
Após algumas tentativas frustradas de combate a inflação com o uso de políticas ortodoxas, iniciou no país um debate sobre uma característica específica da inflação brasileira, a indexação generalizada. Os agentes conseguiam repassar para seus preços quaisquer choques que afetavam suas rendas, seja em ambiente expansivo ou recessivo, descaracterizando a chamada Curva de Phillips e comprometendo a eficácia de políticas ortodoxas de combate à aceleração dos preços. Percebeu-se, então, que a taxa de inflação

na economia brasileira não estava relacionada com o nível de atividade econômica (Gremaud *et. al.*, 2009).

Nota-se que, conforme o Gráfico 1, a partir da metade da década de 70 os índices de inflação apresentam crescimento acelerado. Durante este período se generalizou, na economia brasileira, a utilização de mecanismos baseados no marco institucional da correção monetária, criada pelo Governo Militar, que faziam com que os agentes econômicos indexassem seus preços e salários a inflação passada, garantindo assim, no mínimo, os índices anteriores. Os agentes econômicos, sempre que possível, buscavam remarcar seus preços acima dos índices anteriores, criando um mecanismo de reprodução da inflação que nunca recuava, pelo contrário, acelerava os preços a cada novo reajuste.

A partir do entendimento de que a inflação era inercial, ou seja, os preços assumiam um comportamento autônomo, em que a inflação passada determina a inflação atual, que determinará a inflação futura, surgiram duas propostas para o combate à escalada de preços.

**Gráfico 1 – Variação anual IPC (FIPE) - 1960 a 1985.**



Fonte: Banco Central do Brasil

O choque heterodoxo, de Francisco Lopes, pretendia controlar os preços realizando o congelamento rigoroso dos preços, que duraria seis meses seguido de uma fase de descompressão para reestabelecer os preços relativos. Partia-se do diagnóstico de que a inércia vem pelo comportamento defensivo dos agentes que tentam defender seus picos de renda. Buscava-se, assim, “apagar a memória inflacionária” da economia. Por ser de fácil entendimento do público e apresentar resultados mensuráveis em curto período de tempo, esta foi a proposta escolhida pelo governo brasileiro à época, chamando-a de “plano Cruzado”. O plano Cruzado e os planos que se seguiram (Bresser e Verão) produziram apenas um represamento temporário da inflação “uma vez que não foram solucionados quaisquer dos conflitos distributivos de renda ou atacados os desequilíbrios estruturais da economia” (Modiano, 1990).

Por outro lado, a proposta de moeda indexada, conhecida como Larida (Lara Resende e Persio Arida), diagnostica a inércia dos preços pelo fato dos agentes tentarem defender sua renda real média, usando como previsor da inflação futura a inflação passada, buscando elevar o pico de renda ou reduzir os intervalos de reajustes.

A essência da proposta é, portanto, a introdução de uma nova moeda que circularia paralelamente ao Cruzeiro. Tal moeda estaria defendida do imposto inflacionário pela sua cotação estável em relação à ORTN e, ao menos numa primeira fase, também em relação ao dólar. A circulação paralela é fundamental para que se imponha a credibilidade da nova moeda. O público poderá observar que o Novo Cruzeiro (NC) se valoriza em relação ao Cruzeiro dia a dia e que o nível geral de preços será, por definição, estável em NC, pelo menos na fase inicial que terá duração de três a seis meses. (Lara Resende, 1985, p.132)

Com o fracasso dos planos econômicos baseados em congelamento de preços, esta alternativa (da proposta de moeda indexada) tornou-se a opção do governo para o controle da inflação. O Plano Real, portanto, pode ser visto como a adoção da proposta de reforma monetária (Larida), na qual a gestão do câmbio (âncora cambial) foi o principal instrumento para forçar a estabilização da economia (Gremaud *et. al.* 2009).

Segundo Carvalho (2007), durante mais de duas décadas o regime cambial utilizado pelo Brasil foi o de “minidesvalorizações cambiais” (1968-1993), baseando-se na versão relativa da paridade do poder de compra da moeda (PPC), tendo sido interrompido algumas vezes devido à sequência de planos econômicos estabilizantes. O objetivo dessa política era o de manter a competitividade do setor exportador, mantendo estável a taxa de câmbio real. Consistia, portanto, em realizar ajustes periódicos no câmbio utilizando como referência a inflação interna, descontando a inflação externa. Inicialmente os ajustes eram

mensais e passaram, com o tempo, a terem sua frequência aumentada, chegando a ajustes diários no final dos anos 80.

Destacam-se, ainda, no período imediatamente anterior ao Plano Real, as mudanças institucionais promovidas no mercado cambial, movimento que pode ser classificado como uma abertura financeira (Gremaud et al., 2009). Essa abertura tem dois aspectos básicos, que são a ampliação da conversibilidade da moeda nacional e a liberalização do ingresso e saída de recursos externos na economia brasileira. Essas medidas, em conjunto com a significativa elevação da taxa de juros, favoreceram o ingresso de recursos no Brasil, possibilitando o acúmulo de reservas que tornou possível a implantação do Plano Real, baseado na manutenção do câmbio valorizado, através da garantia de venda de dólares a partir de determinada cotação, como será visto na próxima seção.

### **3.2 O Plano Real**

Em 1993, começou a ser implantado o plano “mais engenhoso de combate à inflação já utilizado o país” (Gremaud *et al*, 2009). O plano Real conseguiu reduzir a inflação e mantê-la sob controle durante longo período de tempo, apesar das várias dificuldades enfrentadas, principalmente nos primeiros oito anos de implantação desse plano. É um plano heterodoxo, mas, além disso, é quase uma aplicação exata das ideias apresentadas na proposta Larida, em 1984. Lara Resende e Persio Arida também desempenharam papéis importantes na equipe econômica que formulou e programou o pacote, atuando no Ministério da Fazenda.

O plano foi desenvolvido em três etapas para atacar o processo inflacionário:

- (i) Ajuste fiscal;
- (ii) Indexação completa da economia – URV; e
- (iii) Reforma monetária – transformação de URV em reais (R\$).

A primeira fase, do ajuste fiscal, visava impedir a deterioração das contas públicas para os próximos anos e impedir pressões inflacionárias que pudessem decorrer do desequilíbrio fiscal. O ajuste se baseava em corte de despesas, aumento dos impostos e diminuição nas transferências do governo federal. A preocupação com a situação fiscal decorria da crença de que a inflação favorecia o ajuste fiscal, pois as receitas eram plenamente indexadas à inflação e as despesas não, ou seja, de que existia um efeito-Tanzi às avessas (Bacha, 1994).

A segunda fase iniciou em fevereiro de 1994 com um novo sistema de indexação que visava simular os efeitos de uma hiperinflação, sem passar por seus efeitos, e corrigir os desequilíbrios de preços relativos (Gremaud *et al*, 2009). Criou-se, então, a Unidade Real de Valor (URV), novo indexador que seria utilizado como unidade de conta do sistema. Nesta fase a URV manteria paridade fixa com o dólar, de um para um, ou seja, seu valor seria a própria taxa de câmbio.

A terceira fase do Plano Real foi a introdução da nova moeda, previamente anunciada, o Real (R\$), em 1º de Julho de 1994, cujo valor era igual ao da URV (e conseqüentemente ao dólar) do dia: CR\$2.750,00. Percebemos que não foi utilizado nenhum tipo de congelamento ou de transformações de valores por médias.

É importante frisar que, após a implantação da nova moeda, a reforma monetária anunciada pelo governo tinha caráter bastante restritivo, pois limitou as operações de crédito e impôs depósito compulsório de 100% sobre as captações adicionais do sistema financeiro. Ficava clara a intenção do governo de tentar controlar a demanda e desestimular processos especulativos via manutenção de taxas de juros elevadas. Desta forma limitou-se a capacidade dos agentes repassarem custos para os preços. O controle monetário desta fase do Plano Real ficou conhecido como a “âncora monetária”.

Como destacado anteriormente, o Real foi concebido com seu valor igual ao da URV e esta vinha sendo mantida igual ao dólar norte-americano desde fevereiro daquele ano. A partir deste momento estabeleceu-se a paridade máxima entre o real e o dólar de R\$1,00=US\$1,00, ou seja, o governo comprometia-se a vender dólares sempre que a demanda por esta moeda pressionasse a cotação acima deste patamar, contando com o grande volume de reservas acumuladas nos últimos anos, graças ao diferencial de juros oferecidos.

### **3.3 Política cambial do Plano Real**

#### **3.3.1 Primeira fase: Âncora cambial e déficit em transações correntes**

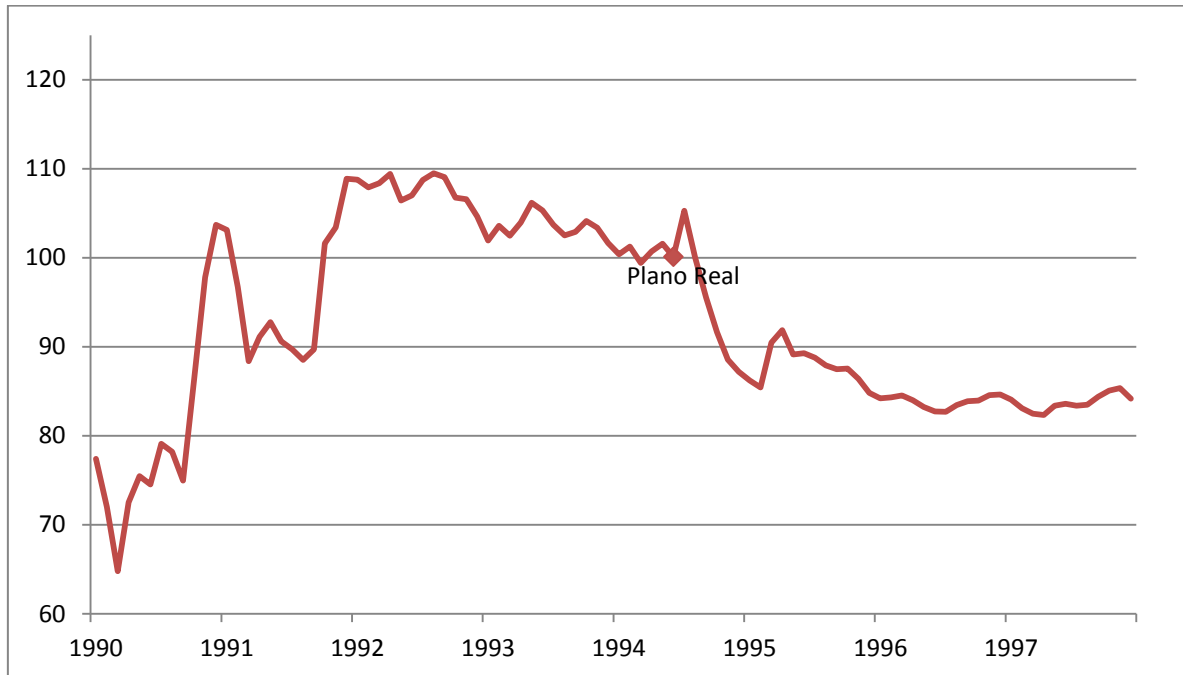
A crescente abertura financeira da economia brasileira, associada a uma conjuntura de abundante liquidez internacional, permitiu a atração de um grande volume de capitais externos para o país. Como a rigidez cambial buscada pelo Plano Real não seria determinada

institucionalmente as operações envolvendo divisas poderiam exercer uma pressão sobre o câmbio, que seria contida pelas autoridades monetárias. Além disso, tendo em vista o fracasso das tentativas anteriores de congelamento da taxa de câmbio, era preciso se proteger contra possíveis movimentos especulativos contra a moeda. Portanto, a constituição de um “colchão” de reservas, se mostrou uma importante condição para a sustentação do câmbio prevista pelo Plano. O governo, através do aumento das taxas de juros domésticas em patamares muito elevados, foi extremamente bem sucedido neste objetivo de atração de imensos volumes de capital estrangeiro.

Em relação à manutenção de índices de preços baixos, a taxa de câmbio e sua valorização foram fatores decisivos para o sucesso do Plano Real. A chamada “âncora cambial”, ou seja, a taxa de câmbio valorizada, favorecendo importações, permitiu uma forma diferente de ajuste frente à “bolha de consumo” que se observou em todos os planos econômicos voltados para a estabilização da inflação. Para atender a elevação imediata do consumo, sem que isso refletisse um aumento dos preços, a âncora cambial permitiu o abastecimento do mercado interno por meio de produtos importados. Mais do que o simples abastecimento, a oferta de produtos estrangeiros evitava, também, a elevação dos preços em função da concorrência. Assim, os produtos importados serviam como referência de preços para os nacionais.

O controle da inflação através de uma âncora cambial tem como pré-requisitos, segundo Carneiro (2002), condições adequadas de funcionamento do balanço de pagamentos e do setor público. Como visto acima, os fluxos de capitais foram grandes no período que antecedeu o Plano, sendo até maiores do que as necessidades de financiamento externo da economia brasileira, o que permitiu um aumento considerável das reservas cambiais. No que diz respeito ao financiamento do setor público, por sua vez, o Plano Collor, executado alguns anos antes, teve o efeito de reduzir significativamente a dívida pública brasileira, dando condições para a implementação do Plano Real (Beluzzo e Almeida, 2002).

Gráfico 2 – Taxa real de câmbio – 1990 a 1997.

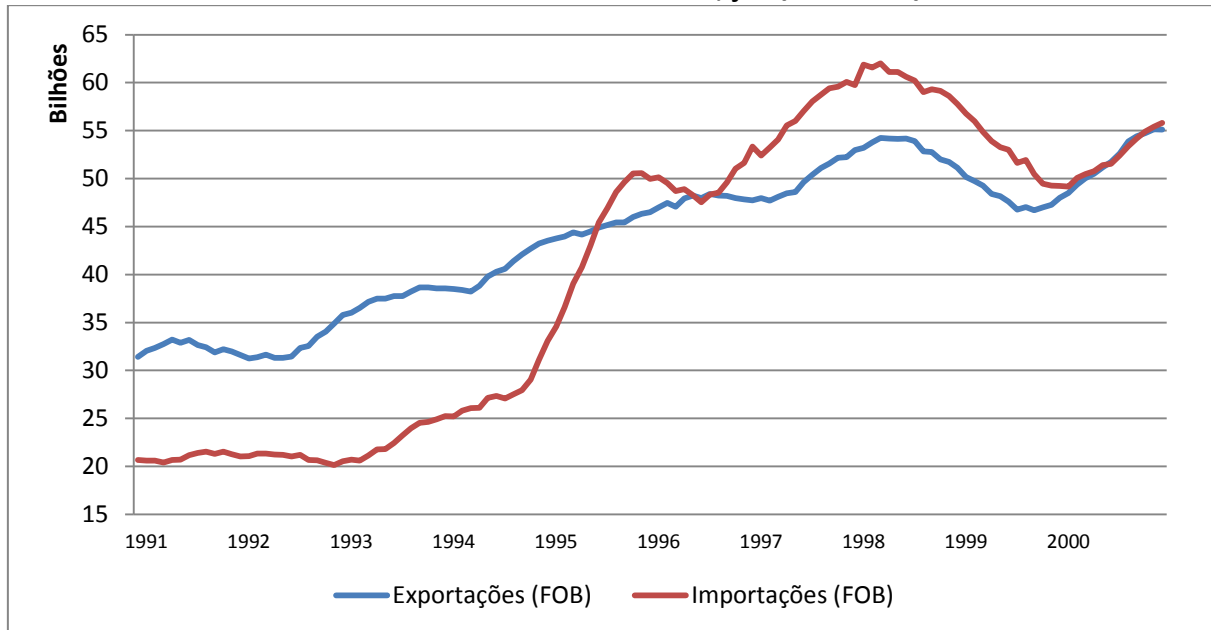


Fonte: Ipea: Jul/94 = 100.

A âncora cambial do Plano Real consistiu a administração da taxa de câmbio por meio de bandas assimétricas de variação (Ferrari Filho, 2001), pois o governo utilizaria suas reservas para manter a cotação abaixo de R\$1,00 por dólar. Por outro lado, abaixo desse patamar o câmbio estaria livre para flutuar, de acordo com o mercado. Na prática, o que pode ser percebido no gráfico 2, ocorreu uma forte valorização do câmbio a partir de Agosto de 1994, motivado pelo aumento do fluxo de capitais internacionais ingressando no país, dadas as elevadas taxas de juros praticadas à época.

Apesar do sucesso no controle dos preços, a sobrevalorização cambial neste período provocou a reversão do desempenho da balança comercial, que apresentava consistentes superávits até então. Esses superávits eram utilizados para compensar os déficits na Balança de Serviços, o que mantinha o equilíbrio em Transações Correntes. A partir da reversão do desempenho comercial, esta também passou a ser deficitária, a que, no curto prazo, pode não ser problema enquanto houver reservas internacionais suficientes ou existir entrada de recursos externos para financiá-la. O problema reside no acúmulo de dívida externa e a consequente remessa de juros no futuro.

**Gráfico 3 – Exportações e Importações (FOB), em US\$ bilhões, acumulados últimos 12 meses, jan./91 a dez./2000.**



Fonte: Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior, Secretaria de Comércio Exterior.

Dois aspectos devem ser observados nesse período. O aumento das importações observado no período seguinte à implantação do Real (gráfico 3) corresponde, em larga medida, ao ingresso de bens de consumo (Gremaud *et. al.*, 2009), o que, evidentemente, não ampliaria a capacidade futura de produção e de pagamento do Brasil. Outro fator a ser considerado é a natureza dos capitais que ingressavam no país, de investimentos em portfólio (ações, fundos de aplicações financeiras, fundos de privatizações, etc.), que se caracteriza pela possibilidade de refluir muito rapidamente em resposta à qualquer incerteza que venha se apresentar no futuro. Desta forma, o financiamento dos déficits em transações correntes financiado por recursos voláteis é uma situação de alto risco e insustentável a longo prazo.

Dada a forte valorização cambial e a elevação da demanda observada logo após a implantação do plano, em outubro daquele mesmo ano, passadas as eleições, houve uma tentativa de controle da demanda por meio da imposição de restrições ao crédito, sem êxito, pois o crédito continuou a se expandir. Foi introduzido, também, restrições à entrada de capital estrangeiro, para evitar maior valorização do câmbio, e determinou-se, informalmente, uma pequena margem dentro da qual o dólar poderia flutuar evidenciado pela interferência do Banco Central, pela primeira vez desde o Plano Real, sustentando a cotação via compra de divisas.



### 3.3.2 Segunda fase: Bandas cambiais e as crises de balanço de pagamentos

O primeiro grande teste pelo qual passou a estratégia adotada pelo governo brasileiro, após o Plano Real, foi a crise mexicana. Além do Brasil, vários países latino-americanos adotaram estratégias de estabilização baseadas na âncora cambial. O México foi o primeiro país a sofrer um ataque especulativo contra sua moeda, devido a profundos desequilíbrios macroeconômicos e ao quadro político conturbado. A perda de reservas forçou a desvalorização do câmbio, fazendo o México recorrer ao FMI e à comunidade financeira internacional para atender à fuga de recursos.

O governo brasileiro, entendendo que a manutenção do câmbio valorizado continuaria a sustentar a estabilidade dos preços, não permitiu a desvalorização do Real. Como alternativa para a degradação das contas externas e o afluxo de capitais especulativos optou-se pela ampliação do controle da demanda interna, principalmente através da elevação da taxa de juros, aumentando a atratividade do país para o capital estrangeiro, e pela restrição ao crédito. Foi promovida, também, uma pequena desvalorização cambial da ordem de 6% e a mudança da política cambial, sendo adotada, a partir deste momento, a política das bandas cambiais explícitas, com projeções de desvalorizações nominais de 7% ao ano, dando início a segunda fase do Plano Real (Gremaud *et.al.*, 2009).

No regime de bandas cambiais, como exposto no capítulo 2, o governo intervém diretamente no mercado cambial assim que a cotação do dólar atinge ou se aproxima de um dos limites estabelecidos. A partir de março de 1995 ficou estabelecida a margem para a qual o Banco Central permitiria a flutuação do câmbio (Tabela 1). Na prática, mesmo dentro das bandas, o BACEN interferia no mercado cambial (minibandas) para reduzir a volatilidade da taxa de câmbio. As alterações nas bandas cambiais subsequentes visavam promover gradual desvalorização cambial, sem, no entanto, determinar previamente a frequência destes ajustes, evitando a especulação contra o Real.

**Tabela 1 – Data de início e valores das bandas Cambiais no Brasil – 1995 a 1997**

Data de início	Banda Cambial (R\$ por US\$1,00)		$\Delta\%$ entre as bandas
	Inferior	Superior	
06/03/95	0,86	0,90	4,65
10/03/95	0,88	0,93	5,68
22/06/95	0,91	0,99	8,79
30/01/96	0,97	1,06	9,28
18/02/97	1,05	1,14	8,57
20/01/98	1,12	1,22	8,93

Fonte: Relatórios do Banco Central do Brasil *apud* Almeida e Bacha (1999).

Apesar da desvalorização aplicada neste ponto, ela não foi suficiente para compensar a apreciação verificada nos meses anteriores, mantendo, então, o câmbio valorizado, sinalizando a estratégia gradualista de correção cambial do governo. Como visto no gráfico 2, o câmbio valorizado permaneceria desta forma pelos anos seguintes.

Contudo, devemos destacar o êxito obtido pelo governo em evitar o ataque especulativo e manter a taxa de câmbio sobre controle durante a crise mexicana. O Banco Central perdeu em torno de US\$ 12 bilhões de reservas (gráfico 4), recuperando as perdas durante o segundo semestre de 1995, favorecido pelas elevadas taxas de juros e restrições a demanda e ao crédito já destacadas. O governo atuou através da política monetária restritiva visando conter a demanda, controlar a inflação, impedir déficits comerciais muito elevados e, principalmente, manter o país atrativo para o capital estrangeiro. Verificou-se, então, uma grande retração na atividade econômica.

A mudança da política cambial não se deu apenas no regime cambial, mas também na forma como administrar o câmbio. A partir da adoção de bandas explícitas, o Banco Central evitou uma maior apreciação do Real comprando divisas e aumentando suas reservas internacionais, como pode ser percebido no Gráfico 4. Logo após a crise mexicana, há uma redução temporária no nível de reservas, que rapidamente são recuperadas pela nova onda de ingresso de poupança externa. Já no final do ano de 1995 o nível destas reservas atingiria US\$ 50 bilhões. Para evitar o impacto monetário expansionista, recorreu-se à esterilização, com elevação do endividamento público.

**Gráfico 4 – Reservas internacionais (US\$ milhões) – jan./87 a dez./2000.**

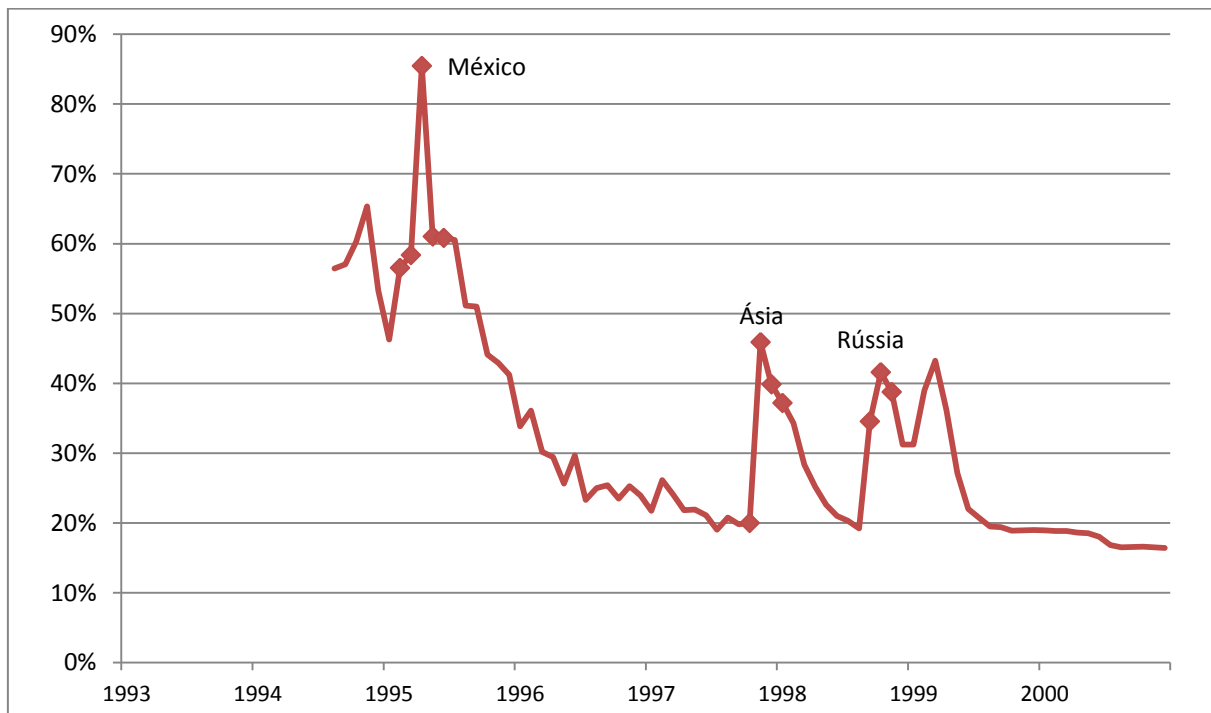


Fonte: Banco Central do Brasil

A taxa de câmbio e o desequilíbrio externo impôs uma trava à taxa de juros interna, mantendo-a elevada, sendo sua trajetória (da taxa de juros) determinada pelo contexto externo. Como podemos perceber, analisando o gráfico 5, após a crise do México, a taxa de juros, apesar de decrescente, se estabiliza próxima dos 20% ao ano em termos nominais, um patamar bastante elevado se considerarmos os baixos índices de inflação do período. O diferencial de juros refletia o risco embutido de uma mudança cambial ou das expectativas dos agentes de uma desvalorização cambial.

Contudo, a nova dinâmica da política monetária provocou a ruptura no crescimento econômico verificada no momento seguinte ao Plano Real. A partir de então, segundo Gremaud *et. al.* (2009, p.466), definiu-se uma trajetória do tipo “stop and go” em que “os condicionantes externos (fluxos de capitais) definiam a condução da política monetária e o ritmo da economia”. Após a crise nos países asiáticos a taxa de desemprego atingiu níveis recordes, em torno de 8% em 1998.

**Gráfico 5 – Taxa de juros (Over/Selic), % a.a. – set./1994 a dez./2000.**



Fonte: IBGE

Durante a crise asiática essa estratégia ainda foi eficaz, apesar das perdas temporárias de reservas, na ordem de US\$20 bilhões, e a estabilidade do regime cambial rapidamente foi recomposta. Pode-se destacar, entre os efeitos colaterais desta política o aumento do desemprego, a retração do crescimento da economia, a elevação da dívida pública em relação ao PIB, o déficit público, além do déficit em transações correntes, fazendo com que os agentes passassem a rejeitar títulos pré-fixados, optando pelo over, o que demonstrava desconfiança em relação à sustentação do regime. Neste momento, era crescente o número de pessoas que defendiam a correção cambial.

A estratégia do governo começou a ficar insustentável com a eclosão da crise russa, no segundo semestre de 1998. Houve a perda de US\$ 30 bilhões em reservas internacionais e apesar da nova elevação dos juros o nível anterior de reservas não foi recuperado, o que reforçava a descrença em manter o regime cambial. Outro sinal de que o ataque especulativo contra o real poderia ser exitoso foi a negociação realizada com o FMI naquele ano, em que ficou estabelecida uma cláusula onde o Brasil se comprometia a manter um nível mínimo de reservas na ordem de US\$ 20 bilhões, ou seja, limitava-se o poder do Banco Central em defender sua estratégia. Desta forma, era questão de tempo a ocorrência do ataque especulativo. Por razões político-eleitorais, ainda foi possível retardar a crise para o

início do ano seguinte, 1999, como forma de preparação para a eminente mudança no câmbio. Somou-se a isso o fato da grande exposição do setor privado, que teve tempo suficiente para livrar-se do risco cambial, o transferindo para o governo.

### 3.3.3 Terceira fase: Câmbio flutuante e o “pessimismo” do ciclo de liquidez internacional

No início de 1999 os agentes econômicos estavam convencidos da inevitável desvalorização cambial. O acordo com o FMI, assinado no ano anterior, bem como a provável incapacidade de cumprir suas metas fiscais, reascendeu os velhos preconceitos contra o país nos mercados financeiros internacionais (Averbug e Gimbiagi, 2000). Além disso, a crise cambial foi resultado do ataque especulativo iniciado durante a crise russa e agravado pela percepção da deterioração dos fundamentos econômicos apresentados pelo Brasil, além a acentuada perdas de reservas internacionais do país (Farhi, 2001).

O pacote de ajuda do FMI era baseado em um forte ajuste fiscal, uma política monetária dura e a manutenção da política cambial. A não aprovação de importantes medidas fiscais no Congresso Nacional, em dezembro de 1998, e a “moratória mineira”, em janeiro de 1999, prejudicou a capacidade do governo de convencer os agentes de que as medidas fiscais impostas pelo FMI seriam cumpridas. A estratégia de juros elevados com inflação baixa, por outro lado, aumentava o endividamento do setor público, exigindo compensações fiscais em igual magnitude, algo virtualmente impossível em função da dimensão dos juros. Além disso, o acordo, como já mencionado, limitava a margem de intervenção do Banco Central em defesa da política cambial.

Na prática, o fechamento do acordo e o contexto político interno fizeram eclodir a demanda por divisas (a perda reservas chegou a US\$1 bilhão por dia). Ainda com esperanças de manter o regime cambial administrado, o Banco Central alterou as bandas de flutuação, desvalorizando o Real em 9%. Contudo, a demanda não arrefeceu e o novo teto foi imediatamente atingido fazendo com que, dois dias depois, o regime cambial administrado fosse abandonado em meio a sucessivas alterações no comando do Banco Central.

O movimento que se verificou na taxa de câmbio, segundo Averbug e Gimbiagi (2000), a partir da segunda quinzena de janeiro de 1999, pode ser classificado como um caso clássico de *overshooting*.

Os modelos de ultrapassagem ou hiper-reação (overshooting) da taxa de câmbio, iniciados por Dornbusch (1976), buscam mostrar que, caso exista algum retardo no ajuste de preços no mercado de bens e serviços em relação aos preços de ativos no mercado financeiro, com expectativas racionais, ajustes no tempo envolvem um período intermediário no qual a taxa de câmbio ou outro preço de ativo se afasta de (ultrapassa) seu valor de equilíbrio, hiper-reagindo em relação a mudanças em seus fundamentos. (BAUMANN *et. al.*, 2004, p.338)

A taxa nominal do câmbio elevou-se significativamente em poucos dias. Antes da mudança cambial a taxa era de R\$1,21, passando para R\$1,32, o teto da nova banda cambial de 14 de janeiro. No final daquele mês, após a liberação do câmbio, atingiu R\$1,98 e no início de março, auge da desvalorização, chegou a R\$2,16, resultando numa desvalorização nominal de mais de 70% nesse período. Algumas semanas mais tarde, o dólar voltaria a cair para R\$1,65, evidenciando a hiper-reação dos agentes quanto da desvalorização do Real.

O Banco Central volta, neste momento, a atuar no mercado cambial, após revisão do acordo com o FMI. Contudo, as intervenções no mercado cambial visavam apenas à redução da variação cambial excessiva, ao contrário da atuação anterior, que tinha como meta a manutenção, a qualquer custo, a âncora cambial (Conti, 2007).

Acreditava-se que economia brasileira, a partir da mudança do regime cambial e a elevação da cotação do dólar, a exemplo de outros países que passaram por situação semelhante, sofreria profundas consequências como aceleração inflacionária, crise financeira, recessão, portanto uma crise econômica.

Mas a crise cambial de janeiro de 1999 não produziu, no Brasil, uma crise financeira ou uma recessão econômica de grandes proporções, diferentemente de outros países que tiveram de adotar a política de câmbio flutuante em decorrência de ataques especulativos. Farhi (2001) aponta os motivos pelos quais a crise cambial não se alastrou para o restante da economia, como era esperado:

Três fatores principais podem ser apontados para explicar esse fenômeno que contrariou as expectativas de muitos economistas. O primeiro reside no saneamento do sistema financeiro, iniciado em 1995. O segundo decorre do fato de que os agentes privados mais relevantes tinham antecipado a forte probabilidade de mudanças da política cambial e estavam preventivamente resguardados. A existência de um mercado de derivativos de câmbio líquido devido à presença e à atuação do Banco Central, contribuiu para que as operações de cobertura de riscos anulassem ou reduzissem muito o impacto da desvalorização nos balanços de instituições financeiras e grandes empresas privadas. Os mercados de ativos cambiais e de derivativos financeiros, através da cobertura de riscos que forneceram para agentes relevantes, contribuíram de forma significativa para formar uma barreira que atenuou fortemente a transmissão da instabilidade financeira para a economia em geral, fazendo com que não se cumprissem as previsões catastróficas de profunda recessão e alta inflação. (FARHI, 2001, p.72)

Segundo Prates (2002), a crise cambial não foi acompanhada de uma crise bancária, mas sim pela fragilização das contas públicas. Os fatores apontados pela autora para explicar a menor vulnerabilidade dos bancos brasileiros à crise são: reduzido grau de dolarização do sistema bancário brasileiro; reestruturação e ajuste do sistema financeiro iniciado em 1995 (Proer e Proes); recomposição da rentabilidade da atividade bancária via ampliação das operações de crédito e aumento de tarifas; o caráter antecipado da crise, a partir da crise russa, permitiu a cobertura do risco cambial antes de sua eclosão, possibilitada pela existência de um mercado líquido de derivativos cambiais.

Por outro lado, a solvência do sistema bancário resultou na fragilização fiscal crescente do governo (Prates, 2002). Parte do ajuste do sistema financeiro foi financiado via expansão da dívida pública, que, além do aumento associado ao ingresso de capitais, teve seu perfil modificado, com o aumento da participação de títulos indexados à taxa de câmbio. Conforme apresentado por Averbug e Gimbiagi (2000, p.12), a dívida pública<sup>1</sup> brasileira, que em 1994 representava 26% do PIB, em 1998 atingiu 38% do PIB (a dívida atrelada à moeda estrangeira, entretanto, era de aproximadamente 15% do PIB). Após a ruptura do regime cambial, as perspectivas quanto ao rumo da explosão da dívida causou uma situação de pânico. Em janeiro de 1999, com a desvalorização acentuada do câmbio, a dívida pública líquida chegou a 48% do PIB, um salto de 10 pontos de produto brasileiro em 30 dias.

A crise cambial brasileira, portanto, tem elementos característicos dos modelos de segunda geração (capítulo 2) em que as expectativas auto-realizáveis desempenharam um papel importante. Ao mesmo tempo, ela foi também uma crise clássica, de primeira geração, em que desequilíbrios fiscais e da conta corrente resulta na perda gradual de reservas, ataque especulativo e, por fim, desvalorização (Averbug e Gimbiagi, 2000).

O grande receio da equipe econômica era o comportamento dos preços sem a âncora cambial, em vigor desde 1994. Observou-se, entretanto, que a inflação elevou-se em fevereiro, porém bem abaixo da taxa de variação cambial, e a partir de março voltou a desacelerar, voltando a apresentar índices próximos aos do ano anterior (antes da desvalorização, portanto) em maio. Como podemos perceber na tabela 2, a pressão da desvalorização cambial afetou principalmente os preços dos bens transacionáveis

---

1. O conceito de dívida pública utilizado em Averbug e Gimbiagi (2000) refere-se à dívida líquida do setor público consolidado, sem incluir a base monetária.

(*tradeables*), impactando significativamente no Índice de Preços por Atacado, que é composto por essa categoria de bens. O reflexo nos índices ao consumidor (IPCA, INPC e IPC-FIPE) foi menos significante.

**Tabela 2 – Índices de preços (% a.a.).**

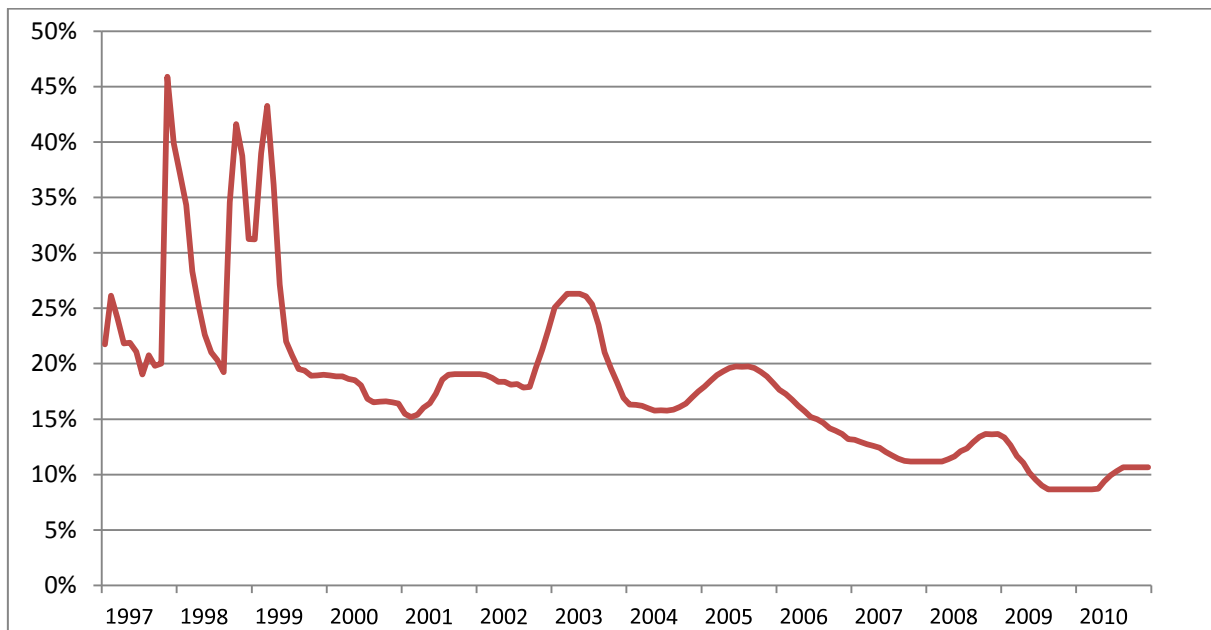
Ano	IGP-DI	IPA	IPCA	INPC	IPC-FIPE
1995	14,78	6,64	22,41	21,98	23,17
1996	9,34	8,09	9,56	9,12	10,03
1997	7,48	7,78	5,22	4,34	4,83
1998	1,70	1,51	1,66	2,49	-1,80
<b>1999</b>	<b>19,98</b>	<b>28,90</b>	<b>8,94</b>	<b>8,43</b>	<b>8,63</b>
2000	9,81	12,05	5,97	5,27	4,38
2001	10,40	11,87	7,67	9,44	7,13
2002	26,41	35,41	12,53	14,74	9,90
2003	7,67	6,26	9,30	10,38	8,18
2004	12,14	14,67	7,60	6,13	6,56
2005	1,22	-0,97	5,69	5,05	4,53
2006	3,79	4,29	3,14	2,81	2,55
2007	7,89	9,44	4,46	5,16	4,38
2008	9,10	9,80	5,90	6,48	6,16
2009	-1,43	-4,08	4,31	4,11	3,67
2010	11,30	13,85	5,91	6,47	6,40

Fonte: IPEADATA.

Com a adoção do câmbio flutuante e a perda da âncora cambial como referencial de preços o Banco Central passou a adotar o sistema de Metas de Inflação. De acordo com as novas regras para a condução da política monetária, a função básica do Banco Central passa a ser o cumprimento da meta para a inflação estipulada pelo Conselho Monetário Nacional e o instrumento para esses objetivo é a taxa de juros e seus impactos sobre a demanda e, por consequência, a inflação (Gremaud *et. al.*, 2009). A adoção do regime de metas contribuiu significativamente para manter a confiança dos agentes econômicos de que o governo estava comprometido com a estabilidade de preços.

Outro ponto fundamental na inflexão da política monetária brasileira neste período, além da adoção de metas de inflação e do regime cambial flutuante, é a questão fiscal. Conforme acordado com o FMI, o país passou a apresentar superávits fiscais (primários) expressivos, permitindo a absorção de choque na economia, a liberação da taxa de juros para ser utilizada no controle da inflação e a estabilização e redução da dívida pública ao longo do tempo. Com a desvalorização cambial, uma grande parte da incerteza quanto ao câmbio foi retirada da taxa de juros, permitindo que ela se reduzisse aos menores níveis desde a implantação do Plano Real (Gremaud *et. al.*, 2009).



**Gráfico 6 – Taxa de juros (Over/Selic), % a.a. – jan./1997 a dez./2010.**

Fonte: IBGE

Por outro lado, o desempenho fiscal apurados nos anos seguintes ao novo arcabouço da política monetária decorreu, principalmente, do aumento significativo da arrecadação, em todas as esferas do governo, apesar do contínuo avanço das despesas. Desta forma, o governo conseguiu, ainda no ano de 1999, apresentar superávit primário de 3% do PIB. A carga tributária, que ao final do primeiro mandato de FHC era de 30% do PIB, foi se elevando até chegar a 35% em 2002, último ano do segundo mandato deste presidente (Tabela 3). Além disso, configurou-se a situação chamada de “dominância fiscal” (Gremaud *et. al.*, 2009): as pressões cambiais geravam pressões inflacionárias, repercutindo na elevação da taxa de juros, para combatê-la, e aumento da dívida. Isso, por seu turno, elevava o risco-país, dadas as dúvidas em relação à sustentabilidade fiscal, gerando maiores pressões cambiais e inflacionárias. Desta forma, a elevação dos juros para combater a inflação gerava novas pressões inflacionárias ao invés de alívio nos preços.

**Tabela 3 – Carga tributária/PIB (%).**

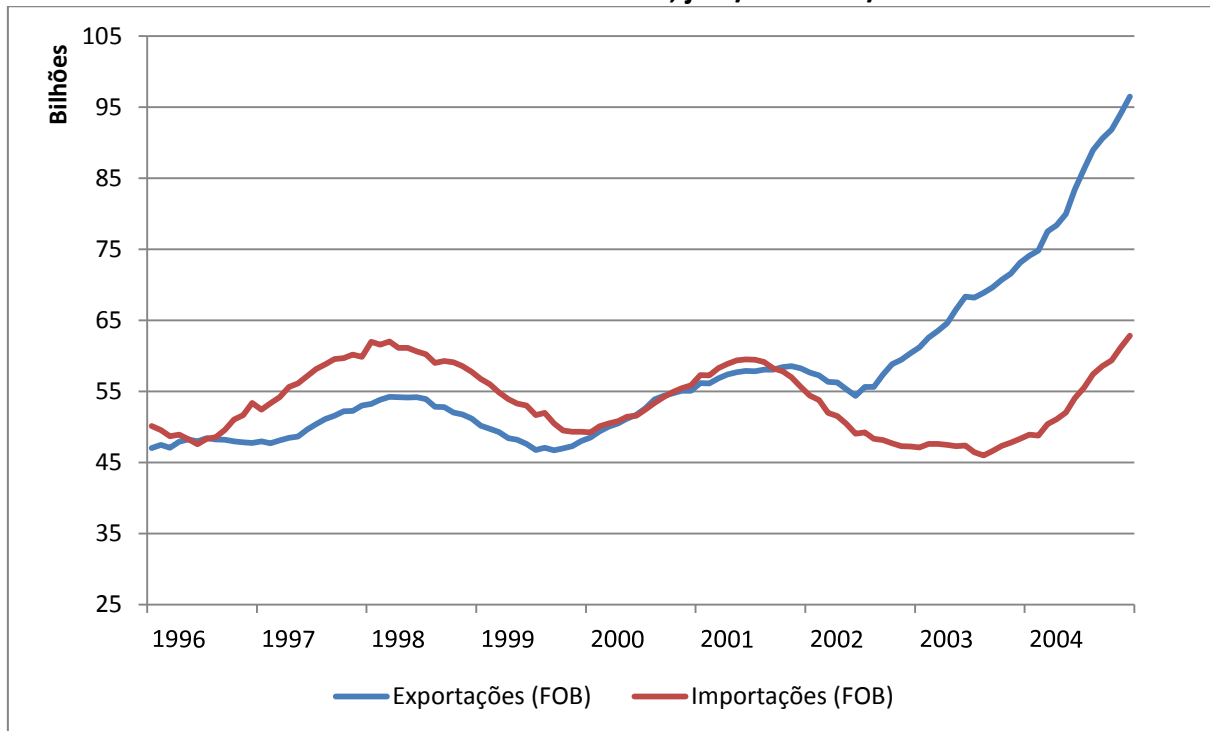
Ano	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Carga Tributária	29,33	31,64	32,84	33,68	35,84	35,54	36,80	37,82	38,80

Fonte: Gremaud *et. al.* (2009, p.479)

Por fim, convém destacar o desempenho das contas externas neste período, motivo pelo qual a desvalorização do câmbio tornou-se exigida pelos agentes econômicos. A reversão do déficit da balança comercial e a redução do déficit em transações correntes

permitiram a redução da taxa de juros e a necessidade de captação de poupança externa através desse mecanismo. Como podemos ver no gráfico 7, o período compreendido entre 1996 e 1999 é marcado pelo déficit comercial, influenciado pela taxa de câmbio valorizada, benéfica aos importadores. A partir de 1999, com a mudança na gestão do câmbio e sua desvalorização, fica evidente o equilíbrio entre exportações e importações.

**Gráfico 7 – Exportações e Importações (FOB), em US\$ bilhões, acumulados últimos 12 meses, jan./96 a dez./2004.**



Fonte: Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior, Secretaria de Comércio Exterior.

A queda das importações, por um lado, reflete tanto a mudança cambial como a contenção de demanda instituída a partir das metas de inflação. Por outro lado, o desempenho das exportações apresenta uma ligeira melhora beneficiada pelo câmbio, porém ainda fraco em função de um conjunto de fatores: redução dos preços das *commodities* exportáveis decorrentes da queda da demanda internacional, queda da atividade econômica da América Latina e incertezas dos exportadores (Gremaud, 2009).

Apesar do regime cambial flutuante vigorando desde 1999, o país seria alvo de dois ataques especulativos, entre 2001 e 2002. Os motivos da desvalorização de 2001 seriam segundo Farhi (2001): queda das ações de alta tecnologia nos mercados internacionais, crise da Turquia, crise da Argentina, crise energética no Brasil, menor crescimento ou recessão das economias desenvolvidas e ainda incertezas após os ataques terroristas de 11 de

setembro de 2001. Conforme a autora, a importância de cada um dos fatores acima foi cumulativa com a ação de especuladores, em especial dos que operavam nos mercados de derivativos. A desvalorização acentuada do real passou a alimentar uma percepção mais elevada dos riscos da economia brasileira, o que provocou a saída de capitais do Brasil e, ainda, a demanda por *hedge* cambial pelas empresas com passivo atrelado ao dólar.

A reação do governo, para conter a desvalorização cambial, foi atuar na ponta vendedora no mercado cambial, emitir títulos públicos atrelados ao câmbio e elevar a taxa de juros. Impossibilitado de atuar no mercado futuro, a estratégia do Banco Central foi vender uma quantidade fixa de dólares por dia - US\$50 milhões - com o objetivo de reafirmar que continuaria fiel ao regime flutuante. Farhi (2001, p.75) afirma que “esse anúncio foi interpretado como uma confissão de impotência da autoridade monetária e serviu de sinal para novas altas da taxa de câmbio”.

No final daquele ano, com a ação mais firme das autoridades monetárias em conjunto com a constatação, entre os investidores, de que os fundamentos macroeconômicos brasileiros divergiam dos argentinos, permitiu o descolamento da crise e, aos poucos, fez desinflar a bolha especulativa que emergiu contra o real (Farhi, 2001). Conti (2007), a respeito do comportamento da taxa de câmbio sob o regime flutuante, afirma:

(...) ao contrário do esperado pela teoria ortodoxa, não houve um retorno rápido às taxas originais. A vulnerabilidade da economia brasileira persistiu, e talvez tenha até sido acentuada pela continuidade do movimento de abertura e desregulamentação financeira e pela reversão do ciclo de liquidez internacional. O papel do câmbio flutuante na absorção de choques, portanto, não se revelou efetivo. (CONTI, 2007, p.87)

Uma nova crise de confiança eclodiu no último ano de governo do presidente FHC, 2002, desta vez motivada pela aversão internacional ao risco derivada dos escândalos contábeis corporativos norte-americanos, ao colapso argentino e ao processo eleitoral brasileiro, que indicava o favoritismo de Luiz Inácio Lula da Silva, candidato de oposição. O ano foi marcado pelo baixo crescimento econômico, pressões inflacionárias, desemprego e aumento da dívida. Porém, apesar da profunda instabilidade econômica, podemos destacar como um ponto positivo neste período a reversão da balança comercial que passou a apresentar superávits crescentes, a partir da desvalorização cambial de 2001 e 2002. Podemos constatar essa melhora no gráfico 7, onde evidencia a queda das importações em grau mais elevado que das exportações, motivado pela questão cambial.

O governo de Fernando Henrique Cardoso, que abrange dois mandatos consecutivos, foi de 1995, logo após a implantação do Plano Real, até 2002. Neste período o real e a economia brasileira foram alvos de contágios derivados das crises ocorridas no México (1994/95), na Ásia (1997), na Rússia (1998) e sofreu sua própria crise (1999). Ferrari Filho e Sobreira (2004) atribuem o contágio aos seguintes fatores: elevada vulnerabilidades externa da economia brasileira, estagnação econômica e política monetária restritiva. Apesar da recuperação do setor externo com a flexibilização do câmbio, o país não conseguiu apresentar bom desempenho em termos de crescimento econômico. Além disso, os esforços para a contenção dos preços (através do tripé metas de inflação, superávit primário e câmbio flutuante) não apresentaram os resultados esperados, haja vista a inflação em aceleração em que se encerra o segundo mandato de FHC.

#### 3.3.4 Quarta fase: Governo Lula e a reversão do ciclo de liquidez internacional.

O quadro de instabilidade que marcou o momento de transição entre governos foi revertido após a conquista da credibilidade, por parte do novo governo, ainda durante a campanha eleitoral, em realizar a manutenção da estabilidade, da defesa dos contratos, da preservação do ajuste fiscal e da garantia de pagamento das dívidas (Gremaud *et. al.*, 2009).

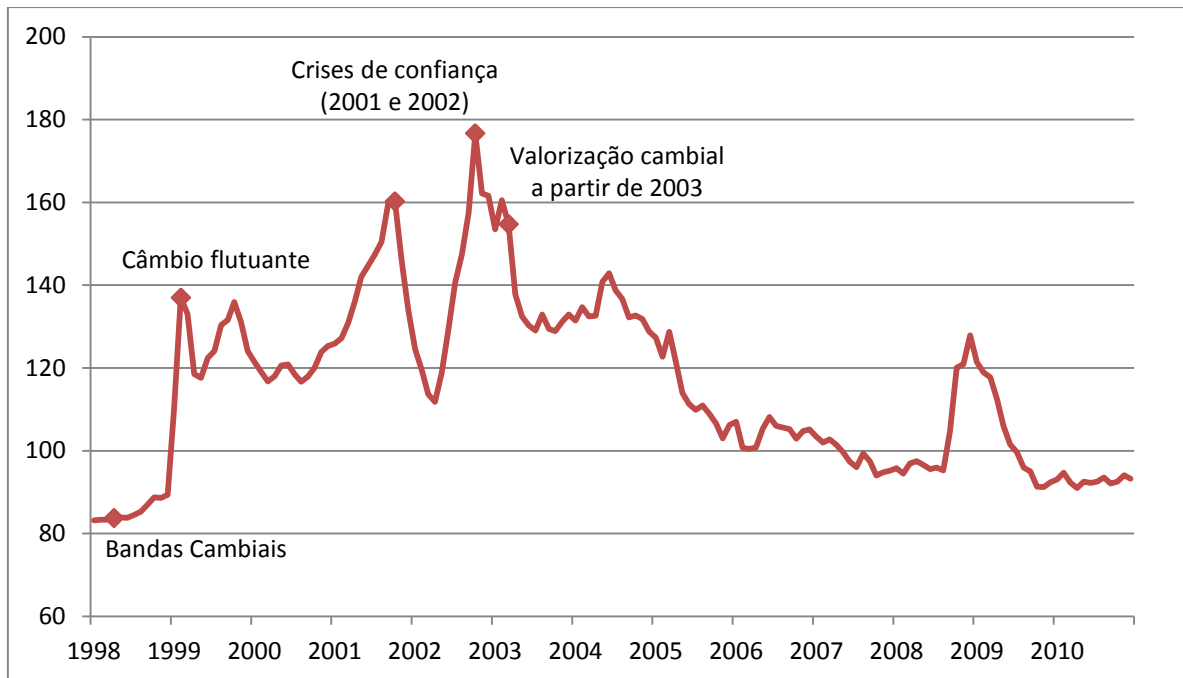
O novo governo, reafirmando o compromisso com a estabilidade e o ajuste fiscal, toma as seguintes medidas: (i) elevação da meta de superávit primário para 4,25% do PIB para os quatro anos de governo, (ii) continuidade do processo de elevação da taxa de juros nas primeiras reuniões do COPOM, com viés de alta na primeira reunião, sinalizando a disposição do governo em manter a estabilização de preços, (iii) estabelecimento de meta para a inflação de 8,5% para 2003 e 5,5% para 2004.

O governo Lula, iniciado em janeiro de 2003, coincide com a mudança de humor dos investidores internacionais. Prates, Cunha e Lélis (2008) classificam em duas fases os ciclos de liquidez no mercado internacional de capitais:

- (i) o primeiro período, que se inicia em janeiro de 1999 e termina em dezembro de 2002, corresponde à fase de “baixa” ou de “pessimismo” do ciclo de liquidez dos anos 1990; (ii) o segundo período abrange o período de janeiro de 2003 a junho de 2007, fase de alta ou de “otimismo” do recente ciclo de liquidez. (PRATES, CUNHA e LÉLIS, 2008 p.4).

Assim, com o retorno do crescimento nas economias ao redor do mundo e a crescente liquidez nos mercados, há o retorno de fluxos de capitais para o Brasil. Segundo Conti (2007), a marca do governo na gestão cambial, em seu primeiro ano, foi a reduzir a intervenção no mercado, assumindo um compromisso com o sistema de livre flutuação.

**Gráfico 8 – Taxa real de câmbio (em índice: Jul/94=100) – 1998 a 2010.**



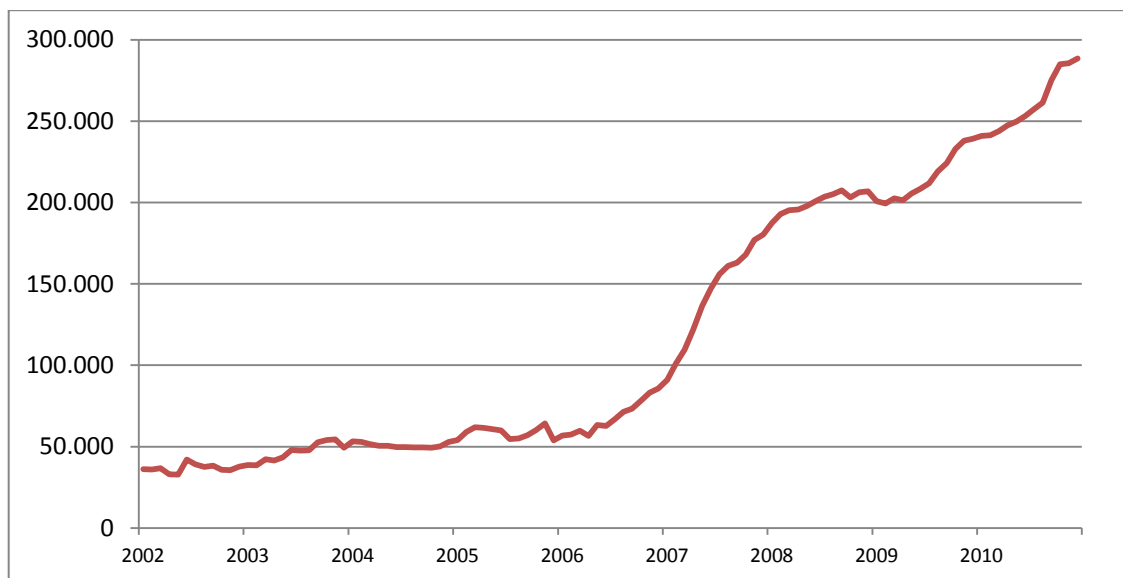
Fonte: Ipeadata.

A estabilidade do câmbio e posterior valorização, conforme gráfico 8, seguiu em conjunto com o cenário internacional favorável, a partir da segunda metade de 2003. As políticas monetárias flexíveis do Japão e da Europa, a permanência das *FED funds rates* em um patamar baixo durante longo tempo, a resistência da taxa de juros de longo prazo norte americana de se elevar, frente às taxas de curto prazo, e a ausência de crises financeiras globais criaram esse cenário favorável para a liquidez internacional e os fluxos de capitais (Conti, 2007).

Segundo Prates, Cunha e Lélis (2008) é possível identificar dois períodos distintos, durante a fase de abundância de liquidez internacional, na gestão cambial brasileira. O primeiro de janeiro de 2003 até novembro de 2004 foi marcado pela liberdade dada à taxa de câmbio flutuar, praticamente sem intervenções do Banco Central. Após a correção natural do *overshooting*, o real continuou a apreciar-se frente ao dólar, e o governo atuou apenas visando resgatar títulos cambiais, usufruindo da valorização cambial para atingir as metas de inflação.

O segundo período é delimitado pelos autores entre dezembro de 2004 a junho de 2007, e se caracteriza, pela atuação ativa do Banco Central, agora na ponta compradora de moeda estrangeira, tanto no mercado à vista como no mercado de futuros. Inicialmente, neste período, a atuação do Banco Central é intermitente, a despeito da valorização do real, o que suscita, para os autores, interpretações de que o governo se utilizou da apreciação cambial como “instrumento-chave da política monetária”. Posteriormente, a justificativa para a constante atuação no mercado de câmbio foi, explicitamente, de “acumular reservas internacionais (...) e (...) não impor tendência nem pisos à flutuação cambial, assim como não adicionar volatilidade ao mercado” (BCB *apud* Prates, Cunha e Lélis, 2008).

**Gráfico 9 – Reservas internacionais (US\$ milhões) – jan./93 a dez./2000.**



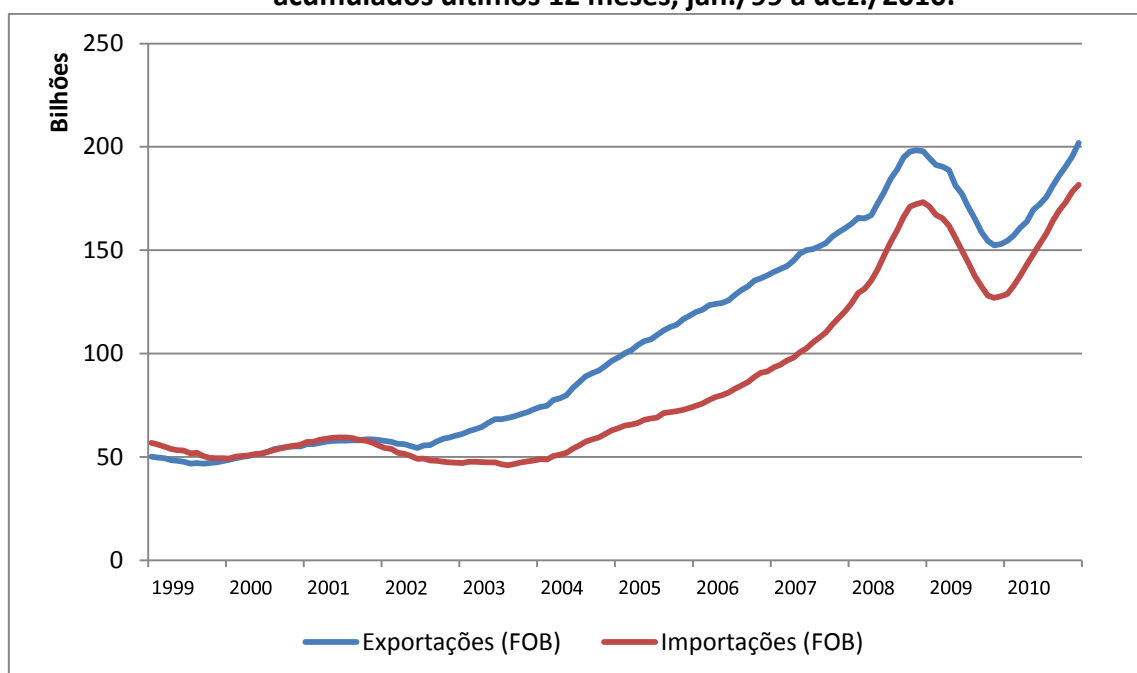
Fonte: Banco Central do Brasil

A política de acumulação de reservas, que tem por objetivo o fortalecimento da posição externa do país, depara-se com dois importantes constrangimentos, conforme aponta Prates, Cunha e Lélis (2008, p.8): “o elevado estoque de dívida pública mobiliária concentrada no curto prazo e indexado à taxa Selic; e o expressivo diferencial entre os juros internos e externos, que torna o custo de carregamento das reservas excessivamente alto”. Podemos observar a evolução do nível de reservas no gráfico 9, onde fica claro a aceleração na acumulação de reservas a partir de abril de 2006.

Entre os motivos para a apreciação cambial experimentada pelo real, Conti (2007) aponta para os superávits comerciais (gráfico 10) crescentes, facilitados pelos aumentos dos preços internacionais das *commodities* exportadas pelo Brasil, o aumento dos investimentos estrangeiros diretos e a redução do endividamento em dólares das empresas. O mesmo

autor salienta que a melhora nos termos de troca, por outro lado, não explica totalmente o movimento de valorização do câmbio, acrescentando como fatores para a melhora das contas externas (superávits comerciais) o fraco desempenho da economia local, mudanças nas estratégias de empresas em função da desvalorização cambial nos anos precedentes, crescimento extraordinário do comércio internacional e a uma bolha de preços das *commodities*.

**Gráfico 10 – Exportações e Importações (FOB), em US\$ bilhões, acumulados últimos 12 meses, jan./99 a dez./2010.**



Fonte: Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior, Secretaria de Comércio Exterior.

Prates e Farhi (2009) apontam que, entre o ano de 2005 e 2006, a atuação do Banco Central na ponta compradora de divisas aumentou, tornando-se :

(...) o principal comprador do excesso de divisas geradas pelo setor privado, que superavam crescentemente as aquisições do Tesouro em mercado, seguindo, assim, a estratégia adotada pela maioria dos países emergentes após as crises dos anos 1990, de constituir um “colchão de segurança” em moeda estrangeira para fazer face à volatilidade dos fluxos de capitais. (PRATES e FARHI, 2009, p.9)

Porém, em 2007, segundo as mesmas autoras, há uma mudança importante no perfil do balanço de pagamentos. Enquanto que em 2005 e 2006 o hiato financeiro<sup>2</sup> gerado pelo setor privado baseou-se nas duas principais contas do balanço de pagamentos (transações correntes e conta financeira) de forma conjunta, em 2007 o saldo da conta transações correntes foi praticamente zero, caracterizando, assim, um *boom* de fluxos de capitais

<sup>2</sup> Corresponde à soma do saldo de transações correntes e da conta financeira, que deve equivaler necessariamente à soma das intervenções do BCB com a variação dos ativos dos bancos no exterior.

ingressantes no país, através do aumento explosivo da conta financeira. Conforme apurado por Prates e Farhi (2009), o hiato financeiro, ou seja, a soma das intervenções do Banco Central com a variação dos ativos dos bancos no exterior saltou de US\$ 10.4 bilhões em 2004 para US\$ 103,3 bilhões em 2007 (ano em que a variação dos ativos dos bancos foi de apenas US\$10 bilhões).

A mudança no perfil acima, para as autoras, estaria associada à evolução favorável do risco-país frente a outras economias emergentes em conjunto com a elevada taxa SELIC, garantindo diferenciais de juros. A possibilidade de ganhos de arbitragem e especulação, em um contexto de forte queda do risco-país (ou dos *spreads* dos *credit default swaps* – CDS) e redução gradual e lenta da taxa de juros doméstica (e manutenção de elevado diferencial de juros) possibilitou, associada a grande liquidez do mercado de derivativos brasileiro e a eminência e posterior concessão de “grau de investimento” pelas agências de classificação de risco internacionais, o contínuo fluxo de capitais para o país. Apesar de uma rápida interrupção destes fluxos, durante o último trimestre de 2008 em razão da crise financeira internacional, o saldo da conta financeira permanece crescente (BCB). Além disso, as intervenções do Banco Central nos mercados cambiais à vista e futuros permanecem constantes, como pode se constatar no crescente acúmulo de reservas (gráfico 9).

### 3.4 Considerações finais do capítulo

Neste capítulo, procurou-se realizar a descrição da política cambial adotada pelas autoridades monetárias do Brasil, desde a implantação do Plano Real até 2010. Destaca-se a permanente preocupação do governo com a inflação, motivo pelo qual se justifica o esforço político, financeiro e social do Plano Real. Mas, além disso, é possível perceber a constante submissão da política cambial aos objetivos da política monetária, qual seja, de manter os preços sob controle, principalmente após a adoção do tripé câmbio flutuante, metas de inflação e superávit primário.

O cenário econômico da década que iniciou em 2001 é claramente favorável ao país porque, a despeito da valorização da moeda local, prejudicial para a balança comercial, verificou-se a elevação dos preços internacionais das *commodities*, o que, por um lado, “resolve” a questão das contas externas, mas, por outro, pode favorecer o aparecimento da doença holandesa.



Outra questão que pode ser levantada, baseando-se no recente histórico de crises internacionais e seus efeitos no câmbio, é a liberalização dos fluxos de capitais internacionais na economia brasileira, e seus possíveis efeitos sobre uma economia emergente, como a brasileira.

#### **4. DEBATE ATUAL A RESPEITO DO CÂMBIO NO BRASIL.**

O objetivo deste capítulo é realizar uma descrição do atual debate em relação ao câmbio. Primeiramente, serão apresentadas as causas para a tendência de sobrevalorização da taxa de câmbio em países em desenvolvimento, como o Brasil. Passa-se, na segunda seção, a uma análise da estratégia de crescimento com poupança externa, seus reflexos sobre os investimentos e o crescimento da economia. Apresenta-se, ainda, o caso da doença holandesa, suas causas e consequências no câmbio. Na quarta seção será abordada a discussão sobre controles de capitais, suas vantagens e desvantagens. Por fim, realiza-se uma breve apresentação do caso brasileiro, com a verificação da taxa de substituição de poupança interna por externa, proposta por Bresser-Pereira, e o diagnóstico sobre a ocorrência da doença holandesa no Brasil. Algumas sugestões para o Brasil crescer consistentemente são brevemente apresentadas ao final, sob a luz da teoria novo-desenvolvimentista.

##### **4.1 Apreciação do câmbio real e desequilíbrios em transações correntes**

Os fluxos de capitais exercem, segundo Paula, Oreiro e Silva (2003), um efeito sobre a taxa real de câmbio, causando reflexo sobre o saldo em transações correntes. A intensa entrada de capitais estrangeiros pode resultar na apreciação da taxa de câmbio nominal e, por consequência, na taxa de câmbio real, em função da rigidez de curto prazo no ajuste de preços, levando a deterioração do saldo de transações correntes do país. Salienta-se que o problema ainda é mais grave nos países em desenvolvimento, pois o tamanho reduzido dos mercados de capitais desses países potencializa os efeitos sobre a valorização cambial.

Para Bresser-Pereira (2007, 2009 e 2010), a principal razão para alguns países emergentes apresentarem crescimento rápido, enquanto outros desempenham crescimento mais lento, é que os primeiros conseguem neutralizar a tendência de sobrevalorização da

taxa de câmbio. Segundo o autor, existe uma tendência cíclica e crônica que afeta os países de renda média causada, principalmente, por duas causas estruturais: a doença holandesa e a atração que altas taxas de juros e lucro exercem sobre o abundante capital internacional. Além dessas causas, são relacionadas ainda: (i) a estratégia proposta pelos países ricos, em relação aos em desenvolvimento, de crescimento com poupança externa, motivada claramente, segundo o autor (2007, p. 119), para neutralizar a vantagem decorrente da mão-de-obra barata; (ii) a utilização da taxa de juros para combater a inflação, mesmo que essa aceleração dos preços seja temporária, fazendo apreciar o câmbio; e (iii) a dificuldade de recusar uma taxa de câmbio apreciada porque ela é atrativa no curto prazo, pois os salários e lucros reais, medidos em moeda forte, são mais elevados do que seriam com taxa de câmbio competitiva, isto é, depreciada.

#### 4.1.1 Crescimento com poupança externa

A utilização de poupança externa e promoção da abertura da conta de capitais, de acordo com a ortodoxia convencional dos anos 90, passariam a ser a estratégia mais racional para os países em desenvolvimento voltassem a crescer, Segundo Bresser-Pereira (2007). Porém, quanto mais os países de renda média aceitaram essas estratégias, mais fragilizados financeiramente se tornaram, a tal ponto que foram levados à crise de balanço de pagamentos. O objetivo atribuído pelos autores dessa nova política era “ajudar” os países em desenvolvimento. Entretanto, na prática, a valorização da taxa de câmbio que essa política favorece, assim como a ideia de competição dos países de renda média pelos seus recursos, era interessante para os governos e empresas financeiras e comerciais dos países ricos.

A aceitação dessa estratégia se deu mais rapidamente em países com grande dependência, como foi o caso do Brasil e da maior parte da América Latina. Enquanto na China e Índia, países que crescem sustentadamente, os controles sobre os fluxos de capitais e sobre a taxa de câmbio foram mantidos nos anos 90, no Brasil e em outros países latino-americanos, a taxa de câmbio se manteve relativamente apreciada devido ao excessivo fluxo de capitais ingressando em suas economias, até que esse cenário provocasse as crises de balanço de pagamentos no final da década de 90. Portanto, os países em desenvolvimento que abriram suas economias para o ingresso de capitais externos perceberam a pressão que

a inundação de capitais exerce sobre o câmbio em seus pequenos mercados, e não tiveram alternativas senão criar barreiras à entrada desses fluxos ou comprar reservas.

A adesão por parte dos países e desenvolvimento ao Segundo Consenso de Washington<sup>3</sup>, na visão de Bresser-Pereira (2007, p.140), materializou um processo não deliberado, mas efetivo, de “neutralização da capacidade competitiva dos países dotados de mão-de-obra barata”. Esse processo é dividido em três estágios: (i) os déficits em conta corrente provocam um processo de substituição da poupança interna pela externa; (ii) o país torna-se endividado, fragilizado financeiramente e, por isso, depende financeiramente do exterior, motivo pelo qual faz o país se sentir compelido à prática dos credores, sem submetê-las à crítica baseada no interesse nacional; (iii) os credores decidem subitamente suspender a rolagem da dívida, em função da piora dos indicadores dívida/PIB ou dívida/exportações, fazendo com que o país perca reservas e, afinal, entre em crise.

#### 4.1.2 A utilização da taxa de juros para combater a inflação

Nos mercados financeiros atuais, a taxa de câmbio depende cada vez menos dos fluxos comerciais e cada vez mais dos fluxos de capitais. A política de crescimento com poupança externa tem o “aprofundamento de capital”, termo utilizado para justificar as elevadas taxas de juros que atrairão os fluxos de capital, como sua política complementar. Outro complemento à política de crescimento via poupança externa é a utilização da taxa de câmbio e da âncora cambial para controlar a inflação, política que ficou popular na década de 90. As consequências dessa estratégia são conhecidas (crises de balanço de pagamentos), fazendo com que fosse abandonada em favor de taxas de câmbio flutuantes. No Brasil, o êxito em desacelerar a inflação desde 2002 deve-se à forte valorização cambial experimentada pelo país, segundo Bresser-Pereira (2009). Por outro lado, quando a taxa se torna sobrevalorizada, a ameaça a sua desvalorização vem do risco dos preços saírem do controle. O autor afirma que a inflação, caso retornasse, seria temporária, pois a economia brasileira é aberta, competitiva e não indexada, ou seja, trata-se de uma bolha inflacionária. Mas o estigma da inflação alta, no Brasil, é significativo de tal forma que, ao perceberem

---

<sup>3</sup> O segundo Consenso de Washington deve ser diferenciado do primeiro, que ocorreu nos anos de 1980, quando os países latino-americanos implementaram ajustes fiscais e reformas orientadas para o mercado (Bresser-Pereira e Nakano, 2004).

elevações nos índices de preços, mesmo que temporários, a população teme o retorno das taxas de inflação do passado, o que legitima a política do Banco Central de elevar a taxa de juros mesmo na ausência de inflação excessiva, visando valorizar o câmbio e reduzir a taxa de inflação.

#### 4.1.3 Populismo cambial: a dificuldade de recusar uma taxa de câmbio apreciada.

Para Bresser-Pereira e Nakano (2004), a demanda da população pela estabilização de preços é, na América Latina, uma tentação permanente para os formuladores de políticas econômicas utilizarem o câmbio sobrevalorizado de forma populista. O “populismo cambial”, que é uma das formas de populismo econômico, é uma causa da tendência da taxa de câmbio a valorização. Para Bresser-Pereira (2009), o populismo econômico é dividido em fiscal e cambial:

(...) o populismo econômico é simplesmente gastar de maneira irresponsável mais do que se ganha. Enquanto no populismo fiscal a organização ou o aparelho do Estado gasta mais do que arrecada em receitas, incorrendo em déficits públicos crônicos e irresponsáveis, no populismo cambial é o Estado-nação ou país que gasta mais do que arrecada, incorrendo em déficits crônicos em conta corrente. (BRESSER-PEREIRA, 2009, p. 136).

A taxa de câmbio valorizada é atraente, no curto prazo, para diversos setores da economia: os ricos vêm crescer sua riqueza, medida em dólares, sempre que a moeda valoriza; a classe média vê seu poder de compra aumentar, devido ao consumo de importados; os mais pobres percebem que uma parcela da sua cesta de consumo vai se tornando mais barata; os ministros do governo têm interesse no câmbio valorizado porque isso agrada seus eleitores, e assim, não hesitam em praticar o populismo cambial; e os economistas do governo, aceitando a proposta da ortodoxia convencional de, unicamente, controlar a inflação, também tem interesse em valorizar o câmbio (Bresser-Pereira, 2009). A ortodoxia convencional critica o populismo fiscal, mas apoia o populismo cambial porque a valorização da taxa de câmbio é compatível com sua proposta de crescer com poupança externa para países em desenvolvimento.

#### 4.2 Poupança externa, insuficiência de demanda e baixo crescimento.

A estratégia de crescimento com poupança externa, segundo Bresser-Pereira e Gala (2008), implica valorização cambial, provoca a substituição de poupança interna pela externa e, desta forma, limita os investimentos voltados para as atividades exportadoras. Quando um país adota essa política estará, na verdade, administrando sua taxa de câmbio de forma a valorizá-la, já que o déficit em conta corrente que isto implica tem como consequência uma taxa de câmbio apreciada, ao contrário do que seria se esse déficit não existisse, ou seja, houvesse equilíbrio em conta corrente. Portanto, quando um país cresce com poupança externa, isto é, superávits em conta corrente, ele estará administrando sua taxa de câmbio de forma a mantê-la desvalorizada.

A tendência à apreciação cambial derivada do fluxo de poupança externa para os países em desenvolvimento, para Bresser-Pereira e Gala (2008), provoca o problema de insuficiência de demanda por exportações, que para os autores é a questão central para o lento crescimento dos países em desenvolvimento, principalmente o Brasil. A argumentação dos autores inicia nas relações de contas nacionais de um país, sem considerar o Estado:

(...) o produto é a soma de investimento com consumo e exportações menos importações; a renda bruta é o somatório de salários dos trabalhadores, ordenados da classe média profissional e lucros; e a renda nacional é a renda bruta menos os rendimentos do capital enviados para o exterior. O investimento é igual à poupança: o investimento determinando a poupança pelo lado da demanda, a poupança financiando o investimento *ex-post*. O nível de renda é determinado pelos gastos do consumo, investimentos e exportações. A poupança externa, ou seja, a poupança que um país recebe do exterior, é igual ao déficit em conta corrente, que por sua vez, corresponde aos saldos comerciais mais os rendimentos líquidos enviados ao exterior que dependem da taxa de câmbio real. Quanto mais apreciada, menores as exportações e maiores as importações e, portanto, maior o déficit em conta corrente ou poupança externa. A poupança interna é igual aos rendimentos do trabalho e do capital menos o consumo. (BRESSER-PEREIRA e GALA, 2008, p. 83)<sup>4</sup>.

A taxa de câmbio, neste modelo, só não determina a poupança externa ou o déficit em conta corrente, pois este depende da renda líquida enviada ou recebida do exterior, do nível de atividade econômica e das relações de troca do país, que no modelo são consideradas constantes. Assim, é entendido que a taxa de câmbio “de referência” é aquela que garante o equilíbrio da conta corrente, a qualquer tempo, dados o nível de termos de

---

<sup>4</sup> Para revisão formal do que é apresentado, ver Bresser-Pereira (2005).

troca e o nível de renda. Supondo constantes as reservas internacionais do país, a taxa de câmbio depende do saldo em conta corrente, ao mesmo tempo em que o determina.

A consequência fundamental que decorre deste modelo, conforme Bresser-Pereira e Gala (2008), quando um país adota a política de crescer com poupança externa é que a taxa de câmbio estará em um nível valorizado em relação ao nível em que estaria se a estratégia fosse manter próximo de zero o saldo em transações correntes. Outra consequência da taxa de câmbio sobre a economia é a sua relação com salários e lucros. Segundos os mesmos autores, quanto mais apreciada for a taxa de câmbio, mais altos serão os salários e ordenados reais, na medida em que o preço dos bens de consumo comercializáveis internacionalmente se reduz com a valorização da moeda local. Por outro lado, os lucros dos capitalistas cairão, seja porque os salários aumentam ou porque estarão investindo e exportando menos.

Desta forma, sob a ótica da renda, quando a taxa de câmbio se mantém em um nível relativamente apreciado, comparando-a ao “nível de referência”, a massa de salários e ordenados se elava a um patamar artificial, incompatível com sua produtividade, aumentando o consumo e diminuindo a poupança interna, pois a propensão ao consumo dos trabalhadores e da classe média é maior que a dos capitalistas. Portanto, “o consumo aumentará e continuará alto com a apreciação relativa da moeda, reduzindo a poupança interna” (Bresser-Pereira e Gala, 2008, p.85). Pelo lado da demanda, é observada que a valorização da moeda provoca desemprego e, portanto, insuficiência de demanda. O aumento artificial dos salários causará redução no emprego e na renda, pois o abastecimento da demanda que o aumento de salários provoca vem do exterior, via importações. Assim, a queda das exportações provocará redução nas oportunidades de investimento e nas expectativas de lucro, conseqüentemente do lucro e da poupança interna. Já pelo lado da oferta, o crescimento da massa de salários levará a queda do investimento financiado pela poupança interna, devido ao aumento do consumo e queda do lucro. Os dois movimentos, portanto, validam um ao outro, e resultam na redução dos investimentos.

Contudo, existe influxo de poupança externa e de investimentos por ela financiado. O investimento total e a taxa de investimento poderão variar conforme a taxa de substituição de poupança interna pela externa. Para Bresser-Pereira e Gala (2008):

Do lado da oferta, a variável-chave a influenciar quanto do aumento da poupança externa irá para o consumo em vez do investimento em função da apreciação do câmbio e do correspondente aumento de salários é a propensão a consumir; quanto maior for essa propensão, mais irá para o consumo e menos para o investimento. Dependerá também do diferencial entre a taxa de lucros esperada e a taxa de juros: quanto maior for esse diferencial, menos irá para o consumo da poupança externa adicional. Do lado da demanda, a variável-chave é a elasticidade das exportações a variação da taxa de câmbio e, em seguida, a elasticidade da taxa de investimento em relação às exportações, ou, mais diretamente, da variação do investimento em relação à taxa de câmbio. (BRESSER-PEREIRA e GALA, 2008, p.87).

Assim, para os autores, a taxa de substituição da poupança interna pela externa será tanto maior quanto menor for o diferencial entre a taxa esperada de lucro e a taxa de juros, ou seja, quanto menores foram as oportunidades de investimento. Desta forma, se o diferencial de juros e lucro for pequeno, não estimulará a classe média a desviar parte do seu aumento de ordenados para o investimento, nem convencerá os capitalistas a reduzir seu consumo. Portanto a entrada de poupança externa será compensada pela diminuição da poupança interna decorrente do aumento do consumo e, além disso, os lucros e seu reinvestimento serão modestos. O resultado será que os investimentos não ocorrerão apesar do influxo de poupança externa, que se transformará simplesmente em maior consumo e maior endividamento financeiro e patrimonial do país, implicando em pesados ônus de envio de rendimentos para o exterior, sem que tenha aumentado o investimento e o crescimento econômico.

### **4.3 Doença holandesa**

A doença holandesa é um fenômeno estrutural que cria obstáculos à industrialização ou provoca desindustrialização. É compatível com o equilíbrio das contas externas e pode, assim, produzir efeitos negativos indefinidamente. Bresser-Pereira (2009) a conceitua da seguinte maneira:

A doença holandesa, ou a maldição dos recursos naturais, é a crônica sobrevalorização da taxa de câmbio de um país causada pela exploração de recursos abundantes e baratos, cuja produção comercial é compatível com a taxa de câmbio claramente mais apreciada que a taxa média de câmbio que torna economicamente viáveis os setores de bens comercializáveis que usam tecnologia de ponta. (BRESSER-PEREIRA, 2009, P. 142).

Oreiro e Feijó (2010) entendem que a participação do emprego e do valor adicionado da indústria pode ser afetada pela doença holandesa.



A abundância de recursos naturais pode induzir a uma redução da participação da indústria no emprego e no valor adicionado por intermédio da apreciação cambial, a qual resulta em perda de competitividade da indústria e déficit comercial crescente da mesma. Em outras palavras, a desindustrialização causada pela “doença holandesa” está associada a déficits comerciais crescentes da indústria e superávits comerciais (crescentes) no setor não industrial. (OREIRO e FEIJÓ, 2010, p. 223).

Argumentam, ainda, que a desindustrialização causada pela doença holandesa é também chamada de “desindustrialização precoce”, em alusão à redução da participação da produção industrial nos países desenvolvidos, que teria ocorrido em um estágio mais “maduro” de suas estruturas industriais.

A doença holandesa tem origem em meio a abundância, surgindo na maioria dos países quando este ainda é pobre, possuindo instituições fracas, parecendo-lhes pura sorte e solução de seus problemas. Porém, à medida que o tempo passa, o país percebe que se encontra dentro de uma armadilha: ao invés dos recursos naturais provocarem crescimento, acaba sobrevalorizando sua moeda local, que então se transforma em um grande obstáculo ao crescimento. Quando a descoberta de recursos naturais abundantes ocorre em países ricos, estes tendo mais recursos para enfrentar o problema, conseguem neutralizá-lo.

Esse fenômeno é, contudo, uma falha de mercado, pois o setor que produz bens intensivos em recursos naturais gera uma “externalidade negativa” nos outros setores da economia, impedindo de se desenvolverem. Além disso, implica na existência de uma diferença entre a taxa de câmbio que equilibra a conta corrente (taxa de mercado) e a taxa de câmbio que permite a viabilidade de setores econômicos eficientes e tecnologicamente sofisticados (Bresser-Pereira, 2009).

Em um país com doença holandesa, a taxa de câmbio de equilíbrio corrente será mais apreciada que a taxa de câmbio de equilíbrio industrial, ou seja, mais valorizada que a taxa necessária para criar demanda interna para bens comercializáveis com maior valor agregado, e equilibra a conta corrente graças à exportação de bens que utilizam os recursos naturais abundantes e baratos. É essencial, segundo Bresser-Pereira (2007), que exista um diferencial de custo em relação ao preço internacional que torna a exportação desse bem lucrativa, mesmo a uma taxa de câmbio mais valorizada do que a necessária para o restante da economia. O baixo custo desse bem determina marginalmente a taxa de câmbio, que é “aparentemente de equilíbrio porque garante o equilíbrio da conta corrente no longo prazo, mas que na verdade é apreciada em relação à verdadeira taxa de câmbio de equilíbrio”

(BRESSER-PEREIRA, 2007, p.121). É ressaltado ainda pelo autor que a doença holandesa pode ter origem em países com mão-de-obra barata, pois, embora não envolva recursos naturais, o trabalho barato tem o mesmo efeito de possuir um custo marginal compatível com uma taxa de câmbio sobrevalorizada, em alguns casos.

Para o enfrentamento da doença holandesa, Bresser-Pereira (2010) conclui que:

A neutralização da doença holandesa deve ser feita através de um imposto sobre as vendas internas e a exportação de *commodities*, que variará de *commodity* para *commodity*, de forma a ser proporcional à diferença entre a taxa de câmbio de equilíbrio corrente e a taxa de câmbio de equilíbrio industrial, que é necessária para que empresas industriais utilizando tecnologia no estado da arte sejam competitivas. (BRESSER-PEREIRA, 2010, P. 149).

Os recursos dos impostos criados para neutralizar a doença holandesa não devem ser internalizados (a não ser quando usados para estabilização dos preços as *commodities* sobre as quais incidir), mas devem ser investidos em um fundo financeiro internacional, para que a entrada dos recursos não provoque a reapreciação da moeda local. (BRESSER-PEREIRA, 2010, P. 150).

É o que fez a Noruega, por exemplo, que criou um fundo de investimento internacional com as receitas do petróleo, de modo que os recursos não pressionam a taxa de câmbio, transformando-as em reservas internacionais. A Argentina, depois da crise de 2001, também tarifou a exportação de carne, soja e trigo, e assim conseguiu manter sua taxa de câmbio em nível competitivo, compatível com elevadas taxas de crescimento.

#### **4.4 Controles de capital**

A expressão controles de capital engloba, segundo Carvalho e Sicsú (2006, p.4), “todo e qualquer instrumento de intervenção no livre movimento de capitais através das fronteiras nacionais” estando incluídas formas de intervenção por meio de imposições de depósitos compulsórios sobre a entrada de capitais, impostos sobre entrada ou saída de capitais e a imposição de restrições de qualquer natureza quantitativa sobre fluxos de capitais.

O debate sobre a implantação de controles de capitais no Brasil, de acordo com Paula, Oreiro e Silva (2003), tem sido realizado sob óticas ideológico-econômica ou exclusivamente técnicas. Ainda segundo os mesmos autores, a discussão não parece levar em consideração as experiências relativamente bem sucedidas recentes em países como Chile e Malásia.

Entre os argumentos em favor da liberalização dos fluxos de capitais, é possível destacar a tese que aponta os ganhos da liberalização dos fluxos de capital ter mesma

natureza que os ganhos da liberalização comercial. Desta forma, obstáculos à livre movimentação de capitais distorcem a alocação dos recursos fazendo com que os capitais, principalmente em economias em desenvolvimento, sejam mal utilizados. Outra linha de pensamento contrária ao controle de capital questiona a eficácia dessa ferramenta alegando que são inócuos, implicando desperdício de energia e recursos em atividades que não obterão sucesso.

#### 4.4.1 Informação assimétrica

Por outro lado, há pelo menos duas linhas críticas que pode ser realizadas à tese da liberalização. A validade da hipótese da eficiência dos mercados só poderia ser estabelecida na presença de um conjunto exigente de pressupostos, que permitiria determinar a existência de equilíbrios competitivos (equilíbrio geral) e, além disso, alguns pressupostos adicionais, que garantem a convergência para esse equilíbrio. Carvalho e Sicsú (2006) apontam a assimetria na distribuição de informações como obstáculo à existência destes equilíbrios, exceto se as expectativas forem racionais, não apenas como instrumento analítico, mas como empiricamente válidas. Assim, a incompletude dos mercados levará a previsões incorretas de preços futuros e a decisões ineficientes. A assimetria e informações, segundo os autores, também reduz a eficiência do sistema de preços na obtenção da alocação ótima dos recursos, dando origem à fenômenos de risco moral (*moral hazard*) e seleção adversa.

Essa corrente também agrega um aspecto importante no que se refere ao movimento de capitais, que é a identificação de um tipo particular de externalidade que pode reduzir a eficácia da livre operação dos mercados. Quando, por exemplo, há entradas ou saídas excessivas de capitais, a moeda doméstica tende a apresentar certa volatilidade, provocando alterações nas relações comerciais de empresas domésticas, mesmo para aquelas que não foram afetadas diretamente pelo fluxo de capital, podendo diminuir a competitividade das mesmas, ou até mesmo impactando na solvência de empresas que tomaram empréstimos no exterior, independente das suas condições de operação no mercado interno.

#### 4.4.2 Incerteza

A outra corrente de pensamento crítica à liberalização dos movimentos de capitais leva em consideração a incerteza que cerca as decisões dos agentes em uma economia de mercado. Inspirada em Keynes, essa abordagem entende que o futuro é incerto e desconhecido porque é construído pela decisão livre dos agentes e suas ações são orientadas por expectativas que apenas em parte são influenciadas por dados objetivos, sendo também considerados os estados de confiança e *animal spirits*. Assim, as economias não convergem necessariamente para uma posição de equilíbrio de mercado, sendo a intervenção extramercado fundamental para criar condições propícias para o desenvolvimento de um ambiente favorável à tomada de decisões (Ferrari, 2008). Em mercados financeiros, segundo Carvalho e Sicsú (2006), as incertezas são ainda mais importantes, pois, ao se negociar ativos, “negociam-se na verdade recompensas futuras, a serem usufruídas sob condições que também se revelarão no futuro” (Carvalho e Sicsú, 2006, p.15).

Sob esta ótica, mercados podem não ser eficientes, dado a precariedade do conhecimento sobre o futuro, abrindo espaço para a influência de variáveis subjetivas, como o estado de confiança, e para comportamentos, em outras circunstâncias, tidos como irracionais. Para serem eficientes, os mercados devem estar apoiados em regras e instituições que promovam a coordenação e canalizem as expectativas, limitando sua dispersão. A utilização de controle sobre os fluxos de capitais podem, assim, promover a eficiência ao restringir qualquer mudança súbita na demanda por liquidez que afetasse a economia real. Controles de capital foram propostos por Keynes para dar a um país autonomia para adotar as políticas monetárias (especificamente políticas expansionistas no sistema de câmbio fixo-ajustável de Bretton Woods) e, também, evitar os desequilíbrios causados pelo excesso de entrada de capitais, ou seja, isolar a economia de choques externos.

#### 4.4.3 Perda da autonomia na condução de política monetária e o aumento da fragilidade externa

Fica evidente, neste ponto, a contraposição entre as duas posições a respeito do controle de capitais. A liberalização faz com que o país perca a autonomia na condução de políticas monetárias de interesse doméstico. Sob câmbio fixo, especificamente no regime de *currency board*, como apontam Paula, Oreiro e Silva (2003), não há espaço para políticas monetárias autônomas, já que a emissão de moeda deve ser 100% coberta pelas reservas internacionais. Fica impossibilitada, assim, a utilização da política monetária para combater os efeitos dos choques exógenos sobre a economia doméstica. Os fluxos de capitais podem, ainda, acarretar problemas relacionados à sua esterilização, resultando em custos fiscais elevados. A incompatibilidade dos movimentos de capitais com sistemas de câmbio fixo é conhecida na literatura contemporânea, de acordo com as várias “gerações” de modelos de crises cambiais.

Da mesma forma, em economias sob regime cambial flutuante, a excessiva volatilidade na taxa de câmbio impõe sérias dificuldades à gestão macroeconômica, como no controle da inflação, por exemplo. A variação cambial é um elemento que aumenta a incerteza dos tomadores de decisão, sendo o câmbio um preço básico balizador das expectativas dos empresários, podendo provocar efeitos negativos sobre o nível de investimento de uma economia. Assim, “o livre movimento de capitais, mesmo que eventualmente revertido em função de variações na taxa de câmbio, gera, como subproduto do próprio processo de ajuste, desequilíbrios potencialmente significativos” (Carvalho e Sicsú, 2006, p. 21). O regime cambial flutuante, portanto, tem seu papel como substituto de controles de capital é extremamente limitado, segundo Carvalho e Sicsú (2006), sendo difícil, na visão dos autores, ver como um sistema flutuante sobreviver na ausência de controles de capital.

## 4.5 Efeitos da apreciação cambial no Brasil e possíveis alternativas

### 4.5.1 Taxa de substituição de poupança interna pela externa no Brasil

O aumento da confiança dos investidores e especuladores externos, a partir do Plano Real, combinado com o aumento das taxas de juros e a definição da estratégia de crescimento com poupança externa, causou a apreciação do real a partir de 1994. O resultado foi a crise financeira, ou a crise de balanço de pagamentos, em 1998-1999, decorrente da alta apreciação do real e da elevação da dívida externa, segundo Bresser-Pereira (2007). A flutuação do câmbio e a depreciação do real em 1999, combinadas com a elevação da demanda e dos preços das *commodities* exportadas, resultaram em grande aumento das exportações brasileiras. A nova depreciação do real em 2002 contribuiu para a explosão das exportações, que entre os anos de 2000 e 2005 dobraram (segundo Bresser-Pereira, 2007, p.150) e de 2005 até os dados mais atuais, de outubro de 2011, dobraram novamente (Ipeadata).

Portanto, a apreciação do real, que vem ocorrendo desde 2002, confirma a tendência à valorização da taxa de câmbio, interrompida nos casos de ocorrência de crises. Bresser-Pereira e Gala (2009) calcularam a taxa de substituição da poupança interna pela externa, para os períodos 1994-1999, quando o déficit em conta corrente aumentou fortemente, e 1999-2006, quando ocorreu o movimento inverso no déficit em conta corrente. Os déficits em transações correntes são considerados como poupança externa, para efeito de cálculo, conforme tabela 4.

**Tabela 4: Taxa de substituição da poupança interna pela poupança externa (1994-1999) e da poupança externa pela interna (1999-2006).**

	Poupança Externa, $S_x$ (% PIB)	Poupança Interna, $S_i$ (% PIB)	Taxa de Investimento (% PIB)	Período	Poupança Externa $\Delta S_x$	Poupança Interna $\Delta S_i$	Taxa de Substituição $\Delta S_i/\Delta S_x$ (%)
1994	0,44	19,83	21,27				
1999	4,73	14,17	19,2	1994-1999	4,29	-5,66	131,9
2006	-2,86	19,36	16,5	1999-2006	-7,59	5,19	68,4

Fonte: Ipeadata *apud* Bresser-Pereira e Gala (2009, p.188) <sup>5</sup>.

<sup>5</sup> A taxa de substituição da poupança interna pela externa é um conceito dos autores, explicada na obra citada.

Como pode ser visto na tabela acima, no período compreendido entre 1994 e 1999 houve um intenso aumento de poupança externa (4,29%) e, apesar disso, a taxa de investimento decresceu para 19,2% do PIB. Por outro lado, os déficits em transações correntes foram financiados por empréstimos e, principalmente, por investimentos diretos. Mesmo assim, a taxa de investimento não se elevou devido, segundo os autores, as remessas de renda líquida ao exterior.

A partir da desvalorização que passou o real em 1999, inicia-se o processo inverso, pois o déficit em transações correntes (e, portanto, a poupança externa) passa de 4,76% do PIB para um superávit de 2,86% do PIB em 2006. Há, portanto um ajuste externo (variação da poupança externa) de 7,6% do PIB. Apesar do declínio da taxa de investimento para 16,5% do PIB, Bresser-Pereira e Gala (2009) argumentam que a taxa de substituição da poupança externa pela poupança interna foi de 68,4%, decorrente da redução do consumo e dos salários, aumentando a poupança interna pelo lado da oferta, bem como a elevação das exportações, pelo lado da demanda, levando a um aumento da poupança interna.

Para os períodos apresentados, a conclusão dos autores é de que a poupança externa transformou-se em maior consumo e maior endividamento financeiro ou patrimonial, ao invés de elevar o grau de investimento, conforme pressupõe o pensamento econômico convencional, de que os países ricos devem transferir seus recursos aos países em desenvolvimento.

Destaca-se, ainda, a análise empírica executada por Gala, Araújo e Bresser-Pereira (2011), indicando que a poupança externa, efetivamente, tem um grau de deslocamento sobre a poupança interna, ou seja, que a taxa de substituição da poupança interna pela externa tende a ser elevada. Concluem, também, que uma taxa de câmbio competitiva pode elevar a taxa de crescimento econômico pelo impacto positivo que exerce sobre a taxa de poupança doméstica.

#### 4.5.2 Doença holandesa no Brasil

A economia brasileira tende a ser afetada pela doença holandesa porque possui vantagens comparativas na produção de diversas *commodities*. A partir da década de 90, o Brasil deixou de neutralizar essa falha de mercado que executava até então, com controles tarifários, alfandegários e cambiais. O crescimento da demanda e dos preços relativos das

*commodities* nos últimos anos, em conjunto com o elevado diferencial entre a taxa de juros interna e a externa, contribuiu para valorizar a taxa de câmbio e agravar os impactos da doença holandesa no Brasil.

Existem sinais claros, segundo Bresser-Pereira e Marconi (2008), de que esse fenômeno exerce efeitos sobre a economia brasileira. O principal impacto seria no deslocamento dos fatores de produção para atividades produtoras de *commodities*, o que pode implicar em um processo de desindustrialização. Entre os sintomas apresentados de que a economia brasileira estaria sofrendo de doença holandesa, os autores relacionam: (i) apreciação da taxa de câmbio em função do aumento das exportações, movimento este mais intenso no grupo de *commodities* analisados (crescimento de 188%, entre 2002 e 2007), quando comparados com os bens manufaturados (140% para o mesmo período); (ii) a balança comercial dos produtos que geram doença holandesa, ou seja, as *commodities* evoluem positivamente, enquanto os manufaturados sofreram uma retração no mesmo período; (iii) a vinculação da balança comercial de *commodities* com a taxa de câmbio é desassociada, ao contrário da balança comercial dos bens manufaturados, fortemente vinculada à taxa de câmbio, indicando a dependência desse setor com estímulos cambiais para apresentar resultados positivos; (iv) os preços e as quantidades exportadas de *commodities* cresceram mais que os manufaturados; (v) houve um aumento da participação das *commodities* na participação do valor adicionado total; (vi) houve uma substancial redução na participação dos manufaturados comercializáveis no valor agregado total de bens comercializáveis, ainda que não tenha havido uma redução no valor adicionado total.

Xavier e Verissimo (2011) investigam as relações entre taxa de câmbio real, exportações de *commodities* e crescimento da economia brasileira no período 1999-2010 e concluem que existem evidências favoráveis à hipótese de doença holandesa no Brasil. Para os autores, o padrão de especialização da pauta de exportação brasileira, bem como os preços das *commodities*, também são relevantes para explicar o baixo crescimento brasileiro no período recente, conforme prevê Bresser-Pereira (2007, 2009 e 2010).

#### 4.5.3 Desenvolvimento com poupança interna e neutralização da doença holandesa.

Para Bresser-Pereira, é possível que países em desenvolvimento, de renda média, portanto, almejem o crescimento sem, entretanto, utilizar recursos de poupança externa. Segundo o autor, ficou claro que os recursos de capitais externos são contraproducentes,



exceto se o país esteja experimentando taxas elevadas de crescimento econômico. Está claro, também, que o Brasil tem grande potencial para ampliar sua poupança quando estratégias nacionais de desenvolvimento criam novas oportunidades de investimento para os empresários. Para retornar a crescer seria necessário, então, o aumento da taxa de investimento dos atuais 18% para 25% do PIB.

Como exemplo dessa afirmação, o autor cita os países asiáticos, em especial duas grandes economias, China e Índia:

Já os países asiáticos, inclusive dois grandes países como China e Índia, que recusaram a política de crescimento com poupança externa, que não se sujeitaram à abertura financeira (ou o descontrole da conta de capitais), e que mantiveram sua taxa de câmbio sob controle, alcançaram taxas de poupança interna elevadas e cresceram extraordinariamente sem se endividar; pelo contrário, cresceram com despoupança externa, na medida que realizavam superávits em conta corrente. Continuaram, sem dúvida, a receber os investimentos diretos das empresas multinacionais, mas não para financiar os déficits em conta corrente (ou seja, como poupança externa), mas para aumentar reservas ou investimentos deles próprios em outros países desenvolvidos ou em desenvolvimento. Desta forma, não cederam a troco de nada seu mercado às empresas multinacionais, mas compensaram por cessão equivalente nos demais países. (BRESSER-PEREIRA, 2007, p.165)

Se o objetivo da estratégia nacional deve ser crescer com poupança interna, como deverá ser a política adotada para o sucesso dessa proposta? Conforme conclui Bresser-Pereira (2009), os países que adotam o novo-desenvolvimentismo crescem com poupança interna, pois sua política econômica é baseada no seguinte tripé: política fiscal rígida, taxa de juros moderadas e taxas de câmbio competitivas. Portanto, além de rejeitar a política de crescimento com poupança externa, é preciso neutralizar a doença holandesa para poder ter uma taxa de câmbio competitiva.

A doença holandesa pressiona a taxa de câmbio, de forma a valorizá-la, até que ela desça ao nível que equilibra as transações correntes. Assim, a estratégia sugerida é aquela já utilizada em outros países, como Noruega e Argentina, que é a de tarifar as exportações das *commodities* causadoras dessa falha de mercado, de forma que este imposto deve ser proporcional à diferença entre a taxa de câmbio de equilíbrio corrente e a taxa de câmbio de equilíbrio industrial, ou seja, aquela taxa de câmbio que é necessária para tornar competitivas as empresas industriais que utilizem tecnologia de ponta.

Outra causa estrutural para a tendência de sobrevalorização da taxa de câmbio é o efeito que o diferencial de juros exerce sobre os movimentos de capitais internacionais. Assim, evidentemente, a estratégia a ser utilizada é a da redução da taxa de juros interna. A

execução, entretanto, não é tão simples assim. O estigma brasileiro da alta inflação experimentada no passado faz com que a classe política tenha medo de baixar a taxa de juros. É percebido, entretanto, que a discussão econômica sobre a taxa de juros no Brasil permitiu o enfraquecimento do poder de coalizão do segmento político favorável às altas taxas de juros. Desta forma, ganha força o pensamento de que “há uma alternativa de política econômica mais de acordo com os interesses nacionais, e que, ao contrário do que insistia afirmar a ortodoxia convencional, nada tem de populista” (Bresser-Pereira, 2010, p.142).

Adicionalmente, uma medida que pode favorecer a estratégia evitar a apreciação cambial é a adoção do controle de capitais. As experiências da China e da Índia nesse contexto mostram como é acertado estabelecer um gerenciamento adequado da conta de capital e adotar políticas visando à redução da vulnerabilidade externa de seus países (Ferrari e Paula, 2006). O Brasil tem adotado uma administração cambial menos intervencionista, conjugado com uma conta de capital aberta aos fluxos internacionais, o que torna a taxa de câmbio bastante volátil, dificultando a criação de um ambiente de estabilidade para o crescimento econômico.

Assim, pode-se concluir que o crescimento de economias médias, como a do Brasil, pode retornar aos elevados níveis observados até os anos 70. Para tal, será preciso que as estratégias de políticas econômicas se desvinculem daquelas sugeridas pela ortodoxia convencional internacional. A maior dificuldade, entretanto, pode ser a falta de vontade política de tomar atitudes impopulares a alguns segmentos importantes da sociedade. O planejamento econômico no Brasil parece ser invariavelmente baseado no próximo período eleitoral e, assim, ter um horizonte de quatro anos, o que faz com que ações impopulares, mas necessárias, esbarrem nos seus reflexos sobre as frequentes pesquisas de popularidade dos líderes políticos.

## 5. CONCLUSÃO

Neste trabalho se pretendeu realizar uma apresentação das políticas cambiais adotadas pelo Brasil desde a implantação do Plano Real, em 1994. Está claro, desde sua concepção, que o sucesso do Plano Real em controlar uma das maiores mazelas da economia brasileira até então, a inflação, teve como ponto central a administração da taxa de câmbio em um patamar artificialmente valorizado.

Esta valorização cambial e seus efeitos na balança de pagamentos, entretanto, causaram, assim com em outras economias emergentes, uma severa crise cambial, desencadeada por ataques especulativos contra a paridade da moeda, forçando a desvalorização abrupta do Real e a mudança do regime cambial. Os efeitos de contágio das crises cambiais do México em 1994, da Ásia em 1997 e da Rússia em 1998, além das condições impostas pelo acordo com o FMI naquele período permitiu que um ataque especulativo auto-realizável obtivesse êxito na desvalorização cambial experimentada na economia brasileira no início de 1999, já que o governo perdia reservas cambiais à medida que os desequilíbrios fiscais e de transações correntes se aprofundavam.

A troca de âncora cambial pela âncora monetária, e a adoção do tripé câmbio fluante, metas de inflação e superávit primário, visando à manutenção do controle de preços, obteve relativo sucesso, às custas, porém, do crescimento econômico do período. Segundo dados do IBGE, o desempenho do PIB brasileiro no segundo mandato de Fernando Henrique Cardoso (de 1999 a 2002) foi de 2,2% médios ao ano, um pouco abaixo dos 2,5% médios do primeiro período (1995 a 1998). Além do baixo crescimento, o aumento da carga tributária e as elevadas taxas de juros praticadas no período reforçam a percepção do elevado custo que a manutenção dos índices de preços gerou para a sociedade brasileira.

A partir da segunda desvalorização súbita do real, em 2002, derivada da desconfiança da eminente troca de poder no Brasil, conjuntamente com diversos fatores externos à economia brasileira, e do cenário externo favorável, com o retorno do crescimento das

economias ao redor do mundo, a crescente liquidez nos mercados e o aumento dos preços das *commodities*, o Brasil passa a apresentar superávits crescentes na balança comercial.

A taxa de câmbio volta a valorizar-se, desta vez motivada, entre outros fatores, aos superávits comerciais e a abundante entrada de fluxos de capitais destinados a aproveitar os diferenciais de juros proporcionados pelas taxas brasileiras. O governo, que por um breve momento permitiu a flutuação do câmbio, passa a interferir no mercado, comprando divisas e aumentando suas reservas cambiais, visando reduzir os efeitos da valorização cambial.

Porém, a despeito do cenário favorável ao Brasil, é mantida a política de crescimento com poupança externa, ou seja, com déficits em transações correntes. Apesar do breve intervalo de tempo em que apresentou superávits, a conta corrente brasileira voltou a apresentar déficits crescentes nos últimos anos.

Além disso, a tendência à valorização cambial que essa política repercute, associada aos efeitos da doença holandesa, agrava dificuldade da indústria local competir pelos mercados mundiais de bens de alto valor agregado. Esse efeito pode ser ainda mais grave, na medida em que a indústria começa a perder relevância na economia brasileira, em um processo de desindustrialização precoce. É preciso uma mudança de atitude por parte dos formuladores de política econômica do Brasil, a fim de reverter esse cenário. Uma estratégia possível é aquela apresentada por Bresser-Pereira, onde a neutralização da doença holandesa, baseada na tarifação de *commodities* exportadas com rendas ricardianas, causadoras da doença holandesa, de forma proporcional à diferença entre a taxa de câmbio de equilíbrio corrente e a taxa de câmbio de equilíbrio industrial, associada à redução das taxas de juros (e a redução, por consequência, dos fluxos de capitais), permitirá a desvalorização cambial.

Desta forma, a redução das taxas de juros e a desvalorização do câmbio a um patamar que permita o ingresso da indústria brasileira à competição internacional, permitirá a elevação da taxa de investimento brasileira, desencadeando um crescimento consistentemente maior da economia brasileira, a exemplo do que ocorre com alguns de seus pares no BRIC, como China e Índia.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ALDRIGHI, D. M.; CARDOSO, A. D., Crises cambiais e financeiras: uma comparação entre América Latina e Leste Asiático. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 18, n. 1 (35), p. 61, abr. 2009. Disponível em <http://www.scielo.br/pdf/ecos/v18n1/03.pdf> . Acesso em: 23 set. 2011.

ALMEIDA, C. O.; BACHA, C. J. C. Evolução da política cambial e da taxa de câmbio no Brasil, 1961-97. **Revista Pesquisa & Debate**. São Paulo, v. 10, n.2, p. 5, 1999. Disponível em [www.pucsp.br/pos/ecopol/downloads/edicoes/\(16\)clovis\\_almeida.pdf](http://www.pucsp.br/pos/ecopol/downloads/edicoes/(16)clovis_almeida.pdf). Acesso em: 05 out. 2011.

AVERBUG, A. e GIMBIAGI, F. A crise brasileira de 1998/1999 – origens e consequências. **Textos para discussão – BNDES**. Rio de Janeiro, BNDES, n.77, maio de 2000. Disponível em [http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes\\_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/Td/Td-77.pdf](http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/Td/Td-77.pdf). Acesso em: 23 set. 2011.

BACHA, E. L. O fisco e a inflação: uma interpretação do caso brasileiro. **Revista de Economia Política**. Rio de Janeiro, v. 14, n. 1, p. 5, 1994. Disponível em <http://www.rep.org.br/pdf/53-1.pdf>. Acesso em: 2 out. 2011.

BAUNMANN, R.; CANUTO, O.; GONÇALVES, R. **Economia Internacional: Teoria e Experiência Brasileira**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2004.

BCB. **Banco Central do Brasil**. Economia e Finanças. Séries Temporais. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br>. Acesso em: 10 out. 2011.

BELLUZZO, L. G. M.; ALMEIDA, J. S. G. **Depois da Queda: a economia brasileira da crise da dívida aos impasses do Real**. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2002.

BRESSER-PEREIRA L. C. A tendência à sobreapreciação da taxa de câmbio no Brasil. In: BRESSER-PEREIRA L. C. (org.) **Crise Global e o Brasil**. Rio de Janeiro: Editora FGV, 2010. Disponível em [http://www.bresserpereira.org.br/Papers/2010/2010\\_A\\_tendencia\\_sobreapreciacao\\_taxa\\_cambio\\_Brasil.pdf](http://www.bresserpereira.org.br/Papers/2010/2010_A_tendencia_sobreapreciacao_taxa_cambio_Brasil.pdf). Acesso em: 20 out. 2011.

BRESSER-PEREIRA, L. C. A descoberta da inflação inercial. **Revista de Economia Contemporânea**, Rio de Janeiro, v. 14, n. 1, p.167, 2010. Disponível em <http://www.scielo.br/pdf/rec/v14n1/a08v14n1.pdf>. Acesso em: 10 set. 2011.

BRESSER-PEREIRA, L. C. A maldição dos recursos naturais. **Folha de São Paulo**. Publicado em 06/06/2005. Disponível em [http://www.bresserpereira.org.br/Articles/2005/05.06.06.Maldicao dos recursos naturais.pdf](http://www.bresserpereira.org.br/Articles/2005/05.06.06.Maldicao%20dos%20recursos%20naturais.pdf). Acesso em: 06 nov. 2011.

BRESSER-PEREIRA, L. C. Crítica do crescimento com poupança externa. **Textos para discussão**. Número 145. FGV-EESP, 2005. Disponível em <http://www.bresserpereira.org.br/papers/2005/05.7.CriticaCrescPoupancaWEB.pdf>. Acesso em 02: nov. 2011.

BRESSER-PEREIRA, L. C. Doença holandesa e sua neutralização: uma abordagem ricardiana. In: BRESSER-PEREIRA, L. C. (org.). **Doença holandesa e indústria**. Rio de Janeiro: Editora FGV, 2010.

BRESSER-PEREIRA, L. C.; GALA, P. Poupança externa e crescimento lento. In: BRESSER-PEREIRA, L.C. **Globalização e competição: por que alguns países emergentes têm sucesso e outros não**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

BRESSER-PEREIRA, L. C.; GALA, P. Poupança externa, insuficiência de demanda e baixo crescimento. In: SICSÚ, J. e VIDOTTO, C. (orgs.) **Economia do desenvolvimento: teoria e políticas keynesianas**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008.

BRESSER-PEREIRA, L. C.; MARCONI N. Existe doença holandesa no Brasil? In: BRESSER-PEREIRA, L.C. (org.). **Doença holandesa e indústria**. Rio de Janeiro: Editora FGV, 2010.

BRESSER-PEREIRA, L. C.; NAKANO, Y. Crescimento econômico com poupança externa. In FERRARI Filho, F. e PAULA, L.F. de (orgs.). **Globalização financeira: ensaios de macroeconomia aberta**. Petrópolis: Vozes, 2004.

BRESSER-PEREIRA, L. C. **Globalização e competição: por que alguns países emergentes têm sucesso e outros não**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

BRESSER-PEREIRA, L. C. **Macroeconomia da estagnação: crítica da ortodoxia convencional no Brasil pós-1994**. São Paulo: Editora 34, 2007.

CANUTO, O.; LIMA, G. T. Crises bancárias, redes de segurança financeira e *currency boards* em economias emergentes. **Revista de Economia do Nordeste**. Vol. 30, n. especial, p. 896, dezembro 1999. Disponível em [http://www.bnb.gov.br/content/aplicacao/ETENE/Anais/docs/ren1999\\_v30\\_ne\\_a30.pdf](http://www.bnb.gov.br/content/aplicacao/ETENE/Anais/docs/ren1999_v30_ne_a30.pdf). Acesso em: 29 set. 2011.

CARNEIRO, R. (org.) **A supremacia dos mercados e a política econômica do governo Lula**. São Paulo: Ed. Unesp, 2006.

CARNEIRO, R. **Desenvolvimento em crise: a economia brasileira no ultimo quarto do século XX**. São Paulo: Editora Unesp, 2002.

CARVALHO, F. et al. **Economia Monetária e Financeira**. 2ª edição. Rio de Janeiro: Elsevier 2007.

CARVALHO, F. C.; SICSÚ, J. Controvérsias recentes sobre controles de capitais. In: SICSÚ, J.; FERRARI Filho, F. **Câmbio e Controle de Capitais: avaliando a eficiência de modelos macroeconômicos**. Rio de Janeiro, RJ. Elsevier, 2006.

CONTI, B. M. **Regimes Cambiais em Países emergentes: A Experiência Brasileira Recente (1994-2006)**. 2007. Dissertação (Mestrado em Ciências Econômicas) – Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas 2007. Disponível em: <http://www.bibliotecadigital.unicamp.br/document/?down=vtls000418182>. Acesso: em 3 jun. 2011.

CURADO, M. e CANUTO, O. Modelos de crises cambiais de “terceira geração” versus fatos estilizados na América Latina. **Economia e Sociedade**. Campinas, vol. 16, p.46, 2001. Disponível em <http://www.eco.unicamp.br/docdownload/publicacoes/instituto/revistas/economia-e-sociedade/V10-F1-S16/03-CuradoCanuto.pdf>. Acesso em: 29 de set. 2011.

DORNBUSCH, R. Expectations and exchange rate dynamics. **Journal of Political Economy**, Chicago, Vol. 84, n.6, p. 1161, 1976. Disponível em <http://ipkc.sysu.edu.cn/guojijinrong/ckwx/5/Expectation%20and%20exchange%20rate%20dynamic.pdf>. Acesso em: 15 out. 2011.

FARHI, M. O impacto dos ciclos de liquidez no Brasil: Mercados financeiros, taxa de câmbio, preços e política monetária. In: CARNEIRO, R. (org.) **A supremacia dos mercados e a política econômica do governo Lula**. São Paulo: Ed. Unesp, 2006.

FARHI, M. Dinâmica dos ataques especulativos e regime cambial. **Economia e sociedade**, Campinas, n. 17, p. 55, dez. 2001. Disponível em [http://www.iececon.net/arquivos/publicacoes\\_23\\_3514479872.pdf](http://www.iececon.net/arquivos/publicacoes_23_3514479872.pdf). Acesso em: 20 out. 2011.

FERRARI Filho, F. Câmbio administrado e controle de capitais para países emergentes: uma análise a partir de Keynes. In: SICSÚ, J. e VIDOTTO, C. (orgs.) **Economia do desenvolvimento: teorias e políticas keynesianas**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008.

FERRARI Filho, F. O legado do Plano Real: uma estabilização sem crescimento econômico? **Análise econômica**, Porto Alegre, ano 19, n. 35, p. 5, 2001. Disponível em <http://seer.ufrgs.br/AnaliseEconomica/article/view/10650/6285>. Acesso em: 05 out. 2011.

FLIGENSPAN, F. B. Uma visão global da economia brasileira durante a vigência do Plano Real: avanços, impasses e um cenário de crescimento com exclusão. **Indicadores Econômicos FEE**, Porto Alegre, v. 26, n. 1, 1998. Disponível em <http://revistas.fee.tche.br/index.php/indicadores/article/view/1219/1573>. Acesso em: 05 out. 2011.

FRANKEL, J. A. Experience of and Lessons from Exchange Rate Regimes in Emerging Economies. **NBER Working Paper**, Cambridge, n. 10032, 2003. Disponível em <http://www.nber.org/papers/w10032>. Acesso em: 17 de set. 2011.

FUNCEX. **Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior**. Publicações. Boletim Setorial. Vários Anos. Disponível em: <http://www.funcef.com.br>. Acesso em: 20 out. 2011.

GALA, P.; ARAÚJO, E.; BRESSER-PEREIRA, L. C. Poupança doméstica e externa e a taxa de câmbio. In: HOLLAND, M. e NAKANO, Y. (orgs.). **Taxa de câmbio no Brasil**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011.

GREMAUD, A. P., VASCONCELLOS, M. A. S., TONETO JR., R. **Economia Brasileira Contemporânea**. 7ª Edição. São Paulo: Atlas, 2009.



HOLLAND, M. **Taxas de câmbio e Regimes Cambiais no Brasil**. 1998. Tese (doutorado em Economia) - Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas. Campinas, 1998. Disponível em <http://www.bibliotecadigital.unicamp.br/document/?code=vtls000136463>. Acessado em: 5 jun. 2011.

IBGE. **Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística**. Indicadores. Disponível em: <http://www.ibge.gov.br>. Acesso em 20 out. 2011.

IPEADATA. **Base de Dados do Instituto de Pesquisa em Economia Aplicada (IPEA)**. Estatísticas Macroeconômicas. Disponível em: <http://www.ipeadata.gov.br>. Acesso em: out. 2011.

LANZANA, A. E. T. O Setor Externo da Economia Brasileira. In. PINHO, D. B. e VASCONCELLOS, M. A. S. et al. **Manual De Economia - Equipe De Professores Da USP**. 3ª ed. São Paulo: Saraiva, 1998.

LARA RESENDE, A. A moeda indexada: uma proposta para eliminar a inflação inercial. **Revista de Economia Política**. Rio de Janeiro, vol. 5, nº 2, p.130, 1985. Disponível em [www.rep.org.br/pdf/18-11.pdf](http://www.rep.org.br/pdf/18-11.pdf). Acesso em: 15 set. 2011.

MARÇAL, E.; PEREIRA, P. L. V.; CANUTO, O. Paridade do Poder de Compra: Testando Dados Brasileiros. **Revista Brasileira de Economia**, Rio de Janeiro, vol. 57, nº1, p.159, 2003. Disponível em <http://bibliotecadigital.fgv.br/ojs/index.php/rbe/article/view/834/602>. Acesso em: 10 set. 2011.

MATOS, G. B. B. P.; RESENDE, M. F. C. Determinantes da taxa de câmbio real no Brasil: 1971-2002. In: **Encontro Nacional De Economia**, 33. Anais. Natal, 2005. Disponível em <http://www.anpec.org.br/encontro2005/artigos/A05A069.pdf>. Acesso em: 20 de set. 2011.

MODIANO, E. A ópera dos três cruzados: 1985-1989. IN: Abreu, M.P. (Org.). **A ordem do progresso: cem anos de política econômica republicana – 1889-1989**. Rio de Janeiro: Campus, 1990.

OBSTFELD, M. Models of currency crises with self-fulfilling features. **European Economic Review**, n.40, p.1037, 1996. Disponível em [http://people.ucsc.edu/~hutch/241B/Ec%20241b%20SYLLABUS%20Winter%202010\\_files/obstfeld\\_modelsofcurrencycrises\\_selffulfilling\\_eer96.pdf](http://people.ucsc.edu/~hutch/241B/Ec%20241b%20SYLLABUS%20Winter%202010_files/obstfeld_modelsofcurrencycrises_selffulfilling_eer96.pdf). Acesso em: 24 de set. 2011.

PALMA, J. G. Quatro Fontes de “Desindustrialização” e um Novo Conceito de “Doença Holandesa”. **Conferência Industrialização, Desindustrialização e Desenvolvimento. FIESP e IEDI**. Agosto, 2005. Disponível em: [http://www.fiesp.com.br/download/publicacoes\\_economia/jose\\_gabriel\\_palma.pdf](http://www.fiesp.com.br/download/publicacoes_economia/jose_gabriel_palma.pdf). Acesso em: 10 out. 2011.

PAULA, L. F. de; OREIRO, J. L.; SILVA, G. J. C. da. Fluxos e controle de capitais no Brasil: avaliação e proposta de política. In: SICSÚ, J. OREIRO, J. L. e PAULA, L. F. de (orgs.). **Agenda Brasil: Políticas econômicas para o crescimento com estabilidade de preços**. Barueri: Fundação Konrad Adenauer, 2003.

PRATES, D. M. A resenha crítica: literatura convencional sobre crises financeiras nos países “emergentes”: os modelos desenvolvidos nos anos 90. **Estudos Econômicos**. São Paulo, v.35, n.2, p.359, 2005. Disponível em <http://www.scielo.br/pdf/ee/v35n2/v35n2a06.pdf>. Acesso em: 14 de set. 2011.

PRATES, D. M. **Crises financeiras nos países “emergentes”: uma interpretação heterodoxa**. 2002. Tese (Doutorado em Ciências Econômicas)- Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2002. Disponível em <http://www.bibliotecadigital.unicamp.br/document/?down=vtls000276241>. Acesso em: 15 set. 2011.

PRATES, D. M; FARHI, M. **A crise financeira internacional, o grau de investimento e a taxa de câmbio do real**. Texto para Discussão. IE/UNICAMP, Campinas, n. 164, ago. 2009. Disponível em <http://www.eco.unicamp.br/docprod/downarq.php?id=1794&tp=a>. Acesso em: 15 out.2011.

PRATES, D. M.; CUNHA, A. M.; LÉLIS, M. T. C. A gestão do regime de câmbio flutuante no Brasil. **Encontro Nacional de Economia**, 36., 2008, Salvador. Disponível em <http://www.anpec.org.br/encontro2008/artigos/200807211144430-.pdf>. Acesso em: 30 out. 2011.

RESENDE, M. F. C.; TOLENTINO, R. A. Diferenciais de produtividade e taxa de câmbio real nas economias desenvolvidas e em desenvolvimento. **Revista de Economia Contemporânea**, vol.12, n.3, p. 519, 2008. Disponível em <http://www.scielo.br/pdf/rec/v12n3/05.pdf>. Acesso em: 13 de nov. 2011.

RESENDE, M. F. C.; AMADO, A. M. Liquidez internacional e ciclo reflexo: algumas observações sobre a América Latina. **Revista de Economia Política**, Vol. 27, nº 1, p. 41, 2007. Disponível em <http://www.rep.org.br/pdf/105-3.pdf>. Acesso em: 13 de nov. 2011.

SIMONSEN, M. H., CYSNE, R. P. **MACROECONOMIA**. 4ª Edição. São Paulo: Atlas, 2009.

STRINGHINI, V. T. D. Os regimes cambiais no Brasil: **uma análise da influência das variações cambiais sobre os preços de mercado na década de 90**. 2002. Dissertação (Mestrado em Economia) – Programa de Pós-Graduação em Economia, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2002.

XAVIER, C.L. e VERÍSSIMO, M.P. Doença holandesa no Brasil: taxa de câmbio, exportações de commodities e crescimento econômico. Artigo selecionado para o **39º encontro nacional de economia/ANPEC**. Disponível em <http://anpec.org.br/encontro/2011/inscricao/arquivos/000-e9c54d555f4adb6fe05c816b5c4a97d2.pdf>. Acesso em: 05 de nov. 2011.