

## **Política cambial no Brasil: uma análise da valorização cambial e seus impactos macroeconômicos no período de 1999 a 2008**

Alexandre da Silva de Oliveira<sup>1</sup>

**Resumo:** o artigo realiza uma análise da política cambial no Brasil e analisa a valorização cambial e seus impactos macroeconômicos, com um foco no período de 1999 a 2008, com base em uma revisão das principais abordagens teóricas neoclássicas à abordagem pós-keynesiana de instabilidade financeira de Minsky. A hipótese é que a política cambial implementada desde 1999, com uma taxa de câmbio valorizada exerceu impactos sobre o desempenho macroeconômico brasileiro, afetando negativamente o crescimento do PIB, por meio de alguns de seus componentes, fundamentalmente, o consumo e investimentos e indicadores externos, focalizando os saldos da balança comercial e de transações correntes. Os dados empíricos serão tratados através da análise da evolução dos indicadores de câmbio do balanço de pagamentos do Banco Central do Brasil (BCB) e das contas nacionais brasileiras, divulgados pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). Os demais indicadores e dados serão utilizados de outras fontes primárias nacionais e internacionais.

**Palavras-Chave:** câmbio, crescimento econômico, economia brasileira.

**Summary:** This paper provides an analysis of exchange rate policy in Brazil and analyzes the valuation of exchange rate and its macroeconomic impacts, focusing the period 1999-2008, based on a review of the main theoretical framework from neoclassical to post-Keynesian of Minsky's financial instability approaches. The hypothesis is that exchange rate policy implemented since 1999 on, with an valuation of exchange rate has a impacting on the Brazilian macroeconomic performance, negatively impacting GDP growth, through its components, mainly, consumption and investments and external indicators, focusing current accounts. Empirical data will be processed through the analysis of indicators of exchange balance of payments of the Brazilian Central Bank (BCB) and the Brazilian national accounts, mainly released by the Brazilian Institute of Geography and Statistics (IBGE). Other indicators and data, will be used of other primary national and international sources.

**Key-words:** exchange rate, economic growth, Brazilian economy.

**JEL Classification:** O40, O43, E12.

---

<sup>1</sup> Bacharel em Economia e mestrando em Economia pelo Programa de Estudos Pós-Graduados em Economia Política da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo – PUC/SP.

## Introdução

Um dos elementos fundamentais da política econômica é a taxa de câmbio. Não há crescimento econômico possível sem uma taxa de câmbio competitiva. Ocorre que, em alguns países em desenvolvimento como o Brasil há efeitos de uma tendência à manutenção da taxa de câmbio em um nível relativamente valorizado. O câmbio valorizado foi, ao longo da última década e meia, utilizado como instrumento de políticas de estabilização. A volatilidade da taxa de câmbio criou o paradoxo de uma maior estabilidade de preços (= inflação baixa), mas com uma ampla instabilidade do câmbio.

Os períodos de valorização foram, invariavelmente, seguidos de *overshooting*<sup>2</sup> e grande instabilidade cambial, prejudicando não apenas as exportações, como também estimulando as importações, mas também a produção interna e os investimentos, uma vez que o câmbio é um dos principais preços da economia.

A valorização cambial inviabiliza a produção de bens com alto valor adicionado per capita, e, em consequência, há uma restrição ao crescimento da produtividade do país, que por seu turno, afeta o desempenho do PIB.

As causas principais para este fenômeno, de acordo com a bibliografia que será apresentada nas seções a seguir são: (i) "doença holandesa" ou maldição dos recursos naturais; (ii) política de crescimento com poupança externa que a ortodoxia convencional recomenda aos países em desenvolvimento e; (iii) política de juros altos, que inibem o processo de crescimento do país.

A taxa de câmbio necessária para o crescimento do país é aquela que torna competitivas as exportações de alto valor agregado local. Se uma indústria local não tem capacidade de competir com empresas estrangeiras, é sinal de que a taxa de câmbio está valorizada.

A adoção do Plano do Real, que utilizou em larga escala a política de crescimento com poupança externa foi a causa dominante e levou o país à crise de 1998; mais amplamente, porém, desde que o país abriu sua conta de capitais e perdeu controle sobre a taxa de câmbio, no início dos anos 90, a doença holandesa é a principal razão da semi-estagnação, que segundo definição de Bresser-Pereira:

---

<sup>2</sup> A medida do *overshooting* significa, por exemplo, que uma depreciação da moeda adicional acima da depreciação fundamental, ou seja, o *overshooting* é calculado como o desvio percentual da taxa de câmbio real efetiva (REER) de seu nível de equilíbrio. (Vieira e Cardoso, 2007, p. 33).

A doença holandesa é uma falha de mercado ou uma síndrome de mercado resultante da existência de recursos naturais baratos e abundantes, usados para produzir commodities cujas exportações são compatíveis com uma taxa de câmbio mais valorizada do que seria necessário para tornar competitivos os outros setores de bens comercializáveis.  
(Bresser-Pereira, 2010, p. 141).

As principais razões da doença holandesa, ou seja, de um nível valorizado e estável de taxa de câmbio de equilíbrio (que equilibra intertemporalmente a conta corrente), são as *commodities*<sup>3</sup> produzidas pelo país como, o petróleo ou então os produtos agrícolas em que o país seja diferencialmente dotado de recursos naturais. Esses produtos possuem um custo de produção reduzido, podendo conviver com uma taxa de câmbio valorizado.

Desde o aprofundamento das reformas liberalizantes dos 1990, a economia brasileira tem enfrentado dificuldades, originadas na falta de ajustamentos e calibrações de política econômica. De acordo com Lacerda:

A política cambial brasileira somente seria alterada no início de 1999, mediante a insustentabilidade do modelo, tendo em vista as novas condições do mercado internacional e o crescimento do déficit em conta corrente do balanço de pagamentos (principalmente entre 1994-98). (Lacerda, 2004, p. 70).

O petróleo e derivados geralmente provoca a doença holandesa, que inviabiliza qualquer outra produção comercializável externamente; os produtos agrícolas, como a cana-de-açúcar ou o café, valorizações cambiais mais moderadas, mas igualmente prejudiciais porque de longa duração.

Em síntese, nos países em desenvolvimento, especialmente os latino-americanos, a ênfase das últimas décadas tem se dado nas questões relacionadas à estabilização de preços e a abertura comercial e financeira.

Na próxima seção, será realizada uma revisão das principais abordagens teóricas neoclássicas e pós-keynesiana de instabilidade financeira de Minsky sobre os impactos macroeconômicos da valorização cambial.

---

<sup>3</sup> De acordo com o Índice CRB (*Commodity Research Bureau*), que é um indicador que representa uma cesta das mais importantes *commodities* negociadas no mercado internacional, o preço médio das *commodities* cresceu cerca de 150%, de 2002 a setembro de 2008.

## **1. Uma revisão das principais abordagens teóricas neoclássicas e pós-keynesiana de instabilidade financeira de Minsky sobre os impactos macroeconômicos da valorização cambial**

Nesta seção, será realizada uma revisão das principais abordagens teóricas neoclássicas, com foco sobre a valorização cambial e seus impactos macroeconômicos com destaque para três abordagens ou modelos complementares, quais sejam: (i) modelo de restrição externa com elasticidades endógenas; (ii) modelo de economia dual e com produtividade do trabalho endógeno e (iii) modelo de restrição de capital com taxa de investimento endógeno.

Em seguida, faremos uma revisão da abordagem pós-keynesiana de instabilidade financeira de Hyman Minsky<sup>4</sup>.

### **1.1.As principais características dos modelos neoclássicos: a importância e as relações do câmbio e o crescimento endógeno**

Nesta subseção serão abordadas as principais características dos modelos neoclássicos, no tratamento da importância e a contextualização das relações do câmbio e o crescimento endógeno.

O primeiro modelo que apresentamos nesta subseção é o de restrição externa. O objetivo dos modelos de restrição externa é explicar o crescimento econômico no longo prazo, dada a situação de restrição externa. Para justificar um baixo nível de crescimento em longos períodos ou como instrumento de política econômica, para atingir o objetivo de um crescimento no longo prazo, seria preciso que esta economia não apresentasse desequilíbrios externos. Um foco especial é atribuído ao desempenho comercial do país, com relação ao exterior, sendo que no longo prazo as exportações e as importações devem ou deveriam crescer à mesma taxa para não gerar os desequilíbrios externos.

Sendo assim, o papel da taxa de câmbio é fundamental no modelo, especialmente a tendência da estabilidade da taxa de câmbio real no longo prazo. Neste sentido, e se não houver interferências na trajetória de tendência da estabilidade da taxa de câmbio o crescimento da economia dependeria do crescimento do resto do mundo e da elasticidade renda<sup>5</sup> de suas exportações e importações (Thirlwall, 1979).

---

<sup>4</sup> Economista norte-americano, expoente da tradição pós-keynesiana, que tratou, entre outros temas da hipótese da instabilidade financeira do capitalismo.

<sup>5</sup> A elasticidade renda das exportações e das importações é uma média ponderada das elasticidades renda de cada produto ou serviço comerciável.

Na hipótese de eventuais interferências nos livres ajustamentos de oferta e demanda por moeda nacional e estrangeira, a taxa de câmbio real pode alterar as elasticidades renda dos fluxos comerciais e, desta forma, ela pode ter efeitos permanentes sobre a taxa de crescimento da economia no longo prazo, pelo canal da balança comercial. Variações no nível de taxa de câmbio real alteram a composição dos fluxos e comerciais e, portanto, influenciam a elasticidade média (efeito composição), inibindo o crescimento da economia.

Nesta abordagem, a proporção das exportações influenciadas e seus respectivos setores sobre o PIB são importantes pois, a priori uma depreciação cambial pode tanto aumentar quanto diminuir a elasticidade renda, dependendo de quais setores produtivos se tornarem mais competitivos, definindo assim, o desempenho da balança comercial e, conseqüentemente, o desempenho do PIB.

O segundo modelo apresentado nesta subseção é o de economia dual e com produtividade do trabalho endógeno. A abordagem do modelo de economia dual e com produtividade do trabalho endógeno consiste na observação da economia como um setor “moderno” produtor de bens comerciáveis (*tradables*) e não comerciáveis (*non-tradables*) e um setor “atrasado” produtor de bens não comerciáveis, sendo que no curto prazo o crescimento do setor moderno depende do crescimento da demanda doméstica e da demanda externa, bem como do nível da taxa de câmbio real.

No longo prazo a taxa de crescimento do setor comerciável depende somente das elasticidades renda dos fluxos comerciais e do crescimento no resto do mundo (modelo de restrição externa). Neste setor, a taxa de crescimento da produtividade é uma função positiva da taxa de crescimento da produção (Kaldor, 1966 e Harrod, 1939). Em contrapartida, no setor não comerciável a taxa de crescimento da produtividade é definida residualmente pelo crescimento da força de trabalho e pela demanda induzida pelo setor comerciável.

Nesta abordagem, a taxa de câmbio real pode alterar o crescimento da produtividade do trabalho, gerando um maior ou menor crescimento do setor comerciável, que por sua vez determina a taxa de crescimento da produtividade média da economia.

Segundo esta abordagem, uma desvalorização da taxa de câmbio poderia causar um processo de estímulo ao crescimento por meio do incentivo a uma maior taxa de inovação e progresso técnico, o que permite às empresas produzirem produtos com maior valor adicionado localmente, inibindo as importações e aumentando as exportações, o que significa uma menor restrição externa, como especifica Missio, Schettini e Jayme Jr.:

Admite-se que uma desvalorização cambial, ao estimular o progresso tecnológico, é capaz de alterar as elasticidades-renda das exportações e, portanto, inibir a atuação da restrição externa (Missio, Schettini e Jayme Jr., 2009, p. 28).

Em suma, nesta abordagem, é atribuída uma maior importância relativa da produtividade dos setores comercializáveis no crescimento do PIB, que pode ser impactado em maior medida pelo câmbio real, em comparação com os setores não comerciáveis.

O terceiro modelo apresentado nesta subseção é o de restrição de capital com taxa de investimento endógeno. A abordagem do modelo de restrição de capital com taxa de investimento endógena, tem como premissa que, no longo prazo, a relação produto-capital é geralmente estável e, portanto, a taxa de crescimento da economia é dada pela taxa de crescimento do capital (modelo AK, clássicos, estruturalistas, sraffianos, etc). Já a taxa de crescimento do capital depende da taxa de crescimento do investimento, que por sua vez depende do crescimento da demanda agregada de determinado país.

Nesta abordagem a taxa de câmbio real influencia a taxa de investimento através de seus efeitos sobre o preço relativo dos bens de capital e a margem de lucro do setor produtivo (comerciáveis e não comerciáveis). Segundo esta visão, uma valorização da taxa de câmbio, como a observada no Brasil no Plano Real, principalmente, nos períodos 1994-1998 e 2002-2008, é responsável por alguns efeitos contraditórios.

A valorização cambial provoca no curto prazo um aumento do poder de compra da população, causando um estímulo temporário ao crescimento da demanda agregada. Esta valorização provoca ainda uma redução do preço relativo do bem de capital importado, ocasionando um estímulo aos investimentos produtivos nos primeiros anos.

No entanto, no decorrer do tempo, há uma pressão por redução da margem de lucro do setor produtor de bens e serviços comerciáveis, fato que desestimula os investimentos, provocando mais a frente uma perda do dinamismo do crescimento, invertendo o ciclo expansivo da economia.

Tendo em vista estas três diferentes abordagens de determinação do crescimento endógeno, podemos inferir que nenhuma delas é absoluta no sentido de explicar quais são os condicionantes do crescimento econômico e os impactos provocados pelo câmbio sobre o PIB de um país.

Estas abordagens possuem uma série de vantagens e desvantagens. A principal desvantagem, em nossa revisão consistiu no foco exagerado de análise nos equilíbrios

múltiplos nos quais a taxa de câmbio real tem impacto permanente sobre a taxa de crescimento, por meio a restrição externa, produtividade ou a determinação endógena dos investimentos. O conceito de equilíbrio ignora significativamente os efeitos de defasagens intertemporais ou, em termos práticos, seus efeitos dinâmicos do câmbio sobre o crescimento.

A principal vantagem consiste na utilidade destas análises relativamente a questões isoladas como, por exemplo, de como determinado indicador pode impactar o crescimento, sendo que o mais recomendável, neste caso, é que sirvam para ser utilizadas de forma complementar.

Isto posto, na próxima seção serão apresentadas as principais características da abordagem pos-keynesiana de instabilidade financeira de Minsky dos impactos macroeconômicos provocados pela valorização cambial.

## **1.2.As principais características da abordagem pos-keynesiana de instabilidade financeira de Minsky da valorização cambial e seus impactos macroeconômicos**

A abordagem pós-keynesiana de Hymam Minsky tem como foco de discussão a análise da instabilidade financeira do capitalismo, através da sistematização de um arcabouço teórico que abarca fundamentalmente o reconhecimento da importância da formação das expectativas dos agentes no sistema creditício e nas decisões de investimento.

Segundo esta abordagem, as expectativas dos agentes estão associadas às incertezas que norteiam o perfil presente e futuro da rentabilidade e do risco dos projetos de investimentos, reconhecendo o impacto sobre o balanço das empresas das decisões de investimento. Para Minsky (1986), as decisões de investimento, que constituem uma aposta no futuro, num contexto em que as evoluções das variáveis econômicas pertinentes são imprevisíveis, dependem das condições de financiamento e de segurança nos investimentos disponíveis:

(...) a decisão de investir (segundo Minsky) envolve duas decisões: qual tipo de ativo deve ser adquirido e como financiar sua aquisição.(...) a forma de financiar a aquisição de um ativo depende tanto da capacidade de geração interna de fundos pelas firmas como das condições de financiamento oferecidas pelo mercado financeiro. (Feijó, in Sicsú & Vidotto, 2008, pg. 203).

No contexto de uma economia aberta, a instabilidade financeira pode ser entendida como a tendência inerente ao comportamento dos agentes econômicos numa economia capitalista moderna, em ampliar a participação do financiamento externo nas suas aquisições

de ativos de capital (investimento), o que por sua vez, torna-os mais suscetíveis ao comportamento da economia, principalmente do instável e volátil mercado financeiro personificado pela taxa de câmbio nominal e real. A instabilidade financeira das estruturas de capital como a relação entre o serviço da dívida e o faturamento líquido necessário para o serviço do estoque desta mesma dívida. No caso de não haver receita suficiente para fazer frente às obrigações contraídas, recorre-se ao refinanciamento, e se por ventura haja dificuldades em rolar a dívida, o agente econômico endividado pode recorrer à liquidação de ativos como fonte interna de recursos.

As suspeitas de Minsky com respeito a influência das expectativas dos agentes, com relação papel da taxa de câmbio, foram observadas em pesquisas. A literatura identificou alguns canais de transmissão dos efeitos da volatilidade da taxa de câmbio no processo de crescimento, conforme especifica Curado, Rocha e Damiani:

(...) os canais de transmissão dos efeitos do câmbio ao crescimento, dentre os quais merecem destaque: i) o papel do desenvolvimento do mercado financeiro; ii) o grau de abertura comercial; iii) as decisões de investimento sob incerteza e iv) o histórico de alta inflação na experiência internacional de alguns países. (Curado, Rocha e Damiani, 2008, p. 6).

Neste sentido, o conceito de instabilidade financeira mostra uma interdependência com a estrutura de capital das empresas e, principalmente, com a estratégia de investimento e oscilações dos preços internacionais, refletida pela taxa de câmbio e gerenciamento desta estrutura. Isso, além de condicionar os novos investimentos, pode gerar obrigações futuras que, devido às incertezas e à volatilidade dos mercados financeiros e cambiais, pode vir a superar a capacidade de geração de caixa. Dessa forma, o grau de instabilidade financeira não é somente analisado por meio da composição da carteira de investimentos das unidades econômicas, mas, principalmente, pela capacidade de geração de caixa desta carteira.

Sendo assim, para um melhor entendimento e aplicação do conceito de instabilidade financeira, Minsky (1986) apresenta a classificação das unidades econômicas de acordo com a postura financeira: estruturas financeiras *hedge*<sup>6</sup> e estrutura especulativas<sup>7</sup>.

---

<sup>6</sup> unidades econômicas caracterizadas como *hedge* adotam posturas conservadoras, gerando recursos necessários tanto para a amortização dos financiamentos quanto para o pagamento dos juros incidentes.

<sup>7</sup> unidades econômicas caracterizadas como especulativas adotam posturas com margens de segurança menores, não sendo capazes de amortizarem os financiamentos, sendo uma das principais características a constante necessidade de refinanciamento, indispensáveis para o pagamento do principal.



Hedge finance takes place when the cash flows from operations are expected to be large enough to meet the payment commitments on debts. Speculative finance takes place when the cash flow from operations are not expected to be large enough to meet payment commitments, even though the present value of expected cash receipts is greater than the present value of payment commitments. (Minsky, 1982, pg. 67).

É definido ainda por Minsky, uma terceira estrutura financeira, denominada de estrutura Ponzi<sup>8</sup>.

(...)a situation in which cash payments commitments on debt are met by increasing the amount of debt outstanding. Ponzi financing units cannot carry on too long. Feedbacks from revealed financial weakness of some units affect the willingness of bankers and businessmen to debt finance a wide variety of organizations. Quite suddenly a panic can develop as pressure to lower debt ratios increases". (Minsky, 1982, pg. 67).

Portanto, o processo de endividamento das estruturas financeiras citadas acima, recorrentes em uma economia capitalista, para a análise da decisão de investimentos. Entretanto, ao depender dos mercados financeiros para o processo de financiamento e refinanciamento das dívidas, a estrutura financeira adquire um caráter instável decorrente da volatilidade existente nestes mercados, que também se faz responsável pelos processos de transição de unidades econômicas do tipo *hedge* em unidades do tipo especulativa ou *Ponzi*. Neste sentido, para Minsky (1986) o endividamento apresenta um caráter cíclico, e inerentemente instável, dado a estrutura de financiamento e a volatilidade dos mercados financeiros e cambiais que se cria nos períodos de prosperidade, ou seja, em um sistema predominantemente *hedge*. Sendo assim, é possível constatar que os processos de instabilidade e crises financeiras são gerados endogenamente, e tem seu cerne nas condições de financiamento / investimento da economia.

Minsky argumenta que o núcleo analítico da hipótese de instabilidade financeira está concentrado em condições capitalistas, nas quais o ritmo dos investimentos depende das condições de financiamento, tanto de fontes internas quanto externas, mas, principalmente

---

<sup>8</sup> unidades econômicas caracterizadas como Ponzi são consideradas um caso extremo de unidade econômica especulativa. São constantes as necessidades de refinanciamento, indispensáveis para os pagamentos do principal e dos juros incidentes.

desta última. Está assim posto, o caráter endógeno e cíclico da hipótese de instabilidade financeira em Minsky.

Em outras palavras, nos períodos de prosperidade do ciclo econômico, a demanda por financiamentos adicionais é crescente e a decisão final fica com os agentes financiadores (banqueiros e empresários do setor financeiro). Esta decisão estará calcada nas expectativas de retorno dos investimentos, que em períodos de prosperidade são comumente reavaliadas positivamente. Sendo assim, essa tendência cíclica e quase natural das economias capitalistas se caracteriza por períodos recorrentes de instabilidade financeira que só vem reforçar o caráter instável da economia. (Lacerda e Oliveira, 2009, p. 5).

Neste sentido, e de acordo com o grau de instabilidade financeira dos agentes econômicos, Minsky conclui que quanto maior o peso da estrutura *hedge* na economia, maior será sua estabilidade. Enquanto que, um crescimento do peso da postura especulativa e da postura *Ponzi* indica um aumento da suscetibilidade da economia à instabilidade financeira. Como sustenta Paula & Alves Júnior (1999), o conceito de instabilidade financeira de Minsky desenvolve uma medida para uma avaliação da capacidade de uma economia enfrentar choques e a volatilidade das condições de financiamento nos mercados financeiros e cambiais, sem que haja desarticulação dos fluxos de pagamentos entre os agentes.

### **1.3.A importância da taxa de câmbio: uma visão pragmática**

A taxa de câmbio é uma das principais variáveis econômicas, pois é a referência das transações no comércio internacional entre os países e influi diretamente nas decisões de investimento e valor agregado da economia. Em sua definição formal é o preço em moeda nacional de uma unidade de moeda estrangeira. De acordo com definição de Bresser-Pereira:

(...) a mais estratégica (dos instrumentos de política econômica) é a taxa de câmbio, pois é um poderoso determinante não apenas das exportações e importações, mas também dos salários, do consumo, dos investimentos e da poupança. Assim, a taxa de câmbio desempenha um papel importante no desenvolvimento econômico. (Bresser-Pereira, 2010, p. 121).

Nesta seção foi realizada uma revisão das principais abordagens teóricas neoclássicas e pós-keynesiana de instabilidade financeira de Minsky sobre os impactos macroeconômicos da valorização cambial, além de uma visão pragmática da importância da taxa de câmbio.

Com esta análise, concluímos que, em sentido teórico, nenhuma das abordagens é absoluta no sentido de determinar todas as relações existentes entre o processo de valorização

da taxa de câmbio e os seus impactos macroeconômicos, notadamente o crescimento econômico. Sendo assim, neste sentido, recomenda-se que estes temas sejam frutos de novas pesquisas diante da sua complexidade e relevância para a economia brasileira na atualidade.

A partir desta revisão da literatura sobre a relação do câmbio e crescimento apresentada acima, na próxima seção serão apresentados alguns indicadores da trajetória de valorização cambial e seus impactos macroeconômicos para a economia brasileira.

## **2. Economia brasileira: a trajetória de valorização cambial e seus impactos macroeconômicos**

O Plano Real, na sua introdução, foi fortemente ancorado no câmbio R\$/US\$ fixado em um teto de R\$/US\$=1,00. Em julho de 1994, vários reflexos foram sentidos nos indicadores macroeconômicos da economia brasileira.

Um dos principais reflexos foi a reversão da balança comercial, provocada especificamente pela utilização da âncora cambial como instrumento da política estabilizadora de preços, uma vez que a valorização cambial decorrente dessa estratégia resultou na redução das exportações e o aumento das importações. (Rego e Marques, 2001, p. 215). Estes resultados evidenciam o problema estrutural provocado pelo novo modelo de crescimento que combinou abertura comercial e manutenção da taxa de câmbio fixa (na proximidade da paridade R\$/US\$=1,0). A valorização cambial reduziu a competitividade dos produtos da pauta exportadora brasileira no mercado internacional, com a consequente queda da receita, o que ocorreu concomitantemente ao aumento das importações.

A forte dependência do influxo de capitais para garantir o financiamento do balanço de pagamentos nos anos 1990, fato que ocorreu com outros países em desenvolvimento, como salienta Gala:

Most Latin American and African countries, have suffered from severe balance of payments crises due to Exchange rate overvaluation. Chile and Mexico in early eighties, as well as Mexico, Brazil and Argentina in the nineties are good examples. (Gala, 2007, p. 1-2).

Além deste problema, trouxe para a economia brasileira mais um problema, o do aumento da vulnerabilidade externa. Ao depender recorrentemente da entrada de capitais, em grande medida de influxos especulativos de curto prazo, o país tornou-se altamente vulnerável aos choques adversos no mercado financeiro internacional. O risco, muitas vezes consolidados de saídas abruptas destes capitais é um dos fatores que provocam oscilação das

reservas internacionais principalmente nestes períodos difíceis (Lacerda e Oliveira, 2009, p.15-16).

Esta política macroeconômica foi, mais tarde, aperfeiçoada com a introdução do regime de metas de inflação e o regime de câmbio flutuante desde janeiro de 1999. Na maioria dos países utiliza-se a chamada “flutuação suja”, com taxa de câmbio flutuante, mas monitorada pela autoridade responsável, que intervém quando julga necessário, para evitar excessiva valorização ou desvalorização da moeda. O regime de livre flutuação, por si só, não assegurou a redução das oscilações de preços e do produto. De acordo com Hermann:

É necessário que o Bacen disponha de instrumentos que lhe permitam atuar, de forma permanente, sobre a volatilidade cambial típica do modo de inserção externa da economia brasileira. (Hermann, 2006, p. 179).

Desde 1999, passa a prevalecer o tripé: câmbio flutuante, responsabilidade fiscal e metas de inflação. Este conjunto de medidas, torna a economia mais moderna e eventuais períodos de choques adversos são passíveis de correções, por meio de instrumentos de política econômica. Segundo Giambiagi:

Com isso, têm-se os elementos para atacar os principais desequilíbrios macroeconômicos de forma integrada. A partir de 1999, (o conjunto de políticas acima) permite dar conta dos desafios e aspirar a ter inflação baixa, equilíbrio externo e controle fiscal. (Giambiagi, 2005, p. 189).

Apesar dos inegáveis avanços, o combate à inflação não acabou e ainda exige reformas. Um dos principais problemas relacionados à inflação atual é a indexação ainda existente na economia. Alguns os reajustes de preços (tarifas, aluguéis, contratos) ainda consideram os indicadores passados ou uma “memória inflacionária” dos índices de preços, sendo uma herança dos tempos de incerteza.

O regime de metas de inflação (RMI<sup>9</sup>) que está completando dez anos de implantação no Brasil, tem suas virtudes, mas também debilidades. A virtude foi a de ganhar relativa credibilidade, o que proporcionou maior previsibilidade na política monetária e um horizonte mais transparente para o planejamento e decisões dos agentes econômicos. Além disso, contribuiu significativamente para reforçar o processo de queda da inflação iniciado em 1994, para níveis mais próximos aos praticados internacionalmente.

---

<sup>9</sup> Apesar de o Regime de Metas de Inflação não constituir objeto do presente trabalho, julgamos ser necessário realizar a apresentações de algumas informações que contribuem no sentido de explicar o motivo das elevadas taxas de juros observadas no período de 1999 a 2008.

No entanto, o RMI também apresenta grandes distorções. A primeira é que a meta é definida e acompanhada com base na inflação “cheia” (o indicador inflacionário utilizado é o índice de preços ao consumidor - IPCA). O ideal seria focar em uma inflação núcleo, mais liberta das influências conjunturais e também do grande impacto da indexação remanescente de preços ao IGP e IGP-M, como tarifas, aluguéis e outros. Destaque-se que estes índices sofrem muita influência do comportamento dos preços no atacado e da taxa de câmbio. Ou seja, toda vez que há um choque de preços de commodities ou no câmbio, há um aperto na política monetária para derrubar os preços livres de forma a compensar os demais aumentos e fazer convergir à inflação média para a meta.

A segunda anomalia está no horizonte muito curto de foco do RMI, o que engessa demasiadamente a política monetária. O ideal seria flexibilizá-la considerando um horizonte mais amplo, de 24 ou 36 meses, por exemplo. Toda política econômica envolve escolhas e o que deveria definir o conjunto das escolhas é relação custo benefício de cada medida.

O terceiro ponto é critério de captura das expectativas do mercado por meio do *Boletim Focus*<sup>10</sup> tem se mostrado enviesado. Isso porque o boletim, publicado semanalmente pelo BCB, que expressa as expectativas do comportamento dos principais indicadores futuros, é excessivamente centrado no mercado financeiro. Seria oportuno captar também as expectativas de outros setores, como o produtivo e outros segmentos importantes da sociedade.

A prática leva a uma situação em que as expectativas tendem a se auto-referenciar. O mercado financeiro, com forte repercussão na mídia, expressa o que acha que o Copom vai fazer em cada reunião. E este, por sua vez, invariavelmente, tende a atender às expectativas do mercado financeiro, tornando quase que uma profecia auto-realizável.

Esse viés de foco é um dos fatores que ajuda a explicar alguns evidentes erros de diagnóstico do Copom, expressos na Ata das suas reuniões. Isso fica especialmente evidente quando a economia dá grandes viradas, o que só aparece nos indicadores com defasagem, como o que ocorreu no quarto trimestre do ano passado, com o agravamento da crise internacional.

---

<sup>10</sup> Banco Central do Brasil, Site oficial. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br>>.

Ao focar a análise de curto prazo, o BCB procrastinou a redução da taxa de juros<sup>11</sup> no Brasil e nos fez importar uma parcela maior da recessão dos países ricos.

Por último, mas não menos importante, é a debilidade de o RMI ser o único objetivo explícito do conjunto das políticas macroeconômicas. Ou seja, ao centrar o foco da calibragem dos juros exclusivamente no curto prazo e na inflação, desconsidera outros efeitos importantes sobre o nível de atividades, câmbio, investimentos, emprego e renda, além do custo de financiamento da dívida pública.

Isto posto, nos anos 2000, a trajetória foi de valorização da taxa de câmbio, o que por sua vez tem provocado impactos sobre o desenvolvimento produtivo da economia, ou como sustenta Bresser-Pereira:

A tendência da taxa de cambio à sobrevalorização tem duas causas estruturais principais: a doença holandesa e a atração que as altas taxas de lucro e de juros existentes nos países em desenvolvimento exercem sobre o abundante capital internacional. (Bresser-Pereira, 2010, p. 131).

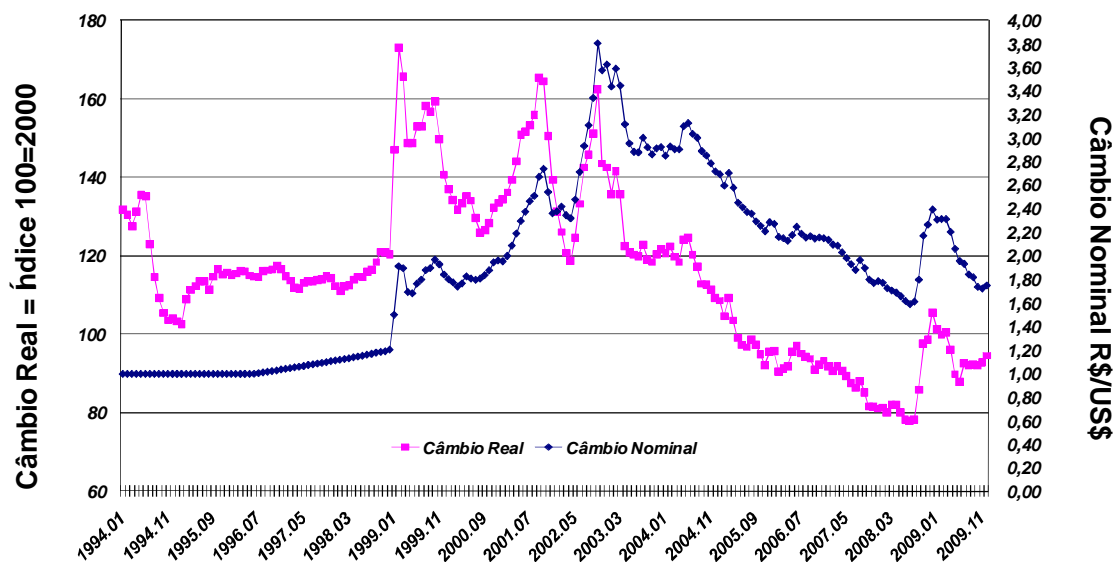
Tal trajetória de valorização do câmbio pode ser observada tanto para o a taxa de câmbio nominal como a taxa de câmbio real, como podemos observar no gráfico abaixo, de acordo com os dados do BCB e do IPEA (Gráfico 1).

Podemos observar dois ciclos de valorização do Real frente ao dólar, no período de 1994 a 1998 e outro ciclo que durou de 2002 até dezembro de 2009. No período de 1999 a 2002, houve um ciclo de desvalorização do Real frente ao dólar.

---

<sup>11</sup> De acordo com Vieira e Cardoso, “O papel da taxa de juros de restringir a demanda agregada e conter pressões inflacionárias durante o regime de câmbio rígido pode ser explicado pelos ganhos em termos de salário real com a estabilização inflacionária, mas cabe ressaltar que tal política de juros teve e continua tendo consequências perversas para a economia brasileira no que se refere aos limites de se atingir taxas de crescimento mais elevadas e similares a outras economias emergentes”. (Vieira e Cardoso, 2007, p. 43).

**Gráfico 1. Brasil: câmbio real<sup>1</sup> (índice 100=2000) versus câmbio nominal (R\$/US\$)**



<sup>1</sup>  $E(\text{real}) = e_i^t (P_i^t / P_D^t)$ , onde  $P_D^t$  índice de preço doméstico e;  $P_i^t$  índice de preço do país da moeda  $i$ . Trata-se de uma medida de competitividade da taxa de câmbio nominal (R\$ / US\$) versus Índice de Preços por Atacado (IPA) para uma cesta de 16 moedas dos principais parceiros comerciais do Brasil.

Fonte: BCB / IPEADATA / Elaboração própria.

De maneira geral, a valorização cambial, que tem predominado no Plano Real, tem o efeito positivo de curto prazo de reduzir a inflação e aumentar o salário real dos trabalhadores e os lucros empresariais, barateando os bens de consumo e de investimento, sendo que, desta forma estimula o crescimento nos primeiros anos de implementação do regime.

De acordo com os dados do IBGE, o PIB brasileiro no período 2002 a 2008 registrou um crescimento médio anual de 4%, resultado melhor do que os períodos anteriores, como da década de 1980 e o primeiro período de taxa de câmbio administrada, 1994-1999, com crescimento médio anual de 3% e 2,5%, respectivamente.

Apesar do aparente avanço, este crescimento ficou abaixo da média de crescimento brasileira entre as décadas de 1950-70, no qual crescia em torno de 7% a.a.. Em uma comparação com outros países em desenvolvimento no período 2002-2008, enquanto a economia brasileira crescia 4% a.a., outros grandes países em desenvolvimento como a China, Índia e Rússia, que junto ao Brasil formam o grupo denominado de BRIC, cresciam 10,5% a.a., 7,7% a.a. e 6,6% a.a., respectivamente, de acordo com o Fundo Monetário

Internacional (FMI), denotando que a economia brasileira tem condições de ampliar suas taxas de crescimento econômico.

No Brasil, com base na evolução da taxa de câmbio real e nominal (R\$/US\$), disponibilizada pelo BCB, com base nas referências teóricas e a análise de dados, há indícios que a valorização cambial causou um efeito negativo em alguns dos componentes do PIB brasileiro. O consumo das famílias, por exemplo, que corresponde a 62% do total do PIB brasileiro, apresentava expansão de 6% a.a no primeiro período do Plano Real, entre 1994-1998, sobretudo, pelos ganhos de poder de compra dos trabalhadores, registrou forte queda em períodos subsequentes, crescendo apenas 1% a.a entre 1999-2001 e 1,8% entre 2002-2008. Uma possível explicação para este fenômeno é que, apesar dos ganhos oriundos do aumento do poder de compra, houve um processo concomitante, de estímulo exagerado ao consumo que gerou alguns desequilíbrios na economia brasileira, que segundo Bragança e Libânio:

O padrão de política cambial vigente na América Latina (inclusive no Brasil) desestimulou o setor de bens comerciáveis, favoreceu o surgimento de bolhas de consumo e, levou a acumulação de elevados déficits em conta corrente e, consequentemente, conduziu a maior instabilidade macroeconômica e a menor crescimento econômico. (Bragança e Libânio, 2008, p. 7).

O câmbio valorizado no Brasil tem influenciado inclusive os investimentos produtivos. Estes investimentos, em proporção do PIB no Brasil, de acordo com os dados do IBGE atingiram uma média anual de 17% entre 2000-2007, sendo que nos demais países do BRIC, esta taxa foi, em média, o dobro. Este resultado, analisado sob o ponto de vista do modelo de restrição de capital com taxa de investimento endógena mencionada acima, aplicado à economia brasileira, sinaliza que a valorização cambial, em termos comparativos a outras economias em desenvolvimento provocou um impacto negativo sobre a taxa de acumulação de capital e o crescimento no Brasil.

Sob o ponto de vista do setor externo, as exportações líquidas brasileiras, que representam aproximadamente 15% do PIB total brasileiro durante o Plano Real, também foram afetadas pelo processo de valorização cambial, que estimulou as importações e desestimulou as exportações. Com isso, a questão do déficit crônico em transações correntes, tem permanecido sem solução, sendo que no período 2000-2008, houve um déficit de US\$ 4,2 bilhões ao ano.



Segundo a bibliografia estudada, os efeitos adversos do câmbio valorizado residem em um horizonte de médio a longo prazos, pois causa a redução da competitividade das empresas nacionais, conforme os preceitos da abordagem do modelo de restrição de capital com taxa de investimento endógena mencionada acima. Com isso, há uma diminuição das perspectivas de crescimento e, desta forma, desestimula o investimento e o crescimento em momentos subsequentes. Nas palavras de Nakashi, Curado e Neto:

O câmbio valorizado por um período longo de tempo tem afetado a pauta de exportação e a estrutura produtiva da economia brasileira de modo a prejudicar seu crescimento no longo prazo. Os segmentos exportadores de *commodities* e produtos industriais básicos estão ganhando espaço com a elevação internacional dos preços desses bens. No entanto, essa mudança, além de ter impactos sobre a estrutura produtiva da economia brasileira, afeta ainda o próprio dinamismo das importações e exportações, com impactos negativos sobre o crescimento da economia brasileira quando se considera prazos mais longos de tempo.

(Nakashi, Curado, e Neto, 2008, p. 18).

### **3. Brasil: valorização da taxa de câmbio e suas desvantagens**

A valorização do câmbio, a partir de 1999, foi provocada principalmente por dois fatores: (i) as taxas de juros domésticas e a (ii) demanda internacional. O primeiro deles e principal, é a elevada taxa doméstica de juros reais (taxa de juros nominal descontada a expectativa de inflação futura). Esse nível, que é o maior do mundo, acaba atraindo muito capital especulativo para o país; o segundo fator, é o superávit comercial que vem sendo alcançado pelo país, principalmente pelo aumento do preço das *commodities* no mercado internacional. Ambos os fatores aumentam a oferta de dólares no mercado brasileiro, provocando a apreciação artificial da moeda local.

De acordo com os dados do Banco Central, houve uma série de aquisições de dólares no mercado, resultando em aumento das reservas líquidas brasileiras e diminuição da tendência de valorização do câmbio. Isso fez com que as reservas subissem de US\$ 27,5 bilhões, em dezembro de 2004, para US\$ 39 bilhões, no final de abril. Apesar desse aumento, o Brasil ainda está bem abaixo dos níveis de países como a China, Rússia e Índia.

No entanto, em março o Banco Central cessou suas atuações no mercado, posição essa que reforça ainda mais a apreciação dos últimos dias. Esse seria um bom momento para o Banco Central continuar a aumentar suas divisas internacionais, por meio da compra de

dólares. Isso amenizaria o problema, mas não o resolveria definitivamente, já que a questão principal é o juro alto.

Vale destacar que o setor exportador para mercados dolarizados vem perdendo competitividade, levando à redução de margens, uma vez que não consegue repassar a perda cambial devido à concorrência internacional. Além disso, o perfil de exportações brasileiras se tornou mais dependente de commodities nos anos 2000. Enquanto as exportações destes bens primários representavam 23% em 2000 do total das exportações, passou a representar 45%, denotando um menor nível de valor agregado da produção local, de acordo com a Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior (Funcex).

Os exportadores brasileiros tentam amenizar os fatores negativos cambiais buscando o aumento da produtividade, o que nem sempre é possível. É fato que as exportações vêm contribuindo com o crescimento econômico do país e são de extrema importância para a proteção contra possíveis desajustes internacionais.

A alternativa mais estruturada e sustentável seria baixar os juros básicos (Selic), reduzindo a entrada de capitais especulativos, o que, ao mesmo tempo, estimularia o crédito e reduziria o custo do financiamento da dívida pública. Outra alternativa saudável seria a busca da desoneração tributária das exportações, o que, no entanto, não resolveria a questão principal. A política econômica não deveria permitir que o câmbio enfraqueça os recentes superávits comerciais (exportações menos importações de bens e serviços) alcançados pelo país.

Uma das grandes questões a respeito da questão cambial no Brasil é que um câmbio valorizado incentiva os investimentos privados por baratear a importação de máquinas e equipamentos para a modernização das empresas e novos projetos. Essa assertiva tem, pelo menos duas questões envolvidas, que não resistem a uma análise mais abrangente, levando em conta a dinâmica das decisões de novos empreendimentos.

Primeiro porque o que motivaria investimentos produtivos, não apenas os destinados à produção voltada para a exportação, mas também a direcionada ao mercado doméstico é justamente uma taxa de câmbio mais desvalorizada. O câmbio valorizado diminui a competitividade dos produtos fabricados localmente relativamente aos concorrentes internacionais, seja no mercado internacional ou doméstico (Lacerda, 2004). Portanto, o câmbio baixo inviabiliza a agregação local de valor e é um incentivo às importações de produtos prontos.

Esse verdadeiro “subsídio” às importações não se restringe aos bens de capital e matérias primas, mas é estendida a toda a gama de produtos, inclusive de bens intermediários

e consumo, desincentivando a produção no Brasil e, conseqüentemente, prejudicando a geração de empregos e salários, a cadeia local de fornecedores e prestadores de serviços, além da receita tributária.

A segunda questão é que, mesmo que a intenção alegada pelo governo brasileiro em sua estratégia de desenvolvimento fosse verdadeira, ou seja, que seria um desejo incentivar a modernização das indústrias via importação de máquinas e equipamentos, o câmbio não é o instrumento adequado para isso. Ou seja, seria eventualmente uma boa intenção, mas com o instrumento errado. Para evitar o subsídio generalizado a todas as importações e restringi-los às máquinas e equipamentos não produzidos no país, os instrumentos mais adequados para fomentar a modernização seriam a utilização da política comercial, basicamente redução de alíquotas de importação ou mesmo sua isenção, e, em segundo, a política tributária, mediante a redução e/ou isenção de impostos (IPI, ICMS, PIS/Cofins, etc.) e ainda políticas de financiamento público, com taxas de juros vantajosas e prazos estendidos.

O mais interessante, ou melhor dizendo, contraditório, é que o Brasil é um dos poucos países em desenvolvimento que pode contar para a questão do financiamento, por exemplo, com um banco público do porte e *know how* do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), o que é certamente um privilégio. Ou ainda, que logramos no século passado viabilizar em apenas cerca de 50 anos, sair de uma economia de monocultura de exportação para uma das dez maiores nações industrializados do planeta, justamente mediante a utilização da política de substituição de importação e o modelo empresa estatal, empresa privada nacional e alianças com as empresas transnacionais.

É interessante notar que as opiniões e argumentos reiteradamente repetidos desprezam, por desconhecimento, ou interesses outros, a teoria econômica e ainda a vasta literatura disponível sobre a história econômica e a estratégia de desenvolvimento dos países, e até mesmo da nossa própria experiência pretérita.

O passado não pode ser repetido, até mesmo porque as condições da competitividade internacional são hoje muito diferentes do período pré-globalização a que foi mencionada acima. Mas se a realidade é outra, ela também traz elementos novos, como a concorrência com a China e outros países asiáticos, que justamente utilizam os instrumentos aqui sugeridos com grande habilidade. Especialmente na questão cambial.

Portanto, se quisermos e deveríamos querer dar um novo salto para o desenvolvimento que contemple as novas indústrias e serviços e ainda aumentarmos o valor agregado local, é preciso que se enfrente a questão cambial. Em um cenário de uma cada vez

mais acirrada competitividade internacional, é preciso que ocorra ajustamentos de política econômica.

### **Considerações finais**

O artigo realiza uma análise da política cambial no Brasil e analisa a valorização cambial e seus impactos macroeconômicos, com um foco no período de 1999 a 2008, sendo uma linha de pesquisa de grande complexidade e importância para a economia brasileira na atualidade. O estudo é realizado com base desde uma revisão das principais abordagens teóricas neoclássicas até a abordagem pós-keynesiana de instabilidade financeira de Minsky. A hipótese é que a política cambial implementada desde 1999, com uma taxa de câmbio valorizada exerceu impactos sobre o desempenho macroeconômico brasileiro, afetando negativamente o crescimento do PIB, por meio de alguns de seus componentes, fundamentalmente, o consumo e investimentos, como também uma análise sobre indicadores externos, principalmente, com o foco em transações correntes.

Sendo assim, na seção 1, foi apresentada uma revisão das principais abordagens teóricas neoclássicas, com foco sobre a valorização cambial e seus impactos macroeconômicos com destaque para três abordagens ou modelos neoclássicos, como o de restrição externa com elasticidades endógenas, de economia dual e com produtividade do trabalho endógeno e de restrição de capital com taxa de investimento endógeno. Destacamos suas vantagens e desvantagens, sendo que a principal desvantagem consistiu no foco exagerado de análise nos equilíbrios múltiplos nos quais a taxa de câmbio real tem impacto permanente sobre a taxa de crescimento, além do conceito de equilíbrio, que ignora significativamente os efeitos de defasagens intertemporais ou, em termos práticos, os efeitos dinâmicos do câmbio sobre o crescimento. A propósito de suas vantagens, a principal consiste na utilidade destas análises relativamente a questões isoladas como, por exemplo, de como determinado indicador pode impactar o crescimento, sendo que o mais recomendável, neste caso, é que sirvam para serem utilizadas de forma complementar entre si.

Em seguida, foram apresentadas as principais características da abordagem pós-keynesiana de instabilidade financeira de Minsky da valorização cambial e seus impactos macroeconômicos, que tem como foco de discussão a análise da instabilidade financeira do capitalismo, através da sistematização de um arcabouço teórico que abarca fundamentalmente o reconhecimento da importância da formação das expectativas dos agentes no sistema creditício e nas decisões de investimento.

Pudemos constatar que, de acordo com o conceito de instabilidade financeira de Minsky, as questões como a capacidade de uma economia enfrentar choques e a volatilidade das condições de financiamento nos mercados financeiros, com destaque para a taxa de câmbio pode ocasionar uma desarticulação dos fluxos de pagamentos entre os agentes, provocando impactos sobre os investimentos e, conseqüentemente, sobre o crescimento econômico.

Após esta revisão teórica, foi apresentada a uma visão pragmática sobre importância da taxa de câmbio. Neste sentido, ficou caracterizada que a taxa de câmbio é uma das principais variáveis econômicas, pois é a referência das transações no comércio internacional entre os países e influi diretamente nas decisões de investimento e valor agregado da economia. Em sua definição formal é o preço em moeda nacional de uma unidade de moeda estrangeira.

Tendo em vista esta revisão teórica, concluímos que, em sentido teórico, nenhuma das abordagens é absoluta no sentido de determinar todas as relações existentes entre o processo de valorização da taxa de câmbio e os seus impactos macroeconômicos, notadamente o crescimento econômico. Sendo assim, neste sentido, recomenda-se parcimônia na interpretação e utilização de abordagens, bem como, que sejam frutos de novas pesquisas diante da sua complexidade e relevância para a economia brasileira na atualidade.

Isto posto, na seção 2, foram apresentados dados e informações da trajetória de valorização cambial e seus impactos macroeconômicos, com um foco no período de 1999 a 2008. Apesar de o Regime de Metas de Inflação (RMI) não constituir objeto do presente paper, foram apresentadas informações que contribuem no sentido de explicar o motivo das elevadas taxas de juros observadas no período.

De acordo com a bibliografia e com a observação dos dados, de maneira geral, a valorização cambial, que tem predominado no Plano Real, tem o efeito positivo de curto prazo de reduzir a inflação e aumentar o salário real dos trabalhadores e os lucros empresariais, barateando os bens de consumo e de investimento, sendo que, desta forma estimula o crescimento nos primeiros anos de implementação do regime.

De acordo com os dados do IBGE, o PIB brasileiro no período 2002 a 2008 registrou um crescimento médio anual de 4%, resultado melhor do que os períodos anteriores, como da década de 1980 e o primeiro período de taxa de câmbio administrada, 1994-1999, com crescimento médio anual de 3% e 2,5%, respectivamente.

Apesar do aparente avanço, este crescimento ficou abaixo da média de crescimento brasileira entre as décadas de 1950-70, no qual crescia em torno de 7% a.a.. Em uma

comparação com outros países em desenvolvimento no período 2002-2008, enquanto a economia brasileira crescia 4% a.a., outros grandes países em desenvolvimento como a China, Índia e Rússia, que junto ao Brasil formam o grupo denominado de BRIC, cresciam 10,5% a.a., 7,7% a.a. e 6,6% a.a., respectivamente, de acordo com o Fundo Monetário Internacional (FMI), denotando que a economia brasileira tem condições de ampliar suas taxas de crescimento econômico.

No Brasil, com base na evolução da taxa de câmbio real e nominal (R\$/US\$), disponibilizada pelo BCB, com base nas referências teóricas e a análise de dados, há indícios que a valorização cambial causou um efeito negativo em alguns dos componentes do PIB brasileiro. O consumo das famílias, por exemplo, que corresponde a 62% do total do PIB brasileiro, apresentava expansão de 6% a.a no primeiro período do Plano Real, entre 1994-1998, sobretudo, pelos ganhos de poder de compra dos trabalhadores, registrou forte queda em períodos subsequentes, crescendo apenas 1% a.a entre 1999-2001 e 1,8% entre 2002-2008. Uma possível explicação para este fenômeno é que, apesar dos ganhos oriundos do aumento do poder de compra, houve um processo concomitante, de estímulo exagerado ao consumo que gerou alguns desequilíbrios na economia brasileira, como especifica Bragança e Libânio (2008).

O câmbio valorizado no Brasil tem influenciado inclusive os investimentos produtivos. Estes investimentos, em proporção do PIB no Brasil, de acordo com os dados do IBGE atingiram uma média anual de 17% entre 2000-2007, sendo que nos demais países do BRIC, esta taxa foi, em média, o dobro. Este resultado, analisado sob o ponto de vista do modelo de restrição de capital com taxa de investimento endógena mencionada acima, aplicado à economia brasileira, sinaliza que a valorização cambial, em termos comparativos a outras economias em desenvolvimento provocou um impacto negativo sobre a taxa de acumulação de capital e o crescimento no Brasil.

Sob o ponto de vista do setor externo, as exportações líquidas brasileiras, que representam aproximadamente 15% do PIB total brasileiro durante o Plano Real, também foram afetadas pelo processo de valorização cambial, que estimulou as importações e desestimulou as exportações. Com isso, a questão do déficit crônico em transações correntes, tem permanecido sem solução, sendo que no período 2000-2008, houve um déficit de US\$ 4,2 bilhões ao ano.

No entanto, de acordo com a mesma bibliografia, os efeitos adversos do câmbio valorizado residem em um horizonte de médio a longo prazos, pois causa a redução da competitividade das empresas nacionais, de acordo com os preceitos da abordagem do

modelo de restrição de capital com taxa de investimento endógena, diminuindo assim, suas perspectivas crescimento e, desta forma, desestimula o investimento e o crescimento em momentos subsequentes, como indicam Nakashi, Curado e Neto (2008).

Na seção 3, foram apresentados alguns argumentos sobre as desvantagens da valorização da taxa de câmbio para economia brasileira, com destaque para duas principais questões a respeito da política cambial no Brasil. A bibliografia sinaliza que a situação de câmbio valorizado não estimula os investimentos, mas sim diminui a competitividade dos produtos fabricados localmente relativamente aos concorrentes internacionais, seja no mercado internacional ou doméstico (Lacerda, 2004). Portanto, o câmbio baixo inviabiliza a agregação local de valor e é um incentivo às importações de produtos prontos.

A segunda questão é que mesmo que a intenção alegada pelo governo brasileiro em sua estratégia de desenvolvimento fosse verdadeira, ou seja, que seria um desejo incentivar a modernização das indústrias via importação de máquinas e equipamentos, o câmbio não é o instrumento adequado para isso. Os instrumentos mais adequados para fomentar a modernização seriam a utilização da política comercial, basicamente redução de alíquotas de importação ou mesmo sua isenção, e, em segundo, a política tributária, mediante a redução e/ou isenção de impostos e ainda políticas de financiamento público, com taxas de juros vantajosas e prazos estendidos.

### **Referências Bibliográficas**

ALVES, JR. PAULA, L., FERRARI FILHO, F. Crise cambial, instabilidade financeira e reforma do sistema financeiro internacional: uma abordagem pós-keynesiana. Revista de Economia Contemporânea. 4(1), pp. 79-106.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Site oficial. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br>>.

BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. Site oficial. Disponível em: <<http://www.bndes.gov.br>>.

BRAGANÇA, A., LIBÂNIO, G. (2008) Taxa real de câmbio e crescimento econômico na América Latina e no Sudeste. In. XXXVI Encontro Nacional de Economia da ANPEC.

BRESSER-PEREIRA, L. (2010) Globalização e Competição: por que alguns países emergentes têm sucesso e outros não. Elsevier e Campus Editora, Rio de Janeiro.

\_\_\_\_\_. (2007). Macroeconomia da Estagnação: crítica da ortodoxia convencional no Brasil pós-1994. Editora 34, São Paulo.

COMMODITY RESEARCH BUREAU. Disponível em: <<http://www.crbtrader.com>>.

CURADO, M. ROCHA, M., DAMIANI, D. (2008) Taxa de câmbio e crescimento econômico: uma comparação entre economias emergentes e desenvolvidas. In XXXVI Encontro Nacional de Economia da ANPEC.

EDWARDS, S. (2006) *The Relationship Between Exchange Rates and Inflation Targeting Revisited*. National Bureau of Economic Research Working Paper. N. 12163.

EICHENGREEN, B. (2007) *The real exchange rate and economic growth*. University of California, Berkeley. Julho,

FEIJÓ, C. (2008) O investimento industrial no Brasil – 1990-2005: uma interpretação à luz da teoria de investimento Keynes-Minsky. In. SICSÚ, J., VIDOTTO, C. *Economia do Desenvolvimento – Teoria e Políticas Keynesianas*, Editora Campus - Elsevier, Rio de Janeiro.

FRENKEL, R. (2008) O esquema de *inflation targeting* e o objetivo da taxa de câmbio real nas economias em desenvolvimento. In. SICSÚ, J., VIDOTTO, C. *Economia do Desenvolvimento – Teoria e Políticas Keynesianas*, Editora Campus - Elsevier, Rio de Janeiro.

FUNDAÇÃO CENTRO DE ESTUDOS DO COMÉRCIO EXTERIOR. Site oficial. Disponível em: <<http://www.funcex.com.br>>.

GALA, P. (2007) Real exchange rate levels and economic development: theoretical analysis and econometric evidence. In, XII Encontro Nacional de Economia Política.SEP.

\_\_\_\_\_, LIBÂNIO, G. (2008) Efeitos da apreciação cambial nos salários, lucros, consumo, investimento, poupança e produtividade: uma perspectiva de curto e longo prazo. In: XXXVI Encontro Nacional de Economia.

GIAMBIAGI, F. (2005) Estabilização, Reformas e Desequilíbrios Macroeconômicos: os anos FHC. In. Giambiagi e Villela (Org.) *Economia Brasileira Contemporânea (1945-2004)*

INTERNATIONAL MONETARY FUND. Site oficial. Disponível em: <<http://www.imf.org>>.

HARROD, R. (1939). An Essay in Dynamic Theory. *Economic Journal*, Vol. 49, pp. 14-33.

HERMANN, J. (2006) Crescimento, restrição externa e fluxos de capital: uma análise da experiência brasileira nos anos 1990-2000. In. SICSÚ (Org.) *Câmbio e Controles de Capitais: avaliando a eficiência de modelos macroeconômicos*.

KALDOR, N. (1966) *Causes of the slow rate of economic growth of the United Kingdom*. Cambridge University Press, Cambridge.

KALYONCU, H., ARTAN, S., TEZEKICI, S., OZTURK, I. (2008). Currency Devaluation and Output Growth: An Empirical Evidence from OCDE Countries. *International Research Journal of Finance and Economics* - Issue 14, pp. 232-238.

LACERDA, A. (2004) *Globalização e Investimento Estrangeiro no Brasil*. Editora Saraiva.



\_\_\_\_\_, OLIVEIRA, A. (2009) Financiamento externo e instabilidade: uma abordagem pós-keynesiana sobre a economia brasileira do período 1999-2008. In II Encontro Interacional da Associação Keynesiana Brasileira (AKB), Porto Alegre.

LEÓN-LEDESMA, M., THIRLWALL, A.(2002). The endogeneity of the natural rate of growth, *Cambridge Journal of Economics*, vol. 26, No. 4, pp. 441-459

LIBÂNIO, G. (2009). Aggregate Demand and the Endogeneity of the Natural Rate of Growth: evidence from Latin American Economies. *Cambridge Journal of Economics* (a ser publicado).

MINSKY, H. (1991), The financial instability hypothesis: a classification. In. FELDSTEIN, M. The risk of economic crisis. Chicago: The University of Chicago Press.

\_\_\_\_\_ (1982) Can “it” happen again?” Essays on instability and finance. New York: M. E. Sharpe.

\_\_\_\_\_ (1986) Stabilizing an unstable economy. New Haven: Yale University Press.

MISSIO, F., SCHETTINI, B., JAYME JR., F. (2009) Câmbio e crescimento: teoria e implicações de política econômica, Texto para Discussão no. 350, CEDEPLAR/FACE/UFGM, abril.

NAKASHI, L. CURADO, M., NETO (2008) Os efeitos do câmbio no crescimento da economia brasileira. Texto para discussão 4. UFPR

\_\_\_\_\_, e ALVES JÚNIOR, A. (1999) Fragilidade financeira externa e os limites da política cambial no Real, *Revista de Economia Política*, v. 19, n.º 1 (jan.-mar. de 1999).

REGO, J., MARQUES, R. (2001) *Economia Brasileira*, Editora Saraiva, São Paulo.

RESENDE, M., GONÇALVES, F. (2006) Uma Extensão ao Modelo Schumpeteriano de Crescimento Endógeno. *Estudos Econômicos*, vol. 36. n.1, p. 67-86, janeiro-março.

THIRLWALL, A. (1979). The Balance of Payments Constraint as an Explanation of International growth Rate Differences. *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, no 128, March.

\_\_\_\_\_(2005) A natureza do crescimento econômico: um referencial teórico para compreender o desempenho das nações. Brasília: IPEA.

VIEIRA, F., CARDOSO, C., (2007) Câmbio, Inflação, Juros e Reservas na transição de regimes cambiais: uma investigação econométrica para o Brasil. *Revista Análise Econômica*, n. 47, p. 23-48, UFRGS, Porto Alegre, setembro.

WILLIAMSON, J. (2003) *Exchange rate policy and development*. In.: *Initiative for Policy Dialogue Task Force on Macroeconomics*, Columbia, NewYork.