

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO

PUC-SP

Eliel Felix de Lima

Política Cambial no Brasil e Seus Impactos: uma análise para o período de 2008 a 2013.

MESTRADO EM ECONOMIA POLÍTICA

SÃO PAULO

2013

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO

PUC-SP

Eliei Felix de Lima

Política Cambial no Brasil e Seus Impactos: uma análise para o período de 2008 a 2013.

MESTRADO EM ECONOMIA POLÍTICA

Dissertação apresentado à Banca Examinadora da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, como exigência parcial para a obtenção do título de MESTRE em Economia Política sob a orientação do Prof. Doutor Antonio Correia de Lacerda.

SÃO PAULO

2013

Eliei Felix de Lima

Política Cambial no Brasil e Seus Impactos: uma análise para o período de 2008 a 2013.

Dissertação apresentado à Banca Examinadora da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, como exigência parcial para a obtenção do título de MESTRE em Economia Política sob a orientação do Prof. Doutor Antonio Correia de Lacerda.

Aprovado em: ____ / ____ / ____.

Banca Examinadora

AGRADECIMENTOS

De início devo agradecer à minha esposa Kátia que me apoiou durante todo o mestrado, foi compreensiva quando tive que me ausentar para desenvolver a dissertação e me incentivou nos momentos mais difíceis. Aos meus filhos Jeniffer e Eliel Filho os quais deixaram de aproveitar as duas últimas férias comigo por conta dos meus compromissos acadêmicos e por compreender os momentos que deixei de fazer as atividades que sempre fizemos juntos.

Num registro familiar, agradeço ao meu pai, Orlando Felix de Lima e à minha mãe, Doralina Rosa Mesquita Lima, que são os grandes responsáveis pelo caminho que tenho trilhado ao longo do tempo, com valores morais e religiosos que me passaram e continuam a passar com grande sabedoria.

Agradeço a todos os colegas de sala que com discussões sobre economia me incentivaram na busca do conhecimento e contribuíram de alguma maneira para o meu aprendizado.

Aos professores que deram importantes contribuições para o meu aprendizado e me serviram de inspiração. Em especial, agradeço aos professores Rubens Sawaya e Joaquim Carlos Racy que participaram da qualificação e deram importantes contribuições para a finalização desta dissertação.

Agradeço ao meu orientador, o professor Antonio Corrêa de Lacerda, que além de ter me orientado durante o desenvolvimento desta dissertação, também deu importante contribuição ao meu aprendizado durante o curso de macroeconomia III.

Ao Banco J Safra S/A pelo apoio financeiro e pela flexibilização do meu horário de trabalho para que eu pudesse dar seguimento ao mestrado sem comprometer o meu desempenho.

Por último, reafirmo minha gratidão ao apoio incondicional de minha esposa e filhos aos quais dedico esta dissertação.

Resumo

A presente dissertação busca desenvolver uma discussão sobre câmbio no Brasil no período pós-crise de 2008, chamando a atenção para a centralidade da taxa de câmbio como instrumento para a promoção do crescimento econômico e da insuficiência dos instrumentos à disposição banco central brasileiro para evitar tanto valorização excessiva nos momentos de alta no ciclo internacional de liquidez quanto *overshooting* cambial em momentos de fuga para a qualidade. Será discutido que na atual arquitetura financeira internacional que se caracteriza pela desregulamentação e liberalização dos mercados, as moedas são tratadas como ativos financeiros de alta liquidez julgados pelos mercados segundo o critério de risco e retorno. Diante disso, a dinâmica dos estoques de riqueza e a lógica da gestão de portfólios dos agentes econômicos são fundamentais para a determinação da taxa de câmbio em detrimento dos fundamentos econômicos. Ao mesmo tempo em que a taxa de câmbio é não neutra, isto é, tem impactos no desempenho da economia real, sua determinação é predominantemente financeira.

Palavras chave: arquitetura financeira internacional, desregulamentação e liberalização financeira, taxa de câmbio.

Abstract

This Dissertation seeks to develop a discussion of foreign exchange in Brazil in the post - 2008 crisis period, drawing attention to the centrality of the exchange rate as an instrument for promoting economic growth and a lack of instruments available to the Brazilian central Bank to avoid both excessive appreciation in moments of high international liquidity cycle as overshooting exchange in times of flight to quality. It will be argued that the current international financial architecture that is characterized by deregulation and liberalization of markets, currencies are treated as highly liquid financial assets judged by the markets according to the criterion of risk and return. Therefore, the dynamics of the stocks of wealth and the logic of portfolio management of economic agents are critical for determining the exchange rate at the expense of economic fundamentals. While the exchange rate is not neutral, that is, have impacts on the performance of the real economy, its determination is predominantly financial.

Key words: international financial architecture, deregulation and financial liberalization, exchange rate.

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1: Fuga de capitais no mercado de ações.....	66
Gráfico 2: Volatilidade no mercado de juros e o Índice Ibovespa.....	67
Gráfico 3: Evolução das reservas e da taxa de câmbio.....	68
Gráfico 4: Evolução da taxa de câmbio R\$/US\$ em 2009.....	70
Gráfico 5: Evolução do saldo em transações correntes e da taxa de câmbio R\$/US\$.....	73
Gráfico 6: Evolução do saldo em transações correntes e dos ativos de reserva.....	73

Sumário

INTRODUÇÃO	1
CAPÍTULO 1 DISCUSSÃO SOBRE A DETERMINAÇÃO DA TAXA DE CâMBIO	5
1.1 PADRÃO OURO	6
1.2 SISTEMA MONETÁRIO INTERNACIONAL NO ENTRE-GUERRAS	10
1.3 BRETTON WOODS.....	13
1.4 PÓS BRETTON WOODS.....	21
1.4.1 CONDICIONANTES DA TAXA DE CâMBIO	25
1.5 CONSIDERAÇÕES FINAIS	27
CAPÍTULO 2 A TAXA DE CâMBIO E O DESEMPENHO DA ECONOMIA REAL	30
2.1 ABORDAGEM DAS ELASTICIDADES	31
2.2 ARGUMENTOS CONTRÁRIOS AOS EFEITOS EXPANSIONISTAS DE UMA DESVALORIZAÇÃO CAMBIAL.....	36
2.2.1 MODELO DE KRUGMAN E TAYLOR (1978)	36
2.2.2 ESTRATÉGIA DE CRESCIMENTO COM POUPANÇA EXTERNA.....	42
2.3 ARGUMENTOS FAVORÁVEIS AOS EFEITOS EXPANSIONISTAS DE UMA DESVALORIZAÇÃO CAMBIAL.....	44
2.3.1 CRÍTICA AO MODELO DE KRUGMAN E TAYLOR (1978)	44
2.3.2 CRÍTICA À ESTRATÉGIA DE CRESCIMENTO COM POUPANÇA EXTERNA	45
2.3.3 MODELOS DE TRADIÇÃO KALDORIANA.....	49
2.4 CONSIDERAÇÕES SOBRE AS TEORIAS E IDEIAS ABORDADAS.....	51
CAPÍTULO 3 EXPERIÊNCIA CAMBIAL BRASILEIRA PÓS-CRISE DE 2008	55
3.1 A CRISE DE 2008	57
3.2 GUERRA CAMBIAL: UM DESDOBRAMENTO DA CRISE FINANCEIRA.....	60
3.3 A APRECIAÇÃO DO REAL PÓS-CRISE DE 2008.....	64
3.3.1 A FUGA DE CAPITAIS E OVERSHOOTING CAMBIAL DURANTE A CRISE DE 2008 ...	65
3.3.2 RETOMADA DO PROCESSO DE APRECIAÇÃO CAMBIAL	69
3.4 CONSIDERAÇÕES FINAIS	75
CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	78
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	82

INTRODUÇÃO

A taxa de câmbio é um dos preços fundamentais da economia. Enquanto variável chave impacta os preços relativos, a distribuição de renda, a estrutura produtiva, o emprego, a inflação, o consumo, o crédito, a dívida pública e privada e as contas externas de uma economia. Sua importância é consensual na literatura e pode ser facilmente comprovada empiricamente analisando as controvérsias que foram e continuam sendo travadas no âmbito dos arranjos monetários internacionais desde o fim do padrão-ouro até os dias atuais.

Embora a importância da taxa de câmbio seja de reconhecimento geral, o tipo de regime cambial, seus determinantes, o papel do estado na condução da política cambial e seu impacto na economia real não gozam do mesmo consenso. No caso brasileiro, a controvérsia vem de longa data, e com o atual contexto histórico em que a crise internacional escancarou as distorções cambiais tanto política (como no caso chinês) quanto por conta da atuação dos mercados financeiros, e mesmo pelas respostas que os países desenvolvidos deram à crise, tem impulsionado ainda mais o debate. O termo “Guerra Cambial” mencionado pelo Ministro da Fazenda brasileiro, Guido Mantega, mostra claramente a tensão que o assunto tem causado mesmo entre os formuladores de política econômica de diversos países.

Desde as crises financeiras dos anos 90, o interesse pelo estudo sobre câmbio tem sido crescente. A liberalização financeira e a consequente financeirização das moedas abriu um amplo campo de estudo que abordam desde os mercados financeiros e de como as taxas de câmbio são formadas no curto prazo, trabalhos sobre ajustamento externo, e até mesmo discussões que relacionam nível de taxa de câmbio com crescimento e desenvolvimento econômico.

O debate que relaciona câmbio com desempenho econômico, por exemplo, continua em aberto. Entre os diversos argumentos sobre o tema, alguns economistas defendem que em função da escassez de poupança nos países em desenvolvimento, países entre os quais o Brasil está incluído, a manutenção de um câmbio apreciado favorece a aquisição de máquinas e equipamentos baratos e até mesmo de tecnologias não possuídas no exterior, estimulando com isso os investimentos e o crescimento econômico. Outros

economistas refutam essa possibilidade mostrando tanto do ponto de vista teórico quanto empírico que essa estratégia gera instabilidade, perda de autonomia na condução da política macroeconômica e baixo desempenho em termos de crescimento econômico.

A presente dissertação buscará desenvolver uma discussão sobre câmbio no Brasil no período pós-crise de 2008, chamando a atenção para a centralidade da taxa de câmbio como instrumento para a promoção do crescimento econômico e de que os surtos de alta volatilidade no câmbio alternado com períodos de forte apreciação da moeda estão relacionados aos ciclos internacionais de capitais e à excessiva abertura financeira. Será discutido que no atual regime monetário internacional, as moedas são tratadas como ativos financeiros de alta liquidez julgados pelos mercados segundo o critério de risco e retorno. Diante disso, a dinâmica dos estoques de riqueza e a lógica da gestão de portfólios dos agentes econômicos representados principalmente pelos investidores institucionais e demais instituições financeiras, são fundamentais para a determinação da taxa de câmbio em detrimento dos fundamentos econômicos. Ao mesmo tempo em que a taxa de câmbio é não neutra, isto é, tem impactos no desempenho da economia real, sua determinação é predominantemente financeira. Não basta analisar as variáveis reais tais como comércio exterior, o crescimento econômico e o estado das finanças públicas, etc., para saber se a taxa de câmbio está ou não em um nível adequado. O que dita o nível adequado do câmbio é o estado das expectativas dos agentes econômicos protagonistas.

No desenvolvimento desta dissertação adotaremos a abordagem segundo a qual a moeda desempenha papel fundamental em todas as relações econômicas, nacional e internacional, ou seja, assume-se a não neutralidade da moeda. Ao mesmo tempo em que a moeda pode fomentar o crescimento econômico, ela também pode desencadear movimentos desestabilizadores que se manifesta na forma de especulação financeira, podendo gerar instabilidade inclusive na economia real. Nessa abordagem, a economia monetária é caracterizada pelo desconhecimento do futuro, isto é, os agentes econômicos trabalham em condições de incerteza, e por isso, em alguns momentos podem manifestar preferência pela liquidez, entesourando moeda, e, portanto, deixando de empregá-la na atividade produtiva, afetando as decisões de produção, o nível de produto e emprego. Por isso, a livre força do mercado não garante por si só estabilidade macroeconômica, muito pelo contrário, ela pode gerar instabilidade.

Seguindo essa abordagem a taxa de câmbio é não neutra, desempenha papel importante nas possíveis trajetórias de crescimento econômico e pode desencadear processos de acumulação e inovação tecnológica. Ao contrário dos modelos convencionais baseados no lado da oferta, o processo de crescimento econômico adotado neste trabalho é aquele em que a demanda exerce papel fundamental no crescimento econômico, e suas condições no curto prazo pode influenciar a trajetória do produto potencial no longo prazo.

Adotaremos a concepção de que os mercados financeiros são inerentemente instáveis, e que as práticas especulativas de curto prazo determinam os preços dos ativos e, contribui para a distorção das taxas de câmbio – os desalinhamentos cambiais são aprofundados e perpetuados, com impactos nefastos sobre a estrutura produtiva dos países. Nesse sentido, ao mesmo tempo em que essa variável desempenha papel chave na economia, ela é determinada financeiramente. Ao contrário de outros momentos históricos em que as condições de oferta e demanda por divisas era um dos principais vetores que exercia pressão sobre o câmbio, no atual arranjo monetário internacional, a moeda é predominantemente determinada pela especulação financeira nos mercados nacionais e globais.

Dado esse panorama, ao longo desta dissertação será abordada a experiência cambial brasileira pós-crise de 2008, chamando a atenção para a insuficiência dos instrumentos utilizados pelo Banco Central para evitar tanto valorização excessiva nos momentos de alta na liquidez internacional, quanto *overshooting* cambial em momentos de fuga para a qualidade – quando há reversão das expectativas e aumento da incerteza. Em relação ao comportamento da taxa de câmbio brasileira será colocada a seguinte questão: por que a moeda brasileira voltou a se apreciar significativamente após a crise de 2008, quando o pior momento da crise havia sido superado? A hipótese de partida para a explicação desse persistente processo de apreciação da moeda brasileira é de que diante do esgotamento dos mecanismos que induziram o crescimento na economia global desde os anos 1990, os esquemas de crescimento baseados no *export led growth* tornaram-se menos dinâmicos e os novos mecanismos de crescimento, principalmente dos países emergentes, se deslocou para o mercado doméstico. Nesse sentido, os países com grandes mercados internos se posicionaram melhor nesse novo padrão. Esse foi o caso do Brasil, que apresentava um grande mercado interno em expansão. Com as boas perspectivas da economia brasileira, os mercados financeiros globais responderam com

uma enxurrada de capitais para o Brasil, que foram agravados pela política monetária expansionista dos países desenvolvidos, principalmente a dos EUA. Nesse sentido, mesmo considerando a existência da chamada guerra cambial, com a adoção de políticas de manipulação cambial, o que mais explicaria a apreciação da moeda brasileira seria a enxurrada de dólares para aproveitar as boas perspectivas de crescimento puxado pelo mercado interno brasileiro.

A dissertação será desenvolvida em tem três capítulos, além desta introdução e de mais um tópico para considerações finais.

No primeiro capítulo será feita uma breve contextualização histórica sobre os arranjos monetários internacionais e terá como objetivo ressaltar a importância do arranjo monetário internacional na determinação da taxa de câmbio e, mostrar que na atual arquitetura financeira, nascida com processo de desregulamentação e liberalização financeira posta em prática a partir dos anos 60, a taxa de câmbio é determinada predominantemente pela lógica financeira.

O segundo capítulo será reservado à análise de algumas teorias que relacionam a taxa de câmbio com a economia real, chamando a atenção para o fato de que a taxa de câmbio é não neutra, isto é, tem impactos na economia real.

No terceiro e último capítulo o objetivo será abordar a experiência cambial brasileira pós-crise de 2008, destacando a insuficiência dos instrumentos utilizados pelo Banco Central, para evitar tanto valorização excessiva nos momentos de alta na liquidez internacional, quanto *overshooting* cambial em momentos de fuga para a qualidade. Neste capítulo será argumentado que a crise de 2008 significou a crise das finanças desregulamentadas e liberalizadas e, o esgotamento dos mecanismos que induziram o crescimento da economia global desde os anos 1990, marcados por crescentes desequilíbrios nos fluxos de comércio e de capitais e de elevada propensão à formação de bolhas de preços dos ativos nos mercados domésticos.

CAPÍTULO 1 DISCUSSÃO SOBRE A DETERMINAÇÃO DA TAXA DE CÂMBIO

A taxa de câmbio é um dos preços fundamentais da economia, impactam os preços relativos, a distribuição de renda, a estrutura produtiva, o emprego, a inflação, o consumo, o crédito, a dívida pública e privada e as contas externas de uma economia. Sua importância é consensual na literatura e pode ser verificada analisando as controvérsias que foram e continuam sendo travadas no âmbito dos arranjos monetários internacionais desde o fim do padrão-ouro até os dias atuais.

Este capítulo irá se ocupar da discussão de como a taxa de câmbio tem sido determinada na história econômica, chamando a atenção para o papel do arranjo monetário internacional e da circunstância histórica.

O ponto de partida será o padrão ouro que funcionou entre 1880 e 1914, em que a maioria dos países fixaram suas moedas em relação ao ouro, e o ajustamento externo estava condicionado à lógica da conversibilidade. Posteriormente, iremos abordar o período do entre guerras, que foi marcado por grandes mudanças políticas, econômicas e sociais, e caracterizou um período de completa desordem financeira internacional. Esta desordem financeira internacional levou os países experimentar três variantes de regimes cambiais: câmbio flexível na primeira metade da década de 20, câmbio fixo com a tentativa de reestabelecer o padrão ouro, e câmbio administrado com o colapso do novo padrão ouro e a intensificação do protecionismo e da adoção de políticas de desvalorização cambial competitiva, prejudicando o comércio internacional. Durante o período do entre guerras o câmbio foi da plena intervenção estatal ao livre mercado. Na sequência será abordado o acordo de Bretton Woods, período que combinou crescimento econômico com estabilidade, adotou-se câmbio fixo ajustável e controles de capitais. Por último, será discutido o atual sistema monetário internacional, caracterizado pela centralidade das finanças, em que o capital financeiro se livrou dos grilhões do sistema de Bretton Woods através do intenso processo de liberalização e desregulamentação dos mercados.

O objetivo deste capítulo é mostrar em primeiro lugar que a taxa de câmbio está subordinada ao arranjo monetário internacional prevalecente, da circunstância histórica e dos interesses hegemônicos prevalecentes em cada momento histórico. Em segundo

lugar, considerando o atual funcionamento do sistema monetário internacional caracterizado pela financeirização das economias capitalistas, em que com o processo de liberalização e desregulamentação dos mercados as finanças tornaram-se globais, o câmbio assim como os títulos de dívida, commodities e ações, etc., são determinados predominantemente pela lógica financeira. Além disso, busca-se mostrar que no atual sistema dominado pelas finanças a precificação dos ativos se caracteriza pelo frequente descolamento entre os preços e os fundamentos econômicos e pela exacerbação dos momentos de euforia e de pessimismo. Então ao mesmo tempo em que a taxa de câmbio é variável fundamental na economia, na atual arquitetura financeira internacional esta variável está sujeita aos sabores e dessabores dos mercados, vale dizer, da especulação financeira.

1.1 PADRÃO OURO

Desde os anos de 1880, quando muitos países já haviam adotado o padrão ouro até os dias atuais a escolha do regime cambial entendido como o mais adequado para um determinado país, na prática tem sido condicionada por convenção, por acordos internacionais ou pela circunstância. (COOPER, 1999, p. 2)

Entre 1880 e 1914, os países que adotaram o padrão ouro, fixaram suas moedas domésticas em relação ao ouro pela circunstância daquela época. Naquele momento a revolução industrial havia transformado a Grã-Bretanha na mais importante potência econômica do mundo e principal fonte de financiamento externo, e, portanto, tornou a adoção do padrão ouro bastante atrativa. (EICHENGREEN, 2000, p. 36-43).

Teoricamente o padrão ouro funcionava de acordo com o modelo *price-specie-flow* de David Hume cujas hipóteses básicas eram: circulação exclusiva de ouro; plena flexibilidade de preços e incapacidade de criação de moeda por parte do sistema bancário¹. (EICHENGREEN, 2000).

a interpretação convencional dos mecanismos de funcionamento do padrão ouro consagrou o processo proposto por Hume (1752), que começa com a hipótese de que quarto quintos de todo o dinheiro da Grã-Bretanha teria sido aniquilada durante a noite e procede acompanhando as consequências.(GONTIJO, 2011, p.12)

¹ Nesse caso, o multiplicador bancário é igual à unidade, isto é, os meios de pagamento e a base monetária deveriam ser praticamente iguais.

Nesse caso,

Os preços das mercadorias e os salários britânicos iriam cair na mesma proporção; as mercadorias britânicas iriam consequentemente superar a concorrência estrangeira, e o aumento das exportações iria ser paga em dinheiro [-ouro-] até que o 'nível do dinheiro' na Grã-Bretanha fosse novamente igual ao dos países vizinhos. Assumindo em seguida que o dinheiro na Grã-Bretanha fosse multiplicado por cinco durante a noite, [...] os preços e os salários se elevariam tanto na Inglaterra que nenhum país estrangeiro poderia comprar mercadorias britânicas. Em compensação, ficariam comparativamente tão baratas que seriam importadas em grandes quantidades. Consequentemente, haveria um fluxo de dinheiro para fora da Inglaterra até que estivesse no nível dos outros países (VINER, 1937 *apud* GONTIJO, 2011, p. 12-13)

De acordo com esse modelo teórico de funcionamento do padrão ouro, a taxa de câmbio nominal era fixa e, portanto, não influenciava o ajustamento externo da economia – o ajustamento era feito via preços, isto é, caberiam aos preços internos o ajuste da taxa de câmbio real e o equilíbrio do balanço de pagamentos. Esse modelo de Hume é bastante limitado porque pressupunha circulação exclusiva de ouro e plena flexibilidade de preços. Ao longo do tempo “os mercados e instituições financeiras continuaram a evoluir, o modelo de Hume passou a se constituir em uma caracterização cada vez mais parcial do funcionamento do padrão ouro” (EICHENGREN, 2000, p. 51).

O modelo *price-specie-flow* de David Hume representa a “simples aplicação da teoria quantitativa da moeda num contexto internacional” (ALLEN *apud* GONTIJO, 2011, p. 15), e na prática não era suficiente para explicar a realidade econômica daquela época. Eichengreen (1995) coloca que além do fato de que alguns preços já gozavam de certo grau de rigidez², o padrão ouro funcionou bem no pré-guerra por conta da existência de algumas cláusulas de escape. Quando ocorria alguma perturbação no mercado, os países poderiam suspender temporariamente a conversibilidade sem afetar a credibilidade, como no caso da Inglaterra que o fez durante as guerras francesas, e os EUA durante e após a guerra civil. Com a suspensão temporária da conversibilidade os países restringiam a fuga de capitais que poderia ser alimentada por expectativas de desvalorizações cambiais³. Os países centrais também mantinham acordos entre seus bancos centrais, de

² Mesmo antes da consolidação dos sindicatos os salários não eram perfeitamente flexíveis.(EICHENGREEN, 1995, p. 59)

³ Diferentemente dos países centrais que gozavam da prerrogativa de suspender temporariamente a conversibilidade mantendo a credibilidade, os países da periferia suspendiam a conversibilidade, permitiam a depreciação de suas taxas de câmbio e, consequentemente, perdiam a credibilidade. (EICHENGREEN, 1995, p. 60)

modo que nos momentos de ataques especulativos contra as principais moedas do sistema, o banco central do país em dificuldade conseguia descontar títulos ou emprestar ouro de outros países, contendo as pressões de mercado. Isso ocorreu em 1890, quando por conta do calote do governo argentino, o principal banco britânico – Baring Brothers teve problema de liquidez, e o Banco da Inglaterra precisou tomar 3 milhões de libras em ouro do Banco da França e mais 1,5 milhões de libras em moedas de ouro do governo russo.

Os ajustamentos monetários durante o padrão ouro estavam condicionados à lógica da manutenção da conversibilidade. E para manter a conversibilidade os bancos centrais do centro do sistema lançavam mão da manipulação das taxas de juros e das condições de crédito, e, portanto,

no processo de ajustamento do balanço de pagamentos, o papel desempenhado pelas variações do nível de preços, embora presente era, ao contrário do preconizado pelo mecanismo de fluxo de metais/ajuste de preços de Hume, inteiramente instrumental, revertendo-se ao final do mesmo. (GONTIJO, 2011, p.18-24)

A despeito do fato de não representar adequadamente o funcionamento efetivo do arranjo monetário internacional no período do padrão ouro, a exposição teórica de Hume exerceu uma influência tão grande que até hoje continua sendo a abordagem predominante na análise do padrão ouro.

Outro aspecto que vale mencionar em relação ao padrão ouro é heterogeneidade de inserção dos países neste arranjo monetário. Quando se fala em padrão ouro se faz necessário fazer uma distinção entre os países centrais e os países periféricos. Quando o padrão ouro se tornou um sistema verdadeiramente internacional as estruturas monetárias dos países eram heterogêneas, guardavam mais diferenças que semelhanças. Os países que haviam adotado um padrão puramente baseado no ouro foram: Inglaterra, Alemanha, França e Estados Unidos. E mesmo entre estes países havia algumas diferenças, como no caso da França que as moedas de prata continuavam a circular com poder liberatório na economia. Nos EUA, por exemplo, até 1900 o padrão ouro foi limitado por questões políticas relacionadas ao interesse vinculado à mineração da prata. Para acalmar o ímpeto dos representantes da prata, as leis Bland-Allison, de 1878, e a lei Sherman, de 1890, exigiam que o Tesouro adquirisse prata e a cunhasse na forma de moedas na proporção de 16 para 1, ou emitisse certificados de prata permitindo

resgate equivalente em ouro. Fica evidente que no caso da economia dos EUA havia um componente fortemente político que complicava a adoção de um padrão puramente em ouro. O padrão ouro foi consolidado nos EUA somente a partir da Lei do Padrão Ouro, que fixou o dólar ao ouro e não estabeleceu qualquer compromisso do Tesouro com a compra de prata. Em outros países o dinheiro em circulação era predominantemente na forma de papel, prata e moedas representativas. O que aproximava estes países do padrão ouro era a garantia de conversibilidade. Geralmente o Banco Central ou Nacional mantinha uma reserva em ouro a ser honrada na eventualidade de suas obrigações serem apresentadas para resgate.

Nos países periféricos a heterogeneidade é levada ao extremo. Muitos países não tinham sequer um sistema monetário nacional desenvolvido. Um exemplo interessante é a própria economia brasileira, que àquela altura passava por grandes transformações estruturais – a escravidão havia chagado ao fim e dava início ao Brasil república. O fim da escravidão por si só já representou uma mudança estrutural importante porque até então não havia necessidade de dinheiro em circulação para efeito de pagamentos de salários. Franco (1992) coloca que o fato de maior relevância ocorrido na economia brasileira no final do século XIX foi o aumento da importância relativa do setor assalariado. De acordo com o autor a transição da mão-de-obra escrava para a mão-de-obra assalariada teve um notável impacto monetário, pois elevou significativamente as necessidades de capital de giro na atividade agrícola e com isso, elevou o grau de monetização e a demanda por moeda na economia. Se por um lado houve um choque de demanda, por outro a oferta monetária inelástica tornou o sistema bancário mais vulnerável aos excessos de saques que passaram a ocorrer periodicamente. “[O] incipiente desenvolvimento do sistema bancário o tornava especialmente vulnerável às variações sazonais na procura por crédito e nos seus depósitos.” (FRANCO, 1992, p.17). Diante destas mudanças estruturais a adoção e manutenção do padrão ouro no caso da economia brasileira se mostrava inviável.

Se o modelo teórico de Hume apresentava suas limitações em relação aos países centrais, no caso das economias periféricas ele tinha um alcance ainda menor. A economia Brasileira, por exemplo, que era caracteristicamente primário-exportadora, as hipóteses do modelo de Hume tornam-se pouco realista. O modelo previa um volume substancial de transações com ouro, o que nunca aconteceu de fato. A maior parte dos

fluxos de ouro provinha das minas de ouro e não do fluxo de comércio. Os desequilíbrios comerciais eram contrabalançados por instrumentos de política monetária, vale dizer, com a manipulação das taxas de redesconto e a emissão de títulos de dívida.

Einchengreen (2000, p. 57-58) coloca que o padrão ouro enquanto sistema monetário internacional era mais que um simples conjunto de equações encontrado nos manuais de economia. O sistema era uma instituição construída socialmente num momento histórico particular. Para o autor, a pedra fundamental do padrão ouro do período pré-guerra foi a prioridade conferida à manutenção da conversibilidade. As autoridades tinham mandato para utilizar todos os instrumentos necessários para manter a estabilidade da moeda. Ainda de acordo com o autor, até então não havia uma teoria coerente sobre a relação entre a política de um banco central e a economia, e a pressão da sociedade sobre os governantes para subordinar a estabilidade da moeda a outros objetivos não foi uma característica do período do padrão ouro.

“O compromisso dos governos em relação à conversibilidade ganhava em credibilidade pelo fato de que os trabalhadores que mais sofriam em consequência dos tempos difíceis mal tinham condições de fazer sentir suas objeções. Na maioria dos países, o direito ao voto era ainda limitado aos homens que possuísssem propriedades (às mulheres era praticamente universal a negação do direito ao voto). Os partidos trabalhistas representantes dos proletariados estavam ainda em seus anos de estruturação. O trabalhador que corria o risco de ficar desempregado quando o banco central elevava a taxa de redesconto tinha oportunidades limitadas para fazer ouvir suas objeções e chances ainda menores para demitir de seus cargos os governantes e diretores do banco central responsável pela formulação dessas políticas.” (EICHENGREEN, 2000, p.58)

Durante a primeira guerra mundial o padrão ouro foi interrompido, e nos anos 20 houve uma tentativa não muito exitosa de retorno ao padrão monetário pré-guerra. No período 1914-1946 o arranjo monetário internacional foi marcado por um estado de completa desordem.

1.2 SISTEMA MONETÁRIO INTERNACIONAL NO ENTRE-GUERRAS

Ao término da primeira guerra mundial, a retomada do padrão ouro esbarrava em uma série de dificuldades. O valor da libra esterlina havia se deteriorado em função dos esforços de guerra, os sufrágios universais dos homens, o crescente poder dos sindicatos e o reconhecimento da importância da relação entre política monetária e desemprego politizaram as decisões dos bancos centrais, o ouro havia se tornado escasso na Europa

e o meio circulante dos países estavam bastante inflacionados. Nesse sentido, as possibilidades de retorno ao padrão monetário pré-guerra ficaram inviabilizadas.

Além disso, no entre guerras surgiu uma nova forma de se pensar as questões monetárias – a flexibilidade da política monetária no plano interno surgia como uma forma de melhorar o bem estar nacional. Contudo, essa independência monetária era incompatível com a rigidez do padrão ouro. Em relação a isso, Keynes formulou uma solução para esse dilema que consistia na manutenção de um *spread* entre o preço de compra e venda do ouro, de modo que qualquer país poderia manter uma banda de flutuação da taxa de câmbio, aumentando com isso, o grau de liberdade da política monetária para alinhar os objetivos internos e externos.

A derrocada final do padrão ouro ampliou o espaço para essa independência nacional para muito além do que Keynes havia argumentado e mesmo desejado – muitos países passaram a experimentar regimes de câmbio flexível. Sobre a adoção desse tipo de regime cambial Ragnar Nurkse, num influente estudo feito para a Liga das Nações colocou que:

A system of completely free and flexible exchange rates is conceivable and may have certain attractions in theory; and it might seem that in practice nothing could be easier than to leave international payments and receipts to adjust themselves through uncontrolled exchange variation in response to the play of demand and supply. Yet nothing would be more at variance with the lessons of the past. (NURKSE *apud* COOPER, 1999, p.5)

A experiência cambial do entre guerras é muito rica para discussões sobre câmbio. Na primeira metade da década de 20 alguns países permitiram a livre flutuação das taxas de câmbio e experimentaram elevação da incerteza, aumento da volatilidade e movimentos desestabilizadores na economia.

A história do franco francês do pós-guerra até o final de 1926 fornece um exemplo instrutivo das variações totalmente livres e não controladas das taxas de câmbio [...] Os perigos de [...] movimentos cumulativos e auto-agravantes sob um regime cambial em livre flutuação são claramente demonstrados pela experiência francesa [...] Movimentos auto-agravantes, em vez de promover um ajuste na balança de pagamentos, tendem a intensificar qualquer desequilíbrio inicial e produzir o que pode ser denominado condições “explosivas” de instabilidade [...] Podemos, em particular, lembrar o exemplo do franco francês no período de 1924-1926. (NURKSE *apud* EICHENGREEN, 2000, p. 82-83)

Eichengreen (2000, p. 90-128) coloca que essa experiência de flutuação limpa pode ter reforçado o desejo de ressuscitar o padrão ouro dos anos anteriores à guerra. Esse retorno atendia tanto aos críticos do regime de câmbio flutuante, que enxergavam no padrão ouro uma forma de evitar os movimentos especulativos e desestabilizadores da flutuação cambial, quanto àqueles que creditavam a alta volatilidade do câmbio flexível às políticas erráticas dos governos. Contudo, o retorno ao padrão ouro num momento histórico em que passava existir conflito entre objetivos internos e externos e existência de desalinhamento de preços relativos, levou à derrocada do novo padrão ouro e ao início de um período em que o regime cambial era de flutuação administrada. Ao romper com o padrão ouro os países passaram a contar com maior liberdade para adotar políticas econômicas independentes. Contudo, a falta de coordenação em âmbito global levou a uma onda de desvalorizações competitivas do tipo *beggar-thy-neighbor-devaluation*, prejudicando o comércio internacional.

Em síntese, o período de desordem financeira internacional do entre guerras foi consequência das circunstâncias econômicas e políticas que caracterizou o período. A composição entre objetivos internos e externos se impuseram, ou seja, a estabilidade e conversibilidade da moeda que eram consideradas prioridades inquestionáveis do padrão ouro, foram substituídas por um conjunto de objetivos econômicos que incluía a utilização da política monetária para atingir objetivos de política econômica nacional. Então na tentativa de conciliar objetivos de política econômica interna e externa, os países experimentaram três variantes de regimes cambiais: câmbio flexível na primeira metade da década de 20, câmbio fixo com a tentativa de reestabelecer o padrão ouro, e por fim, câmbio administrado com o colapso do novo padrão ouro. Ocorreram algumas tentativas de definir um arranjo monetário por intermédio de acordo internacional, mas àquela época a hegemonia do Reino Unido já estava em declínio e os EUA ainda não estavam interessados em alterar aquela realidade que tanto os favoreciam. Esse acordo internacional só veio a ocorrer após a segunda guerra mundial, na convenção de Bretton Woods, quando os EUA emergiam como a grande potência econômica, política e militar, e foi possível impor o novo acordo ao mundo sem muita resistência.

O arranjo monetário internacional do entre guerras, caracterizado por intensos processos de instabilidade econômica e financeira potencializado pela tentativa de retorno ao sistema monetário do padrão ouro anterior à primeira grande guerra, e por outras duas

variantes cambiais (câmbio flexível e câmbio administrado) num mundo completamente distorcido pelas metamorfoses econômica, política e social do início do século XX, evidenciou a importância do planejamento e implementação de um arranjo monetário internacional robusto que permitisse o livre-comércio benéfico a todos os países e a existência de mecanismos de ajustes e válvulas de escapes para evitar os erros do passado. Era necessária uma arquitetura que evitasse políticas de desvalorizações cambiais competitivas e viabilizar a retomada do crescimento do comércio internacional.

Foi com esse espírito que os pensadores e formuladores de política econômica da época se debruçaram para tentar construir um sistema monetário internacional que mais tarde ficaria conhecido como acordo de Bretton Woods.

1.3 BRETTON WOODS

Os estudos e propostas que foram colocados em discussão na reunião de julho de 1944, não por acaso, só durou três semanas. Na verdade, os debates que deram origem a “uma das mais audaciosas iniciativas em engenharia social tentadas até então”, foram travados nos meses anteriores à conferência de Bretton Woods, opondo os planos das delegações americana materializado no plano de Harry Dexter White e britânica com o plano de Keynes. (CARVALHO, 2004, p. 51-58)

Antes de fazer uma breve discussão sobre os planos desses dois pensadores, e do arranjo monetário implementado com o acordo de Bretton Woods, é importante ter em mente que um padrão monetário internacional é,

a cola que mantém ligadas as economias dos diferentes países. Seu papel é dar ordem e estabilidade aos mercados cambiais, promover a eliminação de problemas de balanço de pagamentos e proporcionar acesso a créditos internacionais em caso de abalos desestruturadores.(EICHENGREEN, 2000, p.23).

A função de um sistema monetário internacional é fornecer uma moeda internacional, uma forma de relacionamento entre as moedas dos países, um esquema de relacionamento entre os balanços de pagamentos assim como a mecânica de liquidação das transações. Portanto, o sistema é mais amplo que monetário porque além da questão monetária trata das relações comerciais, fiscais bem como de outras práticas nacionais. (SALOMON, 1976,p. 19).

A proposta keynesiana de reestruturação do sistema monetário internacional foi influenciada pela sua visão acerca do funcionamento de uma economia monetária. De acordo com a visão de Keynes, em uma economia monetária, não há mecanismos de mercado que garantam por si só a estabilidade econômica. A moeda definida em termos de suas três funções clássicas, qual seja, intermediário de trocas, unidade de conta e reserva de valor, além de funcionar como um lubrificante para as transações econômicas e de permitir a mensurabilidade de toda a produção em termos de uma unidade de medida comum, permite, por intermédio de sua função reserva de valor, que os agentes econômicos passem a entesourar parte do dinheiro para consumo futuro. Ao fazer isso, a moeda passa a influenciar os motivos e decisões dos agentes econômicos em um contexto de incerteza. Nesse sentido, a moeda não é neutra, pois sua retenção por parte dos indivíduos se constitui uma forma de segurança contra as incertezas em relação aos seus planos de consumo e produção futura, condicionando, portanto, toda a dinâmica do processo produtivo. A questão é que ao alocar a renda na forma de riqueza não-reprodutível, isto é, no entesouramento, deixando, portanto, de alocá-la na aquisição de bens produzidos por trabalho, gera uma insuficiência de demanda efetiva que leva ao desemprego e à depressão econômica. (FERRARI FILHO, 2006, p 7-11)

A proposta de Keynes materializada em sua *International Clearing Union (ICU)*, continha essa concepção sobre o funcionamento de uma economia monetária. A ICU consistiria numa Câmara de Compensações Internacionais composta pelos Bancos Centrais Nacionais, e centralizaria todos os pagamentos concernentes às exportações e importações de bens, serviços e ativos. Os Bancos Centrais manteriam uma conta junto a essa entidade centralizadora, e todas as transações seriam liquidadas por intermédio da transferência de reservas entre os Bancos Centrais, sem a existência física de uma moeda internacional, mas sim uma moeda escritural cujo nome seria *bancor*. Isso implicaria a centralização do mercado de câmbio, porque todas as transações teriam que passar pelos Bancos Centrais, os únicos a terem acesso à ICU. Dois aspectos interessantes da proposta keynesiana é que por um lado o ajuste nos balanço de pagamentos deixaria de ser um problema exclusivo do país deficitário e por outro, o problema de rigidez na oferta monetária que havia caracterizado o padrão ouro seria eliminado, pois com o novo sistema a oferta monetária poderia variar de acordo com as necessidades do comércio internacional. O ajuste no balanço de pagamentos só recairia sobre o país deficitário, se ficasse evidenciado que este estivesse forçando sua economia

para além dos limites do pleno emprego. Se por outro lado, o déficit deste país fosse consequência de uma política por parte de outro país que estivesse mantendo sua economia abaixo do pleno emprego, o peso do ajuste seria repartido – o país superavitário deveria expandir seus gastos em conjunto com um aperto na economia deficitária, de modo que ambos os países convergissem para o equilíbrio, ao menor custo em termos de renda e emprego possível. (CARVALHO, 2004, 54-58).

Na proposta de Keynes fica evidente que ao inviabilizar a existência física da moeda internacional e limitar o acesso à ICU aos Bancos Centrais, os problemas advindos do entesouramento da moeda, característico de uma economia monetária (no plano nacional), que se constituía a fonte de instabilidade e de geração de insuficiência de demanda efetiva seria minimizado.

as proposições de reforma do sistema monetário internacional apresentadas por Keynes parecem sinalizar a necessidade de se criar uma moeda de conversibilidade internacional, não passível de entesouramento por parte dos agentes econômicos, que vise, única e exclusivamente, dinamizar as relações comerciais, cambiais e monetário-financeiras em nível mundial. Em outras palavras, a moeda de conversibilidade internacional, na concepção de Keynes, parece pressupor uma característica de ‘neutralidade’ monetária. (FERRARI FILHO, 2006, p. 16)

O plano de White era um pouco menos ambicioso que o de Keynes. Na verdade seu plano representava as principais preocupações dos EUA àquela época. Para os EUA a principal preocupação do pós-guerra se resumia à adoção de práticas restritivas de comércio que prejudicariam sua economia. Nesse sentido, o plano americano previa a criação de uma instituição cuja função se resumia à criação de um fórum composto pelos países membros e a constituição de um fundo composto por moedas desses países para prover financiamento de curto prazo aos países com dificuldades no balanço de pagamentos. O fórum teria como objetivo o exame das condições econômicas dos países membros, para fugir à rigidez do câmbio fixo do padrão ouro e daquelas desvalorizações competitivas que haviam caracterizado os períodos de crise. Esse fórum se encarregaria de analisar e indicar quando um país deveria promover um ajuste na taxa de câmbio para ajustar o balanço de pagamentos. (CARVALHO, 2004, p. 58-59)

Sobre a diferença entre os planos de Keynes e de White Eichengreen colocou que,

estava nas obrigações que eles impunham aos países credores na flexibilidade das taxas de câmbio e na mobilidade do capital por eles admitidas. O plano de Keynes teria permitido aos países modificar suas taxas de câmbio e adotar restrições cambiais e comerciais conforme necessário para compatibilizar o pleno emprego como equilíbrio no balanço de pagamentos. O Plano de White, em contraste, previa um mundo livre de controles e de paridades fixas sob supervisão de uma instituição internacional com poder de veto sobre mudanças nessas paridades. Para impedir que políticas deflacionárias estrangeiras obrigassem os países a importar desemprego, a *Clearing Union* de Keynes previa um grande volume de recursos para o financiamento do balanço de pagamentos (...) e substancial flexibilidade no câmbio. Se os Estados Unidos registrassem persistentes superávits em seu balanço de pagamentos, como ocorrera na década de 30, ficariam obrigados a financiar a totalidade dos direitos de saque dos outros países (...). (EICHENGREEN, 2000, p.135)

Um ponto de convergência entre os planos de Keynes e de White estava na questão dos controles de capitais. Para Keynes, algumas classes de capitais geravam instabilidade na economia internacional e na economia doméstica sem oferecer benefício algum. Já o plano americano, estava mais preocupado em manter o comércio externo funcionando de forma adequada e não os fluxos de capitais. (CARVALHO, 2004, p. 58)

Sobre as diferentes visões de Keynes e White em relação à construção do sistema monetário internacional Aglietta colocou que,

“[E]mbora divergissem quanto ao alcance e ao mecanismo da cooperação monetária, os negociadores de Bretton Woods tinham uma filosofia comum a respeito dos princípios básicos que implicava uma sociedade aberta. Cabia ao dinheiro desempenhar um papel fundamental se se pretendia reestabelecer o livre-comércio benéfico a todos os países. As taxas de câmbio estáveis eram essenciais para que não se repetissem os erros do período entre as grandes guerras, mas elas não mais podiam ser obtidas pela aplicação de uma regra obrigatória de conversibilidade do ouro. A ação coletiva era uma tendência na intelectualidade da nova era e tinha de ser assegurada sob a orientação de uma instituição internacional que atuasse em benefício mútuo de seus membros. (AGLIETTA , 2004, p.206)

A discussão dos dois negociadores foi mediada pela inexorável circunstância histórica e econômica da época. Naquele momento o principal condicionante contra as ideias de Keynes fora a própria consolidação da hegemonia norte-americana sobre o mundo capitalista. Embora Keynes e White mantivessem visões diferentes sobre a construção da arquitetura monetária internacional, essas diferenças em parte eram consequência do interesse divergente dos países que cada um representava. O que estava em jogo não era a melhor arquitetura financeira internacional para o mundo, mas sim uma arquitetura

financeira que viabilizasse a retomada do crescimento do comércio internacional de acordo com os interesses principalmente dos EUA que havia se tornado a maior potência hegemônica. Com isso, “[c]omo não poderia deixar de ser, a proposta vencedora na conferência foi a americana, praticamente não restando nada do Plano de Keynes nas instituições criadas em Bretton Woods” (CARVALHO, 2004, p. 52)

O acordo de Bretton Woods teve como resultado a criação de um sistema monetário internacional baseado no câmbio fixo ajustável, a criação do FMI e do Banco Mundial, e o reconhecimento da importância da adoção de controles de capitais para conter pressões indesejáveis contra a moeda dos países. O FMI tinha como objetivo administrar o sistema internacional de pagamentos de modo que os desequilíbrios nos balanços de pagamentos de países deficitários não comprometessem o regime de câmbio fixo. Para isso, a instituição dispunha de recursos para financiar a balança de pagamentos de países que estivessem em situação de risco, e mandato para monitorar, para penalizar governos responsáveis por políticas que desestabilizassem o sistema, e para compensar os países que fossem prejudicados por essas políticas. Ao permitir que os países adotassem controles de capitais, os desequilíbrios no balanço de pagamentos poderiam surgir ou por conta do excesso de demanda agregada ou pelo fato de que na assinatura do acordo a taxa utilizada estivesse desalinhada. No primeiro caso o receituário era uma política contracionista para equilibrar a demanda agregada. Já no segundo caso, se fosse identificado um desequilíbrio fundamental, o FMI poderia permitir que o país ajustasse sua taxa de câmbio para o nível de equilíbrio. (CARVALHO, 2004, p. 181-185)

De acordo com Eichengreen (2000, p. 131-133), na prática, porém, os três elementos do acordo de Bretton Woods não funcionaram de forma harmoniosa. Para o autor, o sistema de taxas ajustáveis funcionou de forma contraditória porque nos países industrializados as alterações nas taxas de câmbio foram raras, e a monitoração do FMI tornou-se “um leão desdentado”. A capacidade de financiamento do FMI logo ficou pequena frente à magnitude dos desequilíbrios nos balanços de pagamentos, e as cláusulas de escassez de divisas nunca foram aplicadas para punir os países cujas políticas fossem desestabilizadoras. Já em relação aos controles de capitais o autor reconhece que funcionou a contento. Naquela época, os países já adotavam uma série de medidas de controle de capitais com o intuito de canalizar recursos para setores estratégicos, e na

verdade, esses controles eram apenas parte de uma série de medidas que incluía até a exigência de licenças para importação.

Para alguns autores, embora tenha distanciado significativamente das normas inicialmente estabelecidas, o Sistema de Bretton Woods funcionou a contento e contribuiu para uma era de prosperidade econômica de grande envergadura. É verdade que pouco restou das ideias de Keynes no acordo de Bretton Woods e mesmo algumas das normas que haviam sido definidas não funcionaram ou sofreram algumas distorções. Contudo, mesmo com algumas fragilidades e contradições internas que mais adiante contribuiria para a sua derrocada, durante esse período existiu efetivamente um padrão monetário internacional que proporcionou uma expansão econômica histórica.

Esse período foi marcado pela combinação de estabilidade com crescimento econômico. Comparando o período precedente e subsequente, as taxas de câmbio apresentaram uma estabilidade extraordinária. Adicionalmente à estabilidade das taxas de câmbio, houve um processo de expansão do comércio internacional sem precedentes, contribuindo para impulsionar o crescimento econômico em escala global.

Davidson (1996, p. 13-14) utiliza uma tabela desenvolvida pela economista Adelman e mostra que durante a era de ouro de Bretton Woods, a taxa de crescimento “foi quase o dobro daquela correspondente ao pico prévio de crescimento dos países industrializados durante a Revolução Industrial (de 1820 a 1913) (...). O crescimento anual da produtividade do trabalho entre 1950 e 1971 foi mais que o triplo maior que a da Revolução Industrial”. O autor continua e conclui, que se compararmos os períodos precedentes e subseqüentes, as taxas de crescimento econômico são desanimadoras.

Bresser-Pereira faz uma análise da crise financeira internacional de 2008⁴, e compara o período dos anos dourados de Bretton Woods com os anos de predomínio do neoliberalismo, e mostra claramente que a partir da década de 1970, quando houve a transição dos anos dourados para o capitalismo liderado pelo setor financeiro, o sistema tornou-se intrinsecamente instável, além disso, as taxas de crescimento econômico diminuíram e a desigualdade cresceu. “Enquanto a era dourada foi marcada por mercados financeiros regulados, estabilidade financeira, elevadas taxas de crescimento

⁴ Fazemos referência à crise financeira de 2008, entendida como sendo a crise bancária que teve início em 2007 e tornou-se uma crise global em 2008 a partir da quebra do Lehman Brothers.

econômico e uma redução da desigualdade, o oposto ocorreu nos anos do neoliberalismo.” (BRESSER-PEREIRA, 2010, p. 54)

O acordo de Bretton Woods se distanciou significativamente das ideias propostas por Keynes, e mesmo o que foi estabelecido de *jure* neste acordo divergiu de seu funcionamento efetivo. Além de estabelecer algumas regras para o funcionamento do sistema, este acordo refletiu e afirmou a hegemonia americana. Entre as regras estabelecidas, o ouro desempenharia o papel de reserva internacional, o dólar ficaria vinculado ao ouro, as demais moedas deveriam se alinhar ao dólar, e a convertibilidade seria estabelecida a uma taxa relativamente fixa. Contudo, como os EUA eram credores do resto do mundo e detinha cerca de dois terços do estoque de ouro do mundo, acabou que a moeda americana tornou-se referencial internacional, e a gestão monetária internacional ficou nas mãos dos EUA.

Embora o acordo de Bretton Woods tivesse instituído o FMI para financiar desequilíbrios nos balanços de pagamentos e o Banco Mundial para financiar a reconstrução dos países devastados pela segunda guerra mundial, na prática coube aos EUA a tarefa de reconstrução da Europa e do Japão e o papel de banqueiro internacional. Nesse sentido, os EUA desempenharam o papel de demanda efetiva autônoma do resto do mundo e de prestador de última instância.

Contudo, ao proporcionar os ajustes estruturais entre as nações industrializadas, que viabilizou a retomada do crescimento mundial, os EUA abriram sua economia às exportações destes países, garantiu o suprimento de liquidez internacional, e passou da posição de superavitário para deficitário do resto do mundo. Com isso, embora essa hegemonia tenha proporcionado amplo raio de manobra na condução da política americana, deixou algumas contradições internas que mais tarde contribuiria para a própria derrocada daquela ordem monetária internacional. Estas contradições foram apontadas por Triffin (1979) ao final da década de 50 e ficou conhecida como “dilema de Triffin”. A contradição apontada por Triffin estava relacionado à impossibilidade da moeda americana desempenhar a função de meio de troca e reserva de valor respeitando o lastro em ouro. A questão é que para emitir mais moeda lastreada em ouro os EUA teria que apresentar sucessivos superávits no balanço de pagamentos com o resto do mundo. Acontece, que se os EUA apresentassem sucessivos superávits na balança de pagamentos, ocorreria uma escassez de dólar no mercado internacional, e, portanto, se a

moeda é escassa no exterior ela não pode satisfazer a demanda por liquidez. “A contradição acabou sendo resolvida em favor das necessidades de liquidez internacional e tornando a conversibilidade ao ouro, de fato, letra morta.” (BAER e CINTRA et al,1995, p.82)

Quando as economias europeias e japonesas já estavam estruturadas o suficiente para garantir a conversibilidade de suas moedas, iniciou-se um processo de saída de capitais dos EUA em direção a estas economias, cresceu a desconfiança em relação à capacidade dos EUA garantir a conversibilidade e começaram os questionamentos em relação à posição privilegiada dos EUA. “A partir de uma situação mais simétrica, pelo menos no campo econômico, começavam a contestar os graus de liberdade desfrutados pelos EUA a partir da circulação internacional do dólar”. (BAER e CINTRA et al, 1995, p.82).

Os déficits na balança de pagamentos dos EUA ganha importância já a partir de 1958, em função das maciças saídas de fluxo de capitais para compra de ativos estrangeiros pelas companhias americanas (que passaram a buscar oportunidades de ganho na Europa) e, também, por conta das crescentes despesas militares. Esses fluxos de capitais inundou a Europa com dólares e contribuiu para a institucionalização do mercado de eurodólares. As autoridades americanas adotaram medidas restritivas com o intuito de limitar o fluxo de capitais para fora do país o que contribuiu para que os bancos norte-americanos passassem a operar no exterior.

Os bancos centrais dos países passaram a depositar suas reservas nos bancos privados, que os reciclavam no mercado de eurodólar. Esse mercado que funcionava independentemente das autoridades monetárias, passaram a reduzir o raio de manobra da política monetária norte-americana e ajudou a aprofundar a crise do dólar. Kilsztajn (1989) coloca que o desenvolvimento desse mercado foi mais importante para explicar a crise do dólar, que o declínio das reservas em ouro e que do crescimento do passivo externo americano.

“as regulamentações norte-americanas destinadas a frear as saídas de capitais encorajaram as empresas multinacionais daquele país a levantar seus capitais no mercado de eurodólares. Os bancos europeus podiam, oferecendo condições mais favoráveis, desenvolver suas operações em dólares. (...) O resultado foi o desenvolvimento espetacular do mercado de euromercados. Os eurodólares multiplicaram-se automaticamente pelo jogo

de empréstimos em cadeia entre os grandes bancos privados internacionais. O crescimento das euro-obrigações, isto é, dos empréstimos outorgados em eurodólares pelos bancos, conduz ao desenvolvimento de um mercado paralelo internacional, fora de controle estatal.” (JEFFERS , 2005, p. 156)

O mercado de eurodólar canalizou recursos para financiar o desenvolvimento dos países do terceiro mundo, dentre os quais o Brasil se constituiu num dos destinos dessa abundância de financiamento. O endividamento dos países do terceiro mundo com esses recursos representou a primeira fase do processo de internacionalização do capital financeiro.

A economia dos EUA se afogava em suas próprias contradições. No plano interno, Braga (1997) coloca que aquela arquitetura financeira que havia sido construída no pós- crise de 1929 começava ser alterada por práticas públicas e privadas de cunho liberalizante e pró-especulação. Por um lado, os déficits públicos e a inflação minavam o raio de manobra da política fiscal e monetária norte-americana, e por outro, havia a necessidade de manutenção dos gastos sociais, militares e em infraestrutura. No início dos anos 1970, Bretton Woods e o período de prosperidade da “idade de ouro” chegavam ao fim, e emergia uma nova era dominada pelas finanças.

1.4 PÓS BRETTON WOODS

De acordo com Carneiro (2007, p. 2-4) após uma década de crise de Bretton Woods, no início dos anos 1980, não há dúvida que emergiu e se consolidou uma nova etapa de desenvolvimento do capitalismo. Essa nova etapa representou o avanço geral do capital financeiro como etapa superior e desregulada do capitalismo. Nesta nova etapa de acumulação capitalista, o capital financeiro se livrou dos grilhões do sistema de Bretton Woods, que havia abrandado a lógica de valorização financeira através da regulação dos mercados financeiros. Em termos da morfologia, os agentes econômicos e os mercados envolvidos nesse processo, passaram a operar dentro desta lógica de valorização financeira, em que a busca por ganhos patrimoniais predomina sobre os rendimentos. A esfera financeira predomina sob a esfera produtiva.

Chesnais (2005, p.35) coloca que esse mundo dominado pelas finanças apresenta configurações específicas do capitalismo, em que o capital portador de juros busca se valorizar sem sair da esfera financeira. O autor ressalta que ao lado das organizações transnacionais que eram responsáveis pela organização da produção de bens e serviços,

capturavam o valor e exerciam a dominação política e social de forma direta, despontaram as instituições financeiras (bancárias e principalmente as não bancárias), que buscam fazer dinheiro por intermédio das finanças, são menos visíveis e menos atentamente analisadas.

A centralidade das finanças nessa nova etapa do capitalismo não foi um movimento autônomo, mas sim fruto das decisões dos Estados mais desenvolvidos que decidiram liberar os fluxos de capitais e desregulamentar os mercados. De acordo com Chesnais (2005) a primeira etapa da acumulação financeira se deu com a institucionalização do mercado de eurodólares, onde lucros não repatriados e não reinvestidos na produção eram depositados em eurodólares pelas transnacionais e pelos bancos que desejavam se internacionalizar. Nesse sentido, o mercado de câmbio foi o primeiro a entrar na onda da mundialização do capital com a adoção dos regimes cambiais flexíveis após o colapso de Bretton Woods. Já a segunda fase se deu com a acumulação decorrente da elevação do preço do petróleo (os petrodólares) que passaram a serem reciclados na forma de empréstimos aos países do terceiro mundo. Na verdade esses países já se utilizavam dos recursos do mercado de eurodólares que com a elevação nos preços do petróleo se somaram aos petrodólares ampliando a possibilidade de endividamento desses países⁵. O autor argumenta, contudo, que mais importante que a criação do mercado de eurodólar e dos petrodólares para o processo de acumulação financeira, foi o crescimento da dívida pública dos países do centro do sistema. Houve de certa forma uma complementariedade entre o crescente endividamento dos países centrais e a necessidade das instituições centralizadoras de poupança ávidas por aplicar estas poupanças, criou-se os mercados de obrigações liberalizados e com eles surgiram os investidores institucionais.

Os mercados de obrigações viabilizados com o processo de securitização da dívida pública estenderam-se às obrigações privadas e o crédito clássico representado pelos empréstimos bancários deu lugar a uma nova forma de canalização da poupança à atividade produtiva por intermédio da finança direta, isto é, as empresas passam a recorrer ao financiamento direto sem a intermediação dos bancos.

⁵ Vale dizer, que no final de 1979, quando os EUA subiram abruptamente as taxas de juros com o intuito de preservar o dólar como *standard* universal, os países que haviam surfado na onda de empréstimos advindos desse mercado de eurodólar e dos petrodólares foram completamente capturados pelos credores. Esse endividamento tornou-se instrumental para a imposição de políticas ditas estruturais que significou processos de desindustrialização e dominação econômica e política por parte dos países capitalistas centrais. (Chesnais, 2005; Belluzzo, 1995)

No processo de desintermediação financeira, os investidores institucionais despontaram como os grandes canalizadores da poupança oriunda de planos de previdência privada e das seguradoras, etc.. Esses investidores foram os que mais se aproveitaram da onda de liberalização e desregulamentação monetária e financeira. A dívida pública tornou-se principal fonte que alimenta continuamente a acumulação financeira e viabilizou a expansão dos mercados financeiros. Chesnais (2005) coloca que ela tornou-se o pilar do poder das instituições financeiras.

A reconstrução dos mercados nos anos 80 abriu a possibilidade dos investidores financeiros revender seus ativos a qualquer momento, ou seja, uma nova etapa da acumulação financeira é aberta, na qual os dividendos se tornaram um mecanismo importante de transferência e de acumulação, e o mercado acionário o pivô mais ativo. (CHESNAIS, 2005, p.42)

Com o processo de liberalização e desregulamentação dos mercados as finanças tornaram-se globais. Esse processo levou ao que geralmente é denominado de globalização financeira, pôs fim aos controles de capitais com o estrangeiro e abriram as portas dos sistemas financeiros nacionais para o exterior. Evidentemente que a globalização financeira não pôs fim aos sistemas financeiros nacionais. O que ocorreu foi um processo de integração entre os mercados, de forma hierarquizada seguindo as práticas dos mercados norte-americanos. Mesmo após a crise de 2008 que arranhou a credibilidade do mercado financeiro dos EUA, esses mercados ainda continuam sendo o porto seguro onde os capitais especulativos migram em momentos de maior incerteza.

No atual regime monetário internacional tem sido recorrente a defasagem, por longo período de tempo, entre os ativos financeiros, tais como moedas, títulos de dívida, ações, etc., e os fundamentos da economia, isto é, há um descolamento entre os ativos financeiros e os ativos reais. As finanças demandam da economia mais do que aquilo que ela é capaz de ofertar. Com isso o próprio movimento das finanças em busca de maiores retornos proporciona a criação de bolhas, e os movimentos especulativos são elevados ao extremo.

Em relação a esse período de dominância financeira, Braga (1997) fala de um padrão sistêmico de riqueza do capitalismo contemporâneo, que ele denomina de financeirização global. O autor chama atenção para as características da riqueza contemporânea, sua

gestão e as especificidades de sua dinâmica sistêmica. O conceito de financeirização global é desenvolvido em três partes; em primeiro lugar o autor enfatiza os desequilíbrios macroeconômicos dos Estados Unidos, a partir dos anos 60 e suas inovações, a internacionalização dos bancos e empresas e a ruptura do padrão ouro-dólar, que impulsionou o processo monetário-financeiro que deu origem à financeirização global; na segunda parte o autor argumenta que a lógica financeira foi tomada pelas corporações capitalistas modernas, que passaram a operar tanto em busca de lucros operacionais quanto de resultados patrimoniais, vale dizer, resultados de operações especulativas. Essas corporações assumiram papel de destaque no processo de financeirização, ao lado de grandes bancos e demais organizações; em terceiro, o autor caracteriza uma macroestrutura financeira, que compõe o padrão sistêmico da financeirização como um local público e privado, em que operam grandes corporações, investidores institucionais e bancos centrais relevantes. Nesse *locus* públicos e privado a circulação da riqueza mobiliária se potencializa de forma autônoma, através de operações com moedas, títulos, ações, commodities, etc.

Nesse padrão sistêmico a exacerbação dos movimentos especulativos e as crises recorrentes são características intrínsecas da financeirização, “cuja intervenção pública-privada, na macroestrutura financeira, tenta minimizar, financiando posições de empresas e governos para evitar o crash generalizado, coordenando, neste movimento, a desvalorização momentânea da capitalização financeira-patrimonial, que volta a se repor, dada a natureza dinâmica sistêmica”. (BRAGA, 1997, p.239)

Os economistas monetaristas e os adeptos da teoria das expectativas racionais pressupunham que a especulação era estabilizadora e autocorretiva. Contudo, temos presenciado desde o fim de Bretton Woods exatamente o contrário. Conforme coloca Belluzzo (1997, 175-178), a coexistência entre incerteza, assimetria da informação e o que o autor chamou de mimetismo frequente, dá origem a processos auto-referenciais, instáveis e descolados dos fundamentos econômicos. O mimetismo advém do fato de que as instituições financeiras representadas pelos grandes bancos, fundos mútuos e as tesourarias de grandes corporações, em condições de incerteza, reformulam suas estratégias e acabam formulando convenções que são prontamente seguidas pelos atores coadjuvantes do sistema, representados por investidores com menor poder de informação. Os protagonistas nestes mercados detêm poder financeiro e exercem

influência sobre a opinião dos mercados, e, portanto, têm condições de manter, exacerbar ou inverter tendências.

No mundo incerto em que vivemos, portanto, as pessoas não podem confiar em dados de mercado históricos ou atuais para prever preços futuros com perfeita segurança. Em um mundo como este, não apenas as atividades especulativas podem ser altamente desestabilizadora em termos de preços de mercado futuros, como também a volatilidade desses preços futuros spot pode ter consequências reais custosas para a renda real agregada da comunidade. (DAVIDSON, 2004, p. 335-336)

Neste *locus* dominado pelas finanças a precificação dos ativos, dentre os quais, a taxa de câmbio que é o foco desta dissertação, é função de algumas variáveis que frequentemente estão desgarradas dos fundamentos econômicos.

1.4.1 CONDICIONANTES DA TAXA DE CÂMBIO

Considerando que o sistema monetário internacional pós Bretton Woods é um sistema dominado pelas finanças, em que o padrão sistêmico de riqueza é caracterizado pela financeirização global, o câmbio assim como os títulos de dívida, commodities e ações, etc., são determinados predominantemente pela lógica financeira. Duas características principais a serem destacadas no processo de precificação dos ativos são: o constante descolamento entre os preços e os fundamentos econômicos; e a exacerbação dos momentos de euforia ou de pessimismo. Nos momentos de euforia o movimento de inflação dos ativos se amplifica, gerando bolhas especulativas. Quando há a inversão das expectativas se instaura uma situação de pessimismo e a desinflação destes ativos também se amplifica.

Os fundamentos econômicos funcionam mais como gatilhos do que como âncora dos preços. Em momentos de euforia um indicador positivo em relação aos fundamentos torna-se motivo de elevação amplificada dos preços. Por outro lado, o seu simétrico também se verifica, isto é, quando se instaura uma conjuntura de pessimismo e de incerteza, um indicador negativo dá início a fugas para a qualidade e consequentemente o movimento de queda nos preços também se multiplica. A fuga para a qualidade segue a ordem hierárquica do sistema monetário internacional, ou seja, o mercado norte-americano se constitui no principal “porto seguro” para onde migra o capital especulativo em busca de proteção contra a incerteza.

Dentro desta lógica financeira de precificação dos ativos, o câmbio tem papel de destaque. Brunhoff (2005, p. 69) coloca que desde os anos 90, cerca US\$ 1 trilhão circula diariamente entre os bancos especializados em operações cambiais, dos quais somente 25% se referem às operações ligadas à economia real, isto é, ao comércio e/ou investimentos propriamente dito. Os outros 75% estão relacionados às operações financeiras. Para a autora, no regime monetário internacional atual a expansão de operações financeiras com taxa de câmbio é uma fonte de instabilidade das taxas de câmbio.

Existem diversos modelos econômicos ligados a distintas concepções sobre o funcionamento da economia, que tentam explicar como a taxa de câmbio é determinada. Na concepção que adotaremos nesta dissertação destaca-se o caráter histórico-institucional, em que as formulações teóricas sobre a taxa de câmbio são submetidas aos desafios impostos pela história e pela falha das teorias existentes em dar conta da realidade.

Seguindo a concepção da financeirização global, a determinação da taxa de câmbio no regime monetário internacional atual funciona da seguinte forma: as moedas fortes, dentre as quais se encontram o dólar, o euro e o iene japonês, são determinadas diariamente entre si pelas forças de mercado. Já as moedas de menor importância têm regimes de câmbio fixo ou administrados, geralmente referenciados no dólar. Portanto, o sistema é diversificado e hierarquizado, com o dólar assumindo papel central e as demais moedas girando em torno dela, tal como um planeta e seus satélites. Essa característica de diversificação e hierarquização das moedas também acaba se transformando em uma fonte de instabilidade das taxas de câmbio.

Assim como os demais ativos financeiros, tais como commodities, ações, títulos públicos e privados, etc., as moedas são tratadas como ativos financeiro de alta liquidez julgados pelos mercados segundo o critério de risco e retorno. Dentro desta perspectiva, a dinâmica dos estoques de riqueza e a lógica da gestão de portfólios dos agentes econômicos representados principalmente pelos investidores institucionais e demais instituições financeiras, são fundamentais para a determinação da taxa de câmbio em detrimento dos fundamentos econômicos. Não basta analisar as variáveis reais tais como comércio exterior, o crescimento econômico e o estado das finanças públicas, etc., para

saber se a taxa de câmbio está ou não em um nível adequado. O que dita o nível adequado do câmbio é o estado de ânimo dos agentes econômicos protagonistas.

A questão de como e de quanto um dado país está sujeito ao estado de humor destes agentes econômicos irá depender das condições institucionais de cada país e de um condicionante externo ligado ao ciclo de liquidez internacional. O condicionante externo está relacionado à conjuntura da economia internacional e foge ao controle dos países considerados individualmente. Já do ponto de vista interno, há uma questão de cunho mais estrutural que diz respeito ao grau de abertura financeira da economia. O grau de abertura financeira por seu turno está ligado a decisões internas e tem a ver com a estratégia de inserção do país na economia internacional.

1.5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Ao longo deste capítulo foi apresentada uma breve contextualização histórica mostrando a importância da arquitetura financeira internacional e da circunstância histórica na determinação da taxa de câmbio.

Enquanto durante o período do padrão ouro as autoridades tinham mandato para utilizar todos os instrumentos necessários para manter a estabilidade da moeda, pois ainda não havia uma teoria coerente sobre a relação entre a política de um banco central e a economia, e a pressão da sociedade sobre os governantes para subordinar a estabilidade da moeda a outros objetivos não era uma característica daquele período, no entre guerras, por outro lado, começava surgir uma nova forma de pensar a relação entre moeda e a economia. No entre guerras, o reconhecimento da importância da relação entre política monetária e desemprego politizou as decisões dos bancos centrais e colocou mais um desafio aos formuladores de política econômica. Além dos esforços de guerra que havia desvalorizado a libra esterlina, debilitado as economias e tornado o ouro escasso, a flexibilidade da política monetária no plano interno surgia como uma forma de melhorar o bem estar nacional. Contudo, tal flexibilidade era incompatível com a rigidez do padrão ouro. A estabilidade e conversibilidade da moeda que eram prioridades inquestionáveis do padrão ouro foram substituídas por um conjunto de objetivos de política econômica nacional. O mundo do entre guerras foi um mundo completamente distorcido pelas metamorfoses política econômica e social. A tentativa mal sucedida de retorno ao padrão ouro do pré-guerra e as três variantes de regime cambial (câmbio

flexível, fixo e administrado) foi consequência dessas mudanças, e caracterizou uma era de completa desordem financeira internacional, talvez só comparável ao atual momento histórico caracterizado pela dominância financeira e suas irmãs siamesas – as crises recorrentes.

A instabilidade do entre guerras evidenciou a importância do planejamento e construção de um arranjo monetário internacional robusto que permitisse o livre-comércio benéfico a todos os países e a existência de mecanismos de ajustes e válvulas de escapes para evitar os erros do passado – os excessos de volatilidade cambial que caracterizou o período de câmbio flexível, o excesso de rigidez cambial do padrão ouro e as políticas de desvalorizações cambiais competitivas prejudiciais ao comércio internacional. Deste planejamento surgiu o acordo de Bretton Woods, que marcou uma era de estabilidade e prosperidade econômica de grande envergadura. O período de Bretton Woods foi marcado pela combinação de estabilidade com crescimento econômico. Comparando o período precedente e subsequente, as taxas de câmbio apresentaram uma estabilidade extraordinária e o comércio internacional experimentou uma expansão sem precedentes, contribuindo para impulsionar o crescimento econômico em escala global.

Contudo, quando das discussões acerca da construção do sistema monetário internacional havia por um lado um conjunto de ideias acerca de como deveria funcionar uma arquitetura financeira sólida e benéfica ao funcionamento da economia internacional e por outro havia os interesses econômicos da principal potência econômica, os EUA. Keynes, representante da Inglaterra, propôs uma arquitetura que inviabilizasse a existência física da moeda internacional, o que significaria a centralização do mercado de câmbio nos bancos centrais e a impossibilidade de entesouramento da moeda internacional, o que por consequência restringiria os fluxos de capitais e a especulação financeira. De acordo com as ideias de Keynes, por um lado os ajustes das contas externas seriam simétricos, isto é, tanto superávits quanto déficits seriam considerados desequilíbrio, e, portanto, o ônus do ajuste deveria recair sobre ambos os países. Por outro lado, a quantidade de moeda internacional poderia variar de acordo com as necessidades do comércio internacional. A arquitetura proposta por Keynes previa tanto ajuste simétrico como controle dos fluxos de capitais. Porém, a proposta vencedora na conferência de Bretton Woods foi a proposta americana, praticamente não restando nada do Plano de Keynes. Naquela circunstância histórica, o mundo do pós-guerra era um

mundo em ruínas – os outros países estavam devastados pela guerra e havia pouca possibilidade de resistência contra os interesses dos EUA, e o acordo de Bretton Woods representou acima de tudo os interesses dos EUA.

Ao atender os interesses dos EUA o acordo de Bretton Woods nasceu com algumas contradições internas que por um lado contribuiu para sua derrocada, e por outro, ao deixar o sistema permeável à mobilidade de capitais viabilizou o surgimento da atual arquitetura financeira dominada pelas finanças desreguladas. Enquanto para Keynes algumas classes de capitais geravam instabilidade na economia internacional e na economia doméstica sem oferecer benefício algum, para os americanos o que mais importava era manter o comércio externo funcionando de forma adequada e não os fluxos de capitais. Com isso, o acordo de Bretton Woods ao invés de limitar os fluxos de capitais ele previa a possibilidade dos países que estivessem em dificuldade nas contas externas adotarem tais controles.

Com o fim de Bretton Woods a arquitetura financeira imaginada por Keynes foi completamente invertida. Aquilo que Keynes considerava como as principais mazelas do sistema tornaram-se suas principais “virtudes”. Keynes desejava uma arquitetura em que a moeda internacional não tivesse existência física e estivesse imune à possibilidade de entesouramento e de especulação financeira. Na atual arquitetura financeira a principal moeda do sistema sofre dos dois problemas, é altamente entesourável, o que impacta fortemente o desempenho da economia real em momentos de incerteza, e é objeto de especulação por excelência. Os mercados cambiais tornaram-se verdadeiros cassinos e sua determinação é predominantemente ditada pela especulação financeira.

CAPÍTULO 2 A TAXA DE CâMBIO E O DESEMPENHO DA ECONOMIA REAL

O surgimento das primeiras discussões relacionando taxa de câmbio com o desempenho da economia real é recente. Desde as controvérsias que surgiram na Inglaterra do final do século XVIII e início do século XIX⁶ até o fim do padrão ouro, a concepção sobre o papel desempenhado pela moeda na economia se restringia à função de intermediário de trocas. Naquela época a lei de Say ainda reinava absoluta entre os formuladores de política econômica dos países, e a moeda era considerada como um véu que tinha como função facilitar as trocas, sem qualquer influência sobre a atividade econômica no longo prazo. A teoria quantitativa da moeda é representativa das ideias subjacentes a esse período de predomínio da lei de Say e da era do padrão ouro. As transformações políticas, econômicas e sociais que ocorreram no entre guerras tiveram reflexo na formulação das políticas econômicas e as prioridades se inverteram – a estabilidade da moeda e a conversibilidade que eram prioridades inquestionáveis dos bancos centrais deram lugar a outros objetivos no plano interno, o centro de gravidade do sistema internacional se deslocou das mãos do Reino Unido para os EUA, e com estas mudanças a pesquisa no campo da teoria econômica ganhou novo impulso e surgiram as primeiras teorias relacionando taxa de câmbio com a economia real. De acordo com Marshall,

“As condições econômicas estão em constante mudança, e cada geração encara os problemas de seu tempo de uma forma que lhe é peculiar. (...) a função da ciência é coligir, dispor e analisar os fatos econômicos, e aplicar o conhecimento, ganho pela observação e pela experiência, na determinação dos presumíveis efeitos imediatos e remotos dos vários grupos de causas. Entende-se, também, que as leis da economia são expressões de tendências formuladas de um modo indicativo, e não preceitos éticos no imperativo.”
(MARSHALL, 1982, p.3)

As palavras de Marshall mostra sua humildade em reconhecer as limitações das teorias econômicas em resistir às transformações econômicas e sociais que ocorrem ao longo do tempo e a importância da circunstância histórica para a reformulação das teorias e até

⁶ Ocorreram duas controvérsias na Inglaterra entre o final do século XVIII e XIX. A primeira surgiu por conta do processo de desvalorização da Libra e deu origem ao relatório da comissão do ouro de 1810. A segunda controvérsia centrou-se mais diretamente à questão do descontrole monetário, e envolveu três escolas: a escola do meio circulante (*Currency School*); a escola bancária (*Banking School*); e a escola dos bancos livres (*Free Banking School*). Para uma discussão mais detalhada sobre estas controvérsias monetárias, ver Carvalho *et al* (2000).

mesmo surgimento de novas teorias. A circunstância histórica do entre guerras contribuiu para uma era de grandes desenvolvimentos teóricos cuja expressão mais proeminente é a do economista John Maynard Keynes. Foi na discussão das causas e das possíveis soluções para a depressão da década dos anos 1930, que Keynes formulou sua teoria revolucionária - surgia a macroeconomia, o impacto das variáveis monetárias (tais como a taxa de câmbio e taxa de juros) nas variáveis reais ganhou importância e a lei de Say foi invertida.

O objetivo deste capítulo é fazer uma revisão teórica sobre o papel da taxa de câmbio na economia, para enfatizar a importância da taxa de câmbio na economia. Entende-se como importância da taxa de câmbio, como a não neutralidade da moeda, isto é, a moeda tendo efeitos na economia real. Inicialmente o trabalho irá discutir a abordagem das elasticidades, que foi um dos trabalhos pioneiros que buscou relacionar taxa de câmbio com comércio exterior, e, posteriormente, serão apresentadas outras teorias e ideias sobre o tema, subdivididas entre os argumentos contrários e favoráveis aos efeitos expansionistas de uma desvalorização cambial.

2.1 ABORDAGEM DAS ELASTICIDADES

De acordo com Zini (1995, p.44-45), os trabalhos pioneiros que tentavam relacionar câmbio com os componentes da demanda agregada foi o que ficou conhecido como abordagem das elasticidades. Essa abordagem surgiu nas décadas de 30 e 40, complementando a análise keynesiana do multiplicador do comércio exterior. De acordo com o multiplicador do comércio exterior, uma melhora na balança de transações correntes teria efeito positivo na demanda efetiva e na renda, isto é, esse modelo relaciona saldo das contas externas com a demanda efetiva e a renda. Ao adicionar os efeitos de uma alteração nos preços relativos ao multiplicador da renda, os trabalhos de Bickerdike (1920), Marshall (1923), Robinson (1937), Machlup (1939), Metzler (1942) e Lerner (1944), e posteriormente os de Laursen e Metzler (1950), Harberger (1950) e Meade (1951), deram origem ao que se conhece por abordagem das elasticidades.

Esse modelo parte das funções de oferta e demanda por divisas e de algumas hipóteses acerca dos níveis de preços internos e externos, do nível de renda, dos fluxos de capitais e do comportamento das funções de oferta e demanda por divisas, e chega à conclusão de que o impacto de uma desvalorização cambial sobre a balança comercial irá depender

das elasticidades da oferta e demanda por exportação e das elasticidades da oferta e demanda por importações.

Na construção do modelo a oferta de divisas é obtida a partir das exportações e da entrada de capitais externos, e a demanda é determinada pelas importações e pela saída de capitais. Essas funções são consideradas estáveis e os níveis de preços internos e externos são determinados em função dos respectivos montantes das rendas monetárias em cada país, isto é, assume-se a teoria quantitativa da moeda, de modo que variações nos preços são proporcionais à variação na quantidade de dinheiro disponível. Nesse sentido, uma desvalorização cambial nominal significa uma desvalorização real. Na verdade, os preços são considerados exógenos, mas admite-se a mudança nos preços relativos dos bens comercializáveis.

Considerando a hipótese de que os preços internos e externos permaneçam constantes, e de que as funções de oferta e demanda por divisas sejam estáveis, uma desvalorização real deverá provocar uma redução nas importações e um aumento nas exportações. Contudo, o efeito total irá depender das elasticidades-preço da oferta e da demanda por exportações e das elasticidades-preço da oferta e da demanda por importações.

Conforme mencionado anteriormente, esse modelo surgiu nas décadas de 30 e 40, quando o fluxo de capitais ainda não eram significativos. Nesse sentido, uma simplificação comum feita no desenvolvimento desse modelo é que os fluxos de capitais são considerados desprezíveis, de modo que o saldo da balança de transações correntes seja igual ao saldo da balança comercial. A formalização matemática do modelo da abordagem das elasticidades nos leva ao seguinte resultado:

$$\Delta B = \frac{\dot{e}}{e} \left[X \varepsilon_x \frac{(\eta_x - 1)}{\varepsilon_x + \eta_x} + M \eta_m \frac{(\varepsilon_m + 1)}{\varepsilon_m + \eta_m} \right]$$

Onde:

ΔB : Variação no saldo da balança comercial (de bens e serviços)

M : Valor inicial das importações

X : Valor inicial das exportações:

$\frac{\dot{e}}{e}$: Variação percentual da taxa de câmbio (no caso de uma desvalorização, $\frac{\dot{e}}{e} > 0$)

ε_x : elasticidade da oferta de exportações

ε_m : elasticidade da oferta de importações

η_x : elasticidade da demanda de exportações

η_m : elasticidade da demanda de importações

De acordo com ZINI (1995, p. 44-45), essa abordagem trouxe à tona dois aspectos importantes: o primeiro é o de que ao contrário do que era defendido no modelo do padrão-ouro, o ajustamento externo não deveria implicar necessariamente uma contração na renda nacional; e o segundo dizia respeito ao fato de que as condições para que uma desvalorização cambial promovesse uma melhora na balança comercial era uma questão puramente empírica, isto é, as elasticidades é uma análise empírica de como se comportam as importações e as exportações de cada país considerado. A abordagem das elasticidades rompe com a concepção de rigidez do padrão ouro e traz à baila a importância da política dos bancos centrais no bem-estar nacional. A manipulação da taxa de câmbio apresentava-se como uma possibilidade de melhorar as contas externas do país e ainda melhorar seu desempenho econômico, isto é, o ajuste recessivo dava lugar a um ajuste expansionista.

No caso de um país pequeno cuja oferta de importação e a demanda por exportação são consideradas infinitamente elásticas, uma desvalorização cambial sempre irá melhorar a balança comercial. Para países industrializados, uma desvalorização cambial irá melhorar o saldo da balança comercial quando a condição de Marshall-Lerner for satisfeita. Isso significa que a soma em módulo das elasticidades da demanda por exportação e da demanda por importação terá que ser maior que a unidade.

Quando o país em consideração estiver numa situação em que tanto a demanda doméstica quanto externa forem inelásticas, a balança comercial sempre irá piorar após uma desvalorização cambial. Essa situação é a base para explicar o efeito da curva J na dinâmica de transição entre a decisão de desvalorizar a moeda e a melhora no saldo da balança comercial.

Para que uma desvalorização cambial melhore a balança comercial é necessário que ocorra uma alteração real nos termos de troca. Essa alteração nos termos de troca também poderia ser obtida por intermédio de uma política salarial, isto é, pela redução nos custos de produção. Contudo, uma política salarial provocaria alguns efeitos indesejados, como desinflação nos preços nominais, elevação do custo de dívidas pré-fixadas, e distorção nos preços relativos entre os setores da economia, dado que esse tipo de política não se dá de modo homogêneo. Nesse sentido, uma política de desvalorização cambial é preferível à política salarial. (ROBINSON, 1937; e MEADE, 1951 *apud* ZINI, 1995). Outro ponto importante em relação à política salarial é que se o país interessado em alterar os termos de troca é uma democracia, o custo político de praticar uma política de arrocho salarial é praticamente insuportável.

Para a abordagem das elasticidades o efeito desejado de uma política de desvalorização cambial é a expansão do nível de renda e emprego. Contudo, vale ressaltar que se todos os países praticarem uma política de desvalorização cambial o efeito final considerando a economia mundial como um todo não seria esse ganho em termos de emprego e renda, mas sim uma desorganização do comércio internacional, como ocorreu no período do entre guerras, em que os países adotaram políticas de desvalorizações competitivas do tipo *beggar-thy-neighbor-devaluation*, com prejuízo ao comércio internacional. Por isso, sempre que discutimos uma política de desvalorização cambial em um país específico consideramos que os demais países não irão seguir a mesma política.

Zini (1995, p. 49-50) coloca que ao longo dos anos surgiram diversas críticas a essa abordagem. Um dessas críticas enfatiza a questão da efetividade de uma desvalorização cambial sobre os termos de trocas. Conforme mencionado anteriormente, para que os preços dos bens importados aumentem e que os produtos exportados se tornem mais competitivos, é necessário uma alteração nos termos de troca. Porém, isso só é possível se a desvalorização cambial tiver efeito sobre os termos de troca. Machlup (1956) argumenta que esse efeito sobre os termos de troca é pequeno, e, portanto, o efeito sobre o balanço de pagamentos só tem relevância quando as elasticidades da demanda forem bem elevadas. Outra crítica importante é em relação à hipótese de que as funções de oferta e demanda por divisas são estáveis, quando na verdade, isso é apenas um efeito parcial, pois quando ocorre uma desvalorização cambial, ocorre um efeito de segunda ordem que afeta essas funções. Essa crítica traz à baila o problema de qual o horizonte

temporal entre uma desvalorização cambial e os seus efeitos plenos sobre a balança comercial – problema típico de uma análise de equilíbrio parcial, que desconsidera os efeitos dinâmicos. Além dessas duas críticas, alguns autores também criticam o tratamento dado aos fluxos de capitais, à política monetária e à inflação. A política monetária não é parte integrante do modelo e os fluxos de capitais são considerados desprezíveis, de modo que o saldo em transações correntes é igual ao saldo da balança comercial. Na época em que esses modelos foram desenvolvidos a maioria dos países tinha baixa mobilidade de capital, o que ajuda explicar a hipótese de que esses fluxos fossem insignificantes, contudo, considerando que atual arranjo monetário internacional é caracterizado pela financeirização global, em que os fluxos de capitais ocupam lugar de destaque, essa hipótese torna-se demasiadamente irrealista. A hipótese de que os preços internos permanecem constantes também é bastante criticada, dado que um dos principais geradores de pressão inflacionária nos países em desenvolvimentos se deu por conta de intensos processos de desvalorizações cambiais. (ZINI, 1995, p. 50-51)

Pelo que foi apresentado sobre a abordagem das elasticidades, fica evidente que é um modelo marshalliano de equilíbrio parcial, e que as hipóteses adotadas em sua construção limitam bastante os seus resultados. Um modelo construído para um mundo que não existe mais, uma realidade em que os fluxos de capitais eram limitados, e a ideia de que existia uma relação entre a política dos bancos centrais e a economia começava a ganhar terreno. A taxa de câmbio apresentava-se como uma possibilidade de promover ajustes nas contas externas sem os efeitos recessivos que caracterizava o período do padrão ouro.

Posteriormente à abordagem das elasticidades surgiram alguns trabalhos que questionam se realmente uma desvalorização cambial seria capaz de gerar um efeito expansionista sobre o nível de renda e emprego. Krugman e Taylor (1978), por exemplo, trabalham com o problema da absorção, e identificam que as diferenças nas elasticidades das importações e das exportações ou a queda na demanda interna podem gerar efeitos recessivos sobre a economia.

2.2 ARGUMENTOS CONTRÁRIOS AOS EFEITOS EXPANSIONISTAS DE UMA DESVALORIZAÇÃO CAMBIAL

Como mencionado anteriormente, antes do surgimento da abordagem das elasticidades, quando o sistema monetário internacional ainda funcionava sobre a égide do padrão ouro, argumentava-se que os ajustes externos eram necessariamente contracionistas. A abordagem das elasticidades reverteu este resultado, trazendo à baila a possibilidade de que esses ajustes pudessem ter efeitos expansionistas. Contudo, alguns trabalhos posteriores reviveram a discussão sobre os efeitos contracionistas de uma desvalorização cambial. Entre os autores que trabalharam nesse sentido, estão Hirschman (1949), Alexander (1952), Dias-Alejandro (1963) e Krugman e Taylor (1978), que argumentaram que ao redistribuir renda do salário para os lucros, uma desvalorização poderia levar a uma contração da atividade econômica. Dentre esses trabalhos tratam dos efeitos redistributivos, iremos focar no de Krugman e Taylor (1978), por entender que embora todos os trabalhos tenham abordado essa questão praticamente no mesmo sentido, Krugman e Taylor (1978) faz uma formalização mais robusta e pode ser tomado como representativo dessa literatura. Também abordaremos os argumentos da estratégia de crescimento com poupança externa.

2.2.1 MODELO DE KRUGMAN E TAYLOR (1978)

Antes de passar à discussão do modelo de Krugman e Taylor (1978) se faz necessário levar em consideração o contexto histórico da época.

A década de 1970 marcou um período de grandes transformações na economia mundial, uma década de transição do capitalismo regulado para o capitalismo liberalizado e desregulamentado. Bretton Woods e o período de prosperidade da “idade de ouro” do capitalismo chegavam ao fim, e emergia uma nova era dominada pelas finanças e pela predominância do pensamento neoliberal. De lá para cá, *“país após país, com exceção de algumas economias asiáticas, todos liberalizaram em graus diferentes seus fluxos internacionais e se envolveram em algum tipo de flutuação da taxa de câmbio”*. (BRESSER-PEREIRA, 2007, p.466). Com o fim de Bretton Woods e a ascensão do câmbio flutuante houve algumas tentativas de reformar o sistema monetário internacional para dar conta da nova realidade econômica, mas os mercados ganharam força e haviam relegado um sistema baseado em regras. Além disso, a contra-revolução monetarista

estava no auge. Agora de acordo com esta ideologia, cada país deveria por sua casa em ordem, os mercados de capitais tinham de cuidar de si mesmos e levar as taxas de câmbio a seus valores de equilíbrio, refletindo os fundamentos da economia. Contudo, a interação entre dinâmicas de empréstimos externos e as taxas de câmbio somado à segunda crise do petróleo exacerbou a volatilidade cambial e desencadeou a crise da dívida simultaneamente em muitos países, sobretudo na América Latina. Para tentar equilibrar as contas externas estes países promoveram desvalorizações cambiais, mas o contexto de retração da demanda externa e de rigidez dos preços internos transformou grande parte da desvalorização cambial em inflação e em déficit público. Quando Krugman e Taylor escreveram o artigo alertando sobre a possibilidade dos efeitos indesejáveis de uma desvalorização cambial sobre o desempenho econômico era este mundo em transformação que se apresentava.

Na construção do modelo, Krugman e Taylor (1978, p. 446) partiram da hipótese de que a propensão marginal a poupar dos capitalistas é superior à da classe trabalhadora e de que no curto prazo a propensão marginal a poupar do governo é igual à unidade, e levantam três circunstâncias principais em que uma desvalorização cambial poderia provocar um efeito contracionista na atividade econômica:

(a) Situação de déficit na balança comercial

Quando o país promove uma desvalorização partindo de uma situação de déficit na balança comercial o efeito imediato é a elevação nos preços dos bens comercializáveis. Se o resultado líquido entre o total de pagamentos e recebimentos em moeda estrangeira for negativo, a elevação nos preços irá contrair a renda internamente e expandi-la no exterior. Nesta situação a renda da classe trabalhadora se reduz e a renda dos capitalistas aumenta. Considerando que a propensão a poupar da classe capitalista é superior à da classe trabalhadora, ocorrerá uma elevação na poupança *ex ante*, e uma redução das importações e da demanda agregada *ex post*, gerando um efeito contracionista sobre a atividade econômica.

(b) Situação de equilíbrio comercial

Se o país se encontra numa situação de equilíbrio comercial e decida promover uma desvalorização cambial ocorrerão dois efeitos, que somados também levará a uma contração na atividade econômica. A desvalorização eleva a renda do setor exportador e

melhora a competitividade das empresas que competem pelo mercado interno. Considerando que o salário real irá se reduzir e que a propensão marginal a poupar da classe capitalista é superior que a da classe trabalhadora, a poupança nacional irá aumentar e a economia irá sofrer um efeito contracionista. O efeito contracionista será proporcional ao diferencial na propensão a poupar das duas classes (capitalistas e trabalhadores).

(c) Existência de impostos *ad valorem* sobre as importações

Por último, a existência de impostos *ad valorem* sobre importações e exportações, faz com que uma desvalorização redistribua renda do setor privado como um todo para o governo. A hipótese básica é de que no curto prazo a propensão marginal a poupar do governo é igual à unidade – uma vez aprovado o orçamento do governo, qualquer incremento na receita governamental não irá financiar gastos adicionais, isto é, irá resultar em poupança. Com isso, ao redistribuir renda dos trabalhadores e das empresas para o governo, significará uma elevação proporcional na poupança e, conseqüentemente uma contração na atividade econômica.

Para formalizar esses efeitos, Krugman e Taylor (1978, p. 447-448) utilizam um modelo de Keynes-Kalecki simples de economia aberta com as seguintes características: (i) existência de dois setores, um voltado ao mercado externo e outro para o mercado doméstico; (ii) os preços dos bens comercializáveis são determinados em moeda estrangeira e o dos bens domésticos determinados por uma regra de *mark up* sobre os custos diretos do trabalho e dos insumos importados; (iii) os salários são pagos em moeda doméstica; (iv) no curto prazo o efeito substituição dos bens comercializáveis à variações nos preços é negligenciável, o volume das exportações depende do nível de capacidade ociosa, e o das importações é um coeficiente fixo sobre a produção doméstica; e (v) a taxa de juros é exógena, mantida constante pela autoridade monetária.

O Modelo:

$$(1) P_H = (a_{LH}W + a_{MH}P_M) \cdot (1 + z)$$

$$(2) P_X = e \cdot (1 - t_X) \cdot P_X^*$$

$$(3) P_M = e \cdot (1 + t_M) \cdot P_M^*$$

$$(4) Y_W = (a_{LM}H + a_{LX}X) \cdot W$$

$$(5) Y_R = z \cdot (a_{LH}W + a_{MH}P_M) \cdot H + (P_X - a_{LX}W) \cdot X$$

$$(6) H = C_W \cdot \left(\frac{Y_W}{P_H} \right) + C_R \cdot \left(\frac{Y_R}{P_H} \right) + I(r) + G$$

$$(7) M = a_{MH}H$$

Onde:

P_H : preço dos bens domésticos;

P_X, P_M, P_X^*, P_M^* : os preços dos bens exportados e importados denominados em moeda doméstica e em estrangeira respectivamente;

e : taxa de câmbio denominado como uma quantidade de moeda doméstica por dólar;

z : *mark up*;

t_M, t_X : impostos *ad valorem* sobre as importações e as exportações respectivamente;

H : Demanda agregada;

X : produção para o mercado externo;

Y_W : Renda total dos trabalhadores;

Y_R : Renda total dos capitalistas;

W : salário;

a_{LH}, a_{MH} : coeficientes de trabalho e de insumos importados empregados na produção dos bens domésticos respectivamente;

C_W, C_R, I, G, r : consumo dos trabalhadores, consumo dos capitalistas, investimentos, gastos do governo e a taxa de juros, respectivamente.

Os autores chamam atenção para o fato de que tomando as equações (1) e (2), uma desvalorização cambial altera os preços relativos entre os bens comercializáveis e os bens não comercializáveis (bens domésticos), mas não altera os termos de troca.

Para evidenciar a alteração nos preços relativos entre os bens comercializáveis e os bens domésticos, basta calcular a elasticidade dos preços dos bens domésticos com relação à taxa de câmbio, conforme demonstrado logo abaixo:

$$\begin{aligned}\frac{\partial P_H}{\partial e} \cdot \frac{e}{P_H} &= a_{MH}(1+t_m) \cdot P_M^* \cdot P_M \cdot (1+z) \cdot \left(\frac{e}{P_H} \right) \\ &= a_{MH}(1+t_m) \cdot P_M^* \cdot P_M \cdot (1+z) \cdot \frac{e}{(a_{LH}W + a_{MH}P_M) \cdot (1+z)} \\ &= \frac{e \cdot [a_{MH}(1+t_m) \cdot P_M^* \cdot P_M]}{(a_{LH}W + a_{MH}P_M)} > 0\end{aligned}$$

Considerando a hipótese de que parte dos insumos utilizados na produção doméstica é composta por importados, e que a elasticidade dos preços domésticos em relação à taxa de câmbio é positiva (conforme elasticidade calculada acima), uma desvalorização cambial irá elevar os preços dos bens domésticos em relação aos bens comercializáveis, isto é, há uma alteração nos preços relativos. Por outro lado, como os bens comercializáveis são determinados em moeda estrangeira, uma variação cambial não irá alterar os termos de troca, isto é, $\frac{P_X}{P_M}$ permanece constante.

Krugman e Taylor (1978) reconhecem que os efeitos de uma desvalorização cambial sobre a renda não são independentes, mas para efeito de análise eles separam esses efeitos entre os efeitos distributivos e os efeitos fiscais.

De acordo com os autores, os efeitos distributivos ocorrem porque no curto prazo o salário nominal é rígido. Com isso, uma desvalorização redistribui renda dos trabalhadores para os capitalistas de modo que dado o diferencial de propensão marginal a poupar de ambas as classes, ocorrerá uma elevação da poupança nacional e uma redução da demanda agregada. Para formalizar esse efeito, eles isolam o efeito da balança comercial, isto é, partem de uma situação de equilíbrio comercial ($P_X^* X = P_M^* M$), desconsideram os impostos sobre as importações e as exportações ($t_X = t_M = 0$), e assumem que a renda total dos trabalhadores é superior ao total da renda dos capitalistas ($Y_W > Y_R$), e chegam à elasticidade da produção dos bens não comercializável em relação à taxa de câmbio conforme descrito abaixo:

$$\frac{\partial H}{\partial e} \cdot \frac{e}{H} = \frac{Y_R - Y_W}{D} \cdot \frac{Y_W}{Y} \cdot \frac{P_M M}{Y} \cdot (1 + z)$$

Onde:

$Y = Y_W + Y_R$: renda privada total

$$D = 1 - \frac{Y_W a_{LH} W}{P_H} - Y_R \frac{z}{(1 + z)}$$

A elasticidade da demanda agregada com relação à taxa de câmbio é proporcional ao diferencial da propensão marginal a consumir de ambas as classes, da participação dos salários na renda, e da participação das importações na renda.

Em relação aos efeitos fiscais, Krugman e Taylor (1978) colocam que embora os modelos teóricos que abordam a balança comercial ignorem os efeitos fiscais de uma desvalorização, esses efeitos são de grande importância prática. Para provar isso, eles utilizam a hipótese de que no curto prazo o orçamento do governo é dado, e, portanto, a propensão marginal a poupar é igual à unidade. Nesse sentido, no curto prazo, qualquer elevação na receita do governo irá se converter em poupança.

Dentre os possíveis efeitos fiscais de uma desvalorização, os autores mencionam que se o orçamento do governo estiver inicialmente em desequilíbrio ($G > T$), os efeitos são semelhantes aos de uma situação de déficit comercial ($M > X$). Outra situação é aquela em que o imposto sobre os bens comercializáveis é superior ao dos bens domésticos ($t_X > t_H$ e $t_M > t_H$) de modo que uma desvalorização promove uma redistribuição da renda do setor privado como um todo para o governo, elevando a poupança e reduzindo a demanda agregada. Por último, se o imposto sobre os lucros (t_π) for superior ao imposto sobre os salários (t_w), isto é, $t_w > t_\pi$, uma desvalorização também irá redistribuir renda do setor privado para o governo, de modo que poupança nacional aumenta e a demanda agregada se contrai.

Considerando $t_M = 0$, $Y_R = Y_W = Y$, $T - G = 0$ e $P_X^* X = P_M^* M$, teríamos:

$$Y_W + Y_R = e \cdot P_X^* \cdot X + P_H \cdot H - e \cdot P_M^* \cdot M$$

$$\frac{\partial H}{\partial e} \frac{e}{H} = -t_x \cdot \frac{1}{D} \cdot Y \cdot \frac{P_M \cdot M}{P_X \cdot X}$$

Nesse caso a elasticidade é proporcional ao imposto sobre as exportações e à participação das importações na renda. De qualquer modo, a resposta da renda a uma desvalorização cambial é uma contração na atividade econômica.

A principal implicação do modelo de Krugman e Taylor (1978, p. 454-455) é de que pelo menos no curto prazo uma desvalorização cambial pode apresentar resultados indesejáveis. Para os países menos desenvolvidos que estiverem com dificuldades para fechar suas contas externas e optassem pelo caminho da desvalorização cambial, os formuladores de política econômica deveriam levar em consideração o fato de que antes do efeito substituição entrar em cena, prevaleceria o efeito contracionista, com redução do produto, do emprego e redistribuição de renda dos trabalhadores para os capitalistas. Além disso, em alguns casos o déficit na balança de pagamentos poderia ser estrutural de modo que no curto prazo tanto as importações quanto as exportações poderiam ser pouco sensíveis a variações nos preços.

Este modelo apresenta limitações importantes. Em primeiro lugar, é necessário ter em mente que se trata de um modelo de estática comparativa, de curto prazo, e, portanto, deixa de considerar os efeitos dinâmicos que decorrem de uma desvalorização cambial. A hipótese de que as importações é um coeficiente fixo sobre as importações indica influência dos choques de oferta que ocorreram na década de 1970, vale dizer, dos episódios da crise do petróleo que causou impactos devastadores nas economias dependentes de petróleo. Dizer que as exportações são função da capacidade ociosa é contar somente parte da história – as exportações dependem da capacidade ociosa, mas depende principalmente das condições da demanda externa. Por último, a hipótese de inelasticidade de substituição das importações parece mais fruto de pessimismo, de crença, do que de evidências empíricas devidamente fundamentadas.

2.2.2 ESTRATÉGIA DE CRESCIMENTO COM POUPANÇA EXTERNA

Os defensores da estratégia de crescimento com poupança externa argumentam que uma forma de acelerar o crescimento econômico em países pouco intensivo em capital é através da manutenção da taxa de câmbio apreciada e de déficits moderados em conta corrente. Nos países com baixa renda per capita, cujo capital é um fator escasso, a

produtividade marginal do capital é superior à dos países de alta renda ou se preferir, dos países desenvolvidos. Com isso, a migração de capital dos países desenvolvidos para os de baixa intensidade de capital gera um benefício mútuo. O único condicionante para que isso ocorra é que os países em desenvolvimento liberalizem suas economias, zelem pela estabilidade macroeconômica e desenvolva um ambiente institucional que garanta os direitos de propriedade e os contratos. Uma vez garantido essas condições, automaticamente os fluxos de capitais irão migrar para esses países em busca de maiores retornos e contribuirão para a ampliação da capacidade produtiva. O câmbio apreciado melhora o retorno sobre o capital externo por um lado e por outro facilita o acesso a bens de capital para esses países.

Economic policy makers often express concern about national current account deficits or surpluses. Our simple model makes the very important point that an unbalanced current account is not necessarily a bad thing. [...] intertemporal trade makes possible a less jagged time profile of consumption [or investment]. (OBSTFELD e ROGOFF 1996, p.18 apud GALA, 2006, p. 52-53).

Desta perspectiva uma desvalorização cambial ao invés de contribuir para crescimento econômico irá apresentar o efeito inverso, ao limitar o acesso à poupança externa e ao mercado de bens de capitais.

Os defensores da estratégia de crescimento com poupança externa utilizam duas hipóteses implícitas que não encontram respaldo na realidade dos países em desenvolvimento. Em primeiro lugar, supõe-se *a priori* que os retornos são superiores nestes países que nos países desenvolvidos, mas conforme colocou Kregel no prefácio do livro sobre câmbio e controle de capitais de Sicsú e Ferrari Filho (2006), “*o debate sobre a teoria do capital mostrou que é impossível tanto medir quanto comparar produtividades marginais nos e entre os países*”. (SICSU e FERRARI FILHO, 2006, XIII). E em segundo lugar, a hipótese implícita de que os fluxos de capitais são predominantemente direcionados à atividade produtiva é sustentado com pés de barro – não é preciso muito esforço para verificar que uma parte relevante da poupança externa transforma-se em consumo e em endividamento crescente dos países receptores destes recursos.

O curioso é que esta argumentação foi tomada como verdadeira pelos organismos multilaterais, e forneceu o terreno fértil para o florescimento do arranjo financeiro internacional atual, caracterizado pela liberalização comercial e financeira, pelas crises

periódicas que são fruto do constante descolamento entre a precificação dos ativos e os fundamentos econômicos.

2.3 ARGUMENTOS FAVORÁVEIS AOS EFEITOS EXPANSIONISTAS DE UMA DESVALORIZAÇÃO CAMBIAL

Neste tópico serão apresentadas as críticas ao modelo de Krugman e Taylor (1978) e da estratégia de crescimento com poupança externa, e argumentado sobre a centralidade da taxa de câmbio como instrumento para melhorar o desempenho macroeconômico dos países.

2.3.1 CRÍTICA AO MODELO DE KRUGMAN E TAYLOR (1978)

Na década de 1970, com o advento da crise do petróleo, ocorreu um aumento explosivo nos preços do petróleo e em outros insumos utilizados na produção, provocando o que ficou conhecido como choque de oferta. Com isso, muitos economistas e formuladores de política econômica passaram a se preocupar cada vez mais com o lado da oferta. Aconteceu que esse fato criou um terreno fértil para o surgimento de questionamentos e descrédito em relação ao arcabouço teórico de macroeconomia aberta keynesiana. A visão keynesiana segundo a qual uma desvalorização cambial teria efeitos expansionistas no produto e na renda doméstica foi um dos arcabouços teóricos que foram objeto de descrença e de severas críticas. Uma literatura representativa desses questionamentos é o próprio artigo de Krugman e Taylor (1978) já apresentado neste capítulo.

Conforme destacado no tópico que trata do modelo de Krugman e Taylor (1978), uma desvalorização pode ter efeitos contracionistas em três circunstâncias. Sobre essas circunstâncias os autores colocam que “[c]asual empiricism suggests that all three circumstances prevail in many countries, especially the less developed ones. In these countries a deflationary impact from devaluation is more than a remote possibility; it is close to a presumption.” (KRUGMAN E TAYLOR, 1978, p. 446-447)

Gylfason e Schmid (1983, p. 642) colocam que os resultados do modelo de Krugman e Taylor (1978) é consequência das hipóteses simplificadoras utilizadas na derivação do modelo. Em primeiro lugar, os autores exageraram sobre a suposição acerca do comportamento das exportações e das importações ao considerar que esses componentes da demanda agregada são inelásticos à variação nos preços. Além disso, a

suposição pouco realista de que as importações são totalmente empregadas na produção interna, isto é, de que os países só importam insumos/máquinas e equipamentos. Essa última suposição parece ter sido influenciada pelos choques de oferta que saltava aos olhos dos economistas na década de 1970.

Gylfason e Schmid (1983, p. 642-648) colocaram em cheque os resultados de Krugman e Taylor (1978) ao apontar a fragilidade das hipóteses utilizadas, e formalizaram um modelo macroeconômico mostrando que uma desvalorização cambial pode apresentar efeitos expansionistas na renda e no produto. Esses autores analisaram os efeitos dos custos da importação dos insumos de produção pelo lado da oferta agregada, e as exportações, importações (de bens de consumo) e os dispêndios pelo lado da demanda agregada. A conclusão do modelo é a de que os efeitos reais de uma desvalorização cambial irão depender da magnitude dos efeitos pelo lado da oferta e da demanda agregada. Se os efeitos pelo lado da demanda agregada dominar os da oferta agregada o resultado final sobre a renda e o produto será expansionista. Em outras palavras, quanto maior for a elasticidade de substituição entre insumos domésticos e importados, maior a participação das importações de bens finais sobre o total das importações, e maior a elasticidade das importações e exportações de bens finais, maior será o efeito expansionista de uma desvalorização cambial.

Ao colocar em xeque os resultados obtidos por Krugman e Taylor (1978), os autores reafirmam a importância da taxa de câmbio como instrumento para melhorar o desempenho econômico dos países. No tópico a seguir será abordada a crítica da estratégia de crescimento com poupança externa.

2.3.2 CRÍTICA À ESTRATÉGIA DE CRESCIMENTO COM POUPANÇA EXTERNA

De acordo com o pensamento econômico convencional, os países de menor renda per capita são menos intensivos em capital quando comparados com os países desenvolvidos. E isso, faz com que o rendimento marginal do capital nos países em desenvolvimento seja superior ao dos países desenvolvidos. Nesse sentido, se os países em desenvolvimento zelarem pela estabilidade macroeconômica, liberalizarem o comércio e o fluxo de capitais, e viabilizarem todo um arranjo institucional que garanta a propriedade privada e o cumprimento dos contratos, automaticamente, ocorrerá uma migração de capitais dos países desenvolvidos para complementar a escassa poupança dos países em desenvolvimento,

gerando com isso, maior crescimento econômico de modo que a renda per capita desses países irá convergir para patamares semelhantes aos dos países desenvolvidos. “[E]ssa estratégia de crescimento dependente foi aceita sem reservas como ‘verdadeira’ por quase todos na América Latina e se tornou um pressuposto inerente ao raciocínio dos economistas, políticos, homens de negócio e também de todas as decisões governamentais.” (BRESSER-PEREIRA e NAKANO, 2003, p. 4)

Bresser-Pereira e Nakano (2003, p. 13-24) mostraram que esse pensamento econômico está baseado no pressuposto incorreto de que poupança externa significa aumento na taxa de investimento. Os autores colocam que no longo prazo é até possível que um país consiga se beneficiar de poupança externa, desde que, na fase de endividamento, os recursos sejam investidos na ampliação da capacidade produtiva (e não na elevação do consumo) de tal sorte que a taxa de crescimento econômico na fase de pagamento da dívida mais que compense esses desembolsos. Mas a questão é que embora a poupança externa possa dar alguma contribuição em termos de crescimento econômico, esse crescimento não é suficiente para pagar essa dívida por que grande parte da poupança externa é canalizada para o consumo. Com isso, os países acabam se endividando cada vez mais, direcionando grande parte das receitas com exportações para pagamento de juros, promovendo aumento nos juros para atrair mais capitais, elevando ainda mais a dívida interna, levando à redução do investimento e à recessão.

O ponto é que a estratégia de crescimento com poupança externa além de não gerar o desempenho econômico prometido, ainda gera uma série de desequilíbrios macroeconômicos importantes. A promessa dessa estratégia é a de que além de melhorar o desempenho econômico através do aumento da poupança, que irá se refletir diretamente no nível de investimentos, se o governo promover a devida abertura econômica e financeira, os mercados serão um mecanismo eficiente para impor disciplina à política macroeconômica. Com isso, uma vez que a política econômica siga os sinais de mercado, a estabilidade macroeconômica está garantida. Bresser-Pereira e Nakano (2003) mostram exatamente o contrário. Para eles, essa estratégia não leva à estabilidade macroeconômica e à credibilidade. Essa estratégia desestabiliza intrinsecamente a economia na medida em que, o crescimento da dívida externa e interna, combinada à miopia dos mercados levará à sobrevalorização da moeda local e acaba causando uma crise financeira.

De acordo com o pensamento econômico predominante, a poupança precede o investimento. Portanto, a poupança se torna central na explicação do crescimento econômico. Contudo, mesmo considerando a validade desta relação causal entre poupança e investimento, a estratégia de utilização da poupança externa não garante que a poupança total irá se elevar na mesma proporção dos déficits em transações correntes. Na prática o que se verifica é um processo de substituição de poupança interna por poupança externa. Bresser-Pereira e Gala (2007) formalizaram um modelo macroeconômico para demonstrar o efeito substituição entre poupança interna e externa, e mostram que ao adotar a estratégia de crescimento com poupança externa, a taxa de câmbio naturalmente fica desalinhada da taxa de equilíbrio⁷. Com isso, ao manter a taxa de câmbio sobrevalorizada, o poder de compra do salário irá se elevar, e o consumo também seguirá o mesmo movimento. Neste sentido, ao mesmo tempo em que haverá uma elevação da poupança total por conta do incremento da poupança externa *ex ante*, ocorrerá uma elevação no consumo interno materializado nas importações de bens de consumo e uma redução na poupança interna *ex post*. Deste modo o saldo a poupança externa pode se dissipar na elevação do consumo interno e a poupança total se elevando marginalmente. Com relação a esse fenômeno Bresser-Pereira e Nakano (2003) escreveram:

Com o abundante suprimento de moeda estrangeira e a consequente valorização da taxa de câmbio, a demanda por mercadorias estrangeiras aumenta, causando uma enorme reviravolta na balança comercial, de superávit para déficit. No entanto, apesar do déficit em conta corrente, a taxa global de investimento aumenta apenas ligeiramente, porque a maior parte do déficit comercial se deve a uma explosão do consumo, que aumenta as importações de bens e serviços. O consumo de mercadorias nacionais também cresce com a valorização da taxa de câmbio, aumentando a produção interna. A taxa global de investimento aumenta apenas ligeiramente porque apenas as empresas que têm acesso aos mercados financeiros internacionais têm a possibilidade de obter crédito barato, e porque esse tipo de estratégia de crescimento recompensa o consumo, e não o investimento. A entrada de capital não afeta muito a taxa de investimento... a valorização da taxa de câmbio e o consequente aumento artificial dos salários e ordenados reduzem a poupança interna, de forma tal que isso compensa perversamente a poupança externa resultante dos déficits em conta corrente. (BRESSER-PEREIRA e NAKANO, 2003, p. 20)

Existe considerável literatura que aborda a relação entre poupança interna e externa. Oreiro (2004), por exemplo, desenvolve um modelo dinâmico não-linear de inspiração

⁷ Taxa de câmbio de equilíbrio entendida como aquela que zera o déficit em transações correntes.

keynesiana, para avaliar a hipótese levantada por Bresser-Pereira e Nakano de que crescimento com poupança externa pode impactar negativamente a performance macroeconômica dos países em desenvolvimento, e conclui, que um alto nível de endividamento externo (excesso de poupança externa) pode leva a um equilíbrio de longo prazo caracterizado pela existência de grande capacidade ociosa. Ainda de acordo com o autor, nas proximidades desse equilíbrio a economia apresenta volatilidade tanto no nível de capacidade ociosa quanto de endividamento como proporção do PIB, os quais lembra o comportamento típico de “*stop-and-go*” das economias em desenvolvimento.

Gala (2006) argumenta que ao seguir a estratégia de crescimento com déficits em conta corrente e endividamento externo nos anos 90, os países Latinos americanos tornaram-se bons exemplos dos problemas relacionados à estratégia de crescimento com poupança externa. O autor coloca que câmbio sobrevalorizado, crises nos balanços de pagamentos, excessivo endividamento externo e *default* caracterizam o período da década de 90 nesses países. “Em muitos casos, um déficit em contas correntes surge única e exclusivamente para financiar ‘booms’ de consumo, sem acréscimos ao estoque de capital (...) ao se endividar para financiar ciclos artificiais de aumento de consumo, México, Brasil e Argentina passaram por grandes crises cambiais e estagnação econômica” (GALA, 2006, p. 121-120)

Rocha (2012) testou uma amostra de 58 países de renda média, de 1970 a 2004, para testar a relação entre crescimento e poupança externa, e verificou que no longo prazo o contínuo endividamento reduz o desempenho econômico.

Reinhart e Talvi (1998) fizeram uma comparação entre a Ásia e America Latina, e concluíram que o elevado nível de poupança na Ásia está mais relacionado à tendência histórica que aos fluxos de capitais externos, e que poupança interna e externa estão negativamente relacionada em ambos os países.

Considerando que não se verifica os resultados prometidos pelos defensores da estratégia de crescimento com poupança externa, e de que na atual arquitetura financeira internacional dominada pelas finanças, o processo de precificação dos ativos caracteriza-se pelo constante descolamento entre os preços e os fundamentos econômicos decorrente dos movimentos especulativos, o receituário não deveria passar pelo caminho da liberalização e desregulamentação dos mercados de forma indiscriminada. Isso porque

além de não trazer os benefícios prometidos os resultados que sobram são os desequilíbrios macroeconômicos e as crises financeiras decorrente dos fluxos de capitais de curto prazo, altamente especulativos.

2.3.3 MODELOS DE TRADIÇÃO KALDORIANA

Nicolas Kaldor deixou diversas contribuições para a teoria econômica, incluindo trabalhos na área de economia pura, teoria da distribuição e do crescimento econômico, da tributação, do sistema monetário internacional e balanço de pagamentos, de política econômica regional, etc.

Em relação à teoria do crescimento econômico, Kaldor criticou a teoria predominante, orientada pelo lado da oferta (capital e trabalho), e apresentou contribuições nesse campo, que mais tarde ficariam conhecidas como leis de Kaldor. A partir de Thirlwall (1983) podemos resumir as leis de Kaldor como:

Primeira lei de Kaldor: existe forte relação entre o crescimento do produto na indústria e o crescimento do PIB, isto é, o setor industrial é o motor do crescimento. Em outras palavras, crescimento econômico acelerado está relacionado ao crescimento do setor industrial;

Segunda lei de Kaldor (lei de Verdoorn): há uma forte relação positiva entre a taxa de crescimento da produtividade na indústria e o crescimento da produção industrial. Nesse sentido, quanto maior o crescimento da produção industrial maior será o crescimento da produtividade do trabalho.

Terceira lei de Kaldor: Quanto mais acelerado o crescimento industrial, maior a transferência de força de trabalho dos outros setores para a indústria, então, todo o aumento de produtividade está positivamente relacionado ao crescimento do produto e do emprego na indústria, e negativamente relacionado ao crescimento dos setores não industrial. Em outros termos, quanto maior o crescimento industrial, maior será a taxa de crescimento da produtividade do trabalho e, portanto, maior as economias estáticas e dinâmicas de escala, que estabelece uma relação de causalidade que vai do crescimento da produção nas indústrias para o crescimento da produtividade da economia.

Um ponto importante nos modelos de tradição Kaldoriana é o fato de colocar a demanda no centro da análise do crescimento econômico. O aumento no investimento e o

crescimento do setor de bens de capital induzem maior produtividade e, portanto, torna mais competitiva a economia e leva a um maior crescimento econômico.

O papel fundamental da demanda para o crescimento e o caráter pervasivo dos retornos crescentes de escala na indústria são os componentes principais do modelo de crescimento com causação cumulativa liderado pelas exportações proposto pelo autor. A aceleração da taxa de crescimento das exportações fornece o impulso de demanda para o crescimento da produção, que pode se traduzir em uma vantagem inicial para um país ou uma região. Esse processo é reforçado e se torna circular e cumulativo devido aos ganhos de produtividade gerados na indústria em decorrência do crescimento continuado de sua produção. Os ganhos de produtividade da indústria se espalham pelo restante da economia, levando à melhora da competitividade dos produtos comercializáveis e, conseqüentemente, ao crescimento mais acelerado das exportações. Nesse sentido, as ideias de Kaldor ajudaram em aspectos essenciais das teorias de causação cumulativa, originalmente concebidas por Veblen e desenvolvidas mais tarde por autores como Myrdal, Kuznets, Hirschman e Rosenstein-Rodan. (BRITTO e ROMERO, 2011, p.7)

Um trabalho de orientação Kaldoriana interessante é o de Setterfield (2003). Este autor faz uma crítica ao que ele chamou de teoria moderna do crescimento econômico, que se iniciou com Solow (1956) e veio se desenvolvendo ao longo do tempo até chegar aos modelos de segunda geração denominados teoria neoclássica do crescimento endógeno. Nas palavras do autor,

inspired by these developments, it has now become conventional to write the history of modern growth theory in terms of a seamless development of supply-oriented, neoclassical growth analysis (...) [t]here is no hint that demand may play a role in either the development or subsequent utilization of the productive forces he names. (SETTERFIELD, 2003, p.25)

Setterfield (2003) apresenta uma teoria do crescimento econômico cujo papel da demanda é central (*demand-led growth*). Esta teoria identifica dois meios pelos quais a demanda pode impactar a taxa de crescimento. Em primeiro lugar, existe deficiência de demanda efetiva mesmo no longo prazo. Em segundo lugar, as condições da demanda pode influenciar o desenvolvimento dos recursos produtivos ao longo do tempo, o que significa que as condições da demanda no curto prazo pode influenciar a trajetória do produto potencial da economia ao longo do tempo. Em suma, além de permitir a plena utilização da capacidade ociosa, a demanda influencia na ampliação do produto potencial ao longo do tempo.

The actual output path of the economy (i.e. its growth trajectory) is therefore demand-determined. The sequence of short-run outcomes associated with the demand-determined utilization of productive resources traces out the economy's long-run growth path, without displaying any tendency to gravitate automatically towards the potential output path of the economy. The latter, then, does not possess the properties of a strong attractor, as it does in neoclassical growth theory. (SETTERFIELD, 2003, p.26)

Setterfield (2003) argumenta que o aumento da demanda e do produto potencializa o processo de “*learning by doing*” e aumenta a quantidade e a produtividade do trabalho – eleva tanto o tamanho quanto a alocação da força de trabalho, através da migração de mão-de-obra entre regiões e entre setores da economia, em direção ao setor em expansão.

De acordo com esta concepção, o crescimento potencial da economia depende do crescimento da capacidade física, dos recursos do trabalho e da produtividade. À medida que as condições da demanda afeta cada um desses fatores e de que a taxa de câmbio é uma variável chave, que afeta a demanda agregada, fica evidente o nexo causal entre a taxa de câmbio real competitiva e a taxa de crescimento potencial da economia. Um exemplo prático desta interação entre as condições da demanda, taxa de câmbio real, produtividade e crescimento econômico é a própria economia chinesa. Nos últimos anos a China se tornou a grande fábrica do mundo e não por acaso, sua taxa de câmbio tem sido sustentada num nível significativamente subvalorizado e tem passado por um longo processo de “*learning by doing*”. Acrescenta-se a isto, o fato de que a China não caiu na armadilha da atual arquitetura financeira internacional. A China não seguiu o receituário da liberalização e da desregulamentação dos mercados que caracterizou a maioria dos países em desenvolvimento. Os fluxos de capitais que seguiram a rota da China foram canalizados para a atividade produtiva e não para a especulação financeira como é o caso de muitos países em desenvolvimento que seguiram o receituário da liberalização comercial e financeira

2.4 CONSIDERAÇÕES SOBRE AS TEORIAS E IDEIAS ABORDADAS

Este capítulo abordou alguns modelos e ideias que relacionam câmbio com as variáveis econômicas reais, apresentando argumentos favoráveis e contrários à desvalorização e/ou manutenção do câmbio em nível competitivo.

A abordagem das elasticidades conforme colocado por Zini (1995), trouxe à tona o fato de que ao contrário do que era defendido no modelo do padrão-ouro, o ajustamento externo não deveria implicar necessariamente uma contração na renda nacional, e de que ao contrário, poderia apresentar efeitos expansionistas a depender das elasticidades verificáveis empiricamente. Contudo, essa abordagem baseada no modelo marshalliano de equilíbrio parcial, adota algumas hipóteses simplificadoras que além de limitar seus resultados, ainda se torna alvo de muitos questionamentos, foi um modelo construído num mundo em transformação que não existe mais.

Posteriormente à abordagem das elasticidades surgiram alguns trabalhos que passaram a questionar se realmente a desvalorização cambial seria capaz de gerar efeitos expansionistas sobre o nível de renda e emprego. Nessa linha de argumentação foi apresentado o modelo de Krugman e Taylor (1978), que identificaram três circunstâncias segundo as quais uma desvalorização cambial pode gerar efeitos contracionistas e, chamou a atenção para o fato de que as evidências empíricas sugerem que todas estas circunstâncias prevalecem em muitos países, especialmente nos países em desenvolvimento. Contudo, embora estes autores tenham formalizado um modelo robusto para chegar à conclusão dos efeitos contracionistas de uma desvalorização, Gylfason e Schmid (1983) apresentaram críticas bastante razoáveis contra este modelo. Gylfason e Schmid (1983) mostraram que em primeiro lugar os autores foram exageradamente pessimistas quanto à elasticidade das exportações e das importações em relação ao câmbio, e de que as importações apresentam-se unicamente como insumos de produção no modelo. Bresser-Nakano (2003) também poderia ser utilizado como uma crítica à hipótese simplificada utilizada por Krugman e Taylor (1978), de que as importações são predominantemente compostas por insumos e/ou bens de capitais. Na verdade o que parece ter influenciado estes autores formular esta hipótese pouco realista, foi os sucessivos choques de oferta ocorridos na década de 1970, por conta da elevação nos preços do petróleo. Os autores construíram um modelo de equilíbrio parcial para ser geral numa circunstância histórica particular, mas que apresenta sérias limitações até mesmo para analisar a própria realidade em que o modelo foi construído. Ao colocar em xeque os resultados obtidos por Krugman e Taylor (1978), Gylfason e Schmid (1983) reafirmaram a importância da taxa de câmbio como instrumento para melhorar o desempenho econômico dos países.

O argumento que apoia a estratégia de crescimento com poupança externa está baseado na crença de que os mercados são eficientes, e, portanto, a liberalização comercial e financeira promove melhor alocação dos recursos e maximiza o crescimento econômico. A ideia é que os fluxos de capitais irão buscar melhores oportunidades nos países com escassez de capital (com maior retorno marginal do capital) e, será predominantemente canalizado para investimentos produtivos. Com isso, ao adotar a estratégia de crescimento com poupança externa os países em desenvolvimento maximizam seu crescimento econômico ao mesmo tempo em que os países desenvolvidos recebem altas taxas de retorno. Bresser-Pereira e Nakano (2003) mostram que além de não trazer os benefícios prometidos, essa estratégia engendra maior instabilidade macroeconômica nos países receptores desses recursos. O que ocorre é que num primeiro momento esses recursos vão para a atividade produtiva, mas a moeda se valoriza, os consumidores elevam seu poder de compra, e parte da poupança interna se converte em consumo, isto é, ocorre a substituição de poupança interna por externa. Soma-se a isto o fato de que grande parte dos fluxos de capitais é de curto prazo, altamente especulativos e voláteis. Em outros termos, a ideia de elevação da poupança total é falaciosa e traz consigo maior desequilíbrio macroeconômico, crise de balanço de pagamentos e recessão.

Vale ressaltar que esta argumentação foi tomada como verdadeira pelos organismos multilaterais, e forneceu o terreno fértil para o florescimento do arranjo financeiro internacional atual, caracterizado pela liberalização comercial e financeira indiscriminada, pelas crises recorrentes, fruto do constante descolamento entre a precificação dos ativos e os fundamentos econômicos.

Por último, os modelos de tradição Kaldoriana, mais alinhado com a abordagem seguida nesta dissertação, apresenta uma série de resultados interessantes relacionando câmbio competitivo com demanda efetiva, produtividade, inovação e colocando o crescimento da capacidade produtiva no longo prazo em função das condições da demanda. Ao contrário da abordagem neoclássica que foca a análise pelo lado da oferta, esses modelos, e mais especificamente o de Setterfield (2003) coloca a demanda no centro da teoria de crescimento econômico. O autor mostra que existe deficiência de demanda efetiva mesmo no longo prazo, e que as condições da demanda no curto prazo pode influenciar a trajetória do produto potencial da economia ao longo do tempo. O aumento da demanda e do produto potencializa o processo de "*learning by doing*" e aumenta a quantidade e a

produtividade do trabalho – eleva tanto o tamanho quanto a alocação da força de trabalho, através da migração de mão-de-obra entre regiões e entre setores da economia, em direção ao setor em expansão. E à medida que a taxa de câmbio é uma das variáveis fundamentais que influencia a demanda agregada, fica evidente que a manutenção desta taxa num nível competitivo influencia a taxa de crescimento potencial da economia, portanto, a taxa de câmbio entra como uma variável fundamental para o crescimento econômico.

CAPÍTULO 3 EXPERIÊNCIA CAMBIAL BRASILEIRA PÓS-CRISE DE 2008

Conforme argumentado no capítulo 1, a taxa de câmbio está subordinada ao arranjo monetário internacional, à circunstância e aos interesses econômicos prevalentes em cada momento histórico. Desde o fim de Bretton Woods, emergiu e se consolidou uma nova etapa de desenvolvimento do capitalismo, que representou o avanço geral do capital financeiro como etapa superior e desregulada do capitalismo. Os Estados optaram pelo caminho da liberalização dos fluxos de capitais e da desregulamentação dos mercados, e criaram o terreno fértil para a construção da atual arquitetura financeira internacional caracterizada pela centralidade das finanças, pela exacerbação dos movimentos especulativos e pela maior recorrência das crises.

Na atual arquitetura financeira internacional, as moedas são tratadas como ativos financeiros de alta liquidez julgados pelos mercados segundo o critério de risco e retorno. A dinâmica dos estoques de riqueza e a lógica da gestão de portfólios dos agentes econômicos representados principalmente pelos investidores institucionais e demais instituições financeiras, são fundamentais para a determinação da taxa de câmbio em detrimento dos fundamentos econômicos. Nas últimas décadas tem sido recorrente a defasagem, por longo período de tempo, entre os ativos financeiros, tais como moedas, títulos de dívida, ações, etc., e os fundamentos da economia. As finanças passaram a demandar da economia mais do que aquilo que ela é capaz de ofertar e com isso, o movimento das finanças em busca de maiores retornos tem como consequência a criação de bolhas, e os movimentos especulativos são elevados ao extremo.

Neste sistema dominado pelas finanças os países que seguiram a estratégia de inserção financeira na globalização sofreram as consequências dos movimentos especulativos, dos surtos de volatilidades nos principais preços da economia, perda de autonomia na condução da política macroeconômica e até mesmo processos de desindustrialização precoce por conta de apreciação cambial excessiva nos momentos de alta dos ciclos internacional de liquidez. Portanto, além de não colher os benefícios que os defensores da estratégia de crescimento com poupança externa sempre defenderam, estes países negligenciaram a importância da taxa de câmbio como instrumento de crescimento econômico e acabaram se tornando vulneráveis e mais susceptíveis a crises.

A economia brasileira é um desses casos. Entrou na onda da globalização financeira, sofreu as duras consequências da especulação financeira e das fugas de capitais que tanto caracterizou grande parte dos países em desenvolvimento entre o final da década de 1990 e início dos anos 2000, e nos últimos anos a economia tem sofrido com o excesso de apreciação de sua moeda tanto em sua estrutura produtiva quanto no equilíbrio das contas externas. A combinação entre os momentos de alta no ciclo internacional de liquidez com abertura financeira excessiva tem levado à apreciação da moeda brasileira além da conta e gerado impactos indesejáveis sobre a estrutura produtiva e sobre as contas externas. Somado a isso, no pós-crise de 2008, diversos países tem adotado comportamento defensivo em relação às contas externas, e alguns países desenvolvidos, vale dizer, os EUA e a União Europeia inundaram os mercados com liquidez, gerando ainda mais pressão sobre a moeda Brasileira.

Este capítulo irá abordar a experiência cambial brasileira pós-crise de 2008, chamando a atenção para a insuficiência dos instrumentos utilizados pelo Banco Central, para evitar tanto valorização excessiva nos momentos de alta na liquidez internacional, quanto *overshooting* cambial em momentos de choque externo. No momento mais agudo da crise, as reservas internacionais e Swaps cambiais se mostraram insuficientes para evitar o *overshooting* cambial, e quando os mercados financeiros se acalmaram, a moeda brasileira retomou o processo de apreciação com prejuízo das contas externas e dos fatores de competitividades das empresas brasileiras.

O capítulo será estruturado em três seções. Na primeira seção será feita uma breve discussão da crise de 2008, seu significado e os respectivos impactos na economia. A guerra cambial que nesta dissertação é considerada como um desdobramento da crise será abordado na segunda seção. A terceira e última seção será subdividida em duas partes. A primeira parte será reservada à análise do *overshooting* cambial que ocorreu no último trimestre de 2008, e da baixa efetividade dos instrumentos que o Banco Central utilizou durante o momento de pânico nos mercados, a saber, as reservas e os swaps cambiais. A segunda parte da terceira seção será destinada à discussão da retomada do processo de apreciação cambial, suas causas e consequências para a economia brasileira. Nesta parte, será analisada a plausibilidade da hipótese levantada nesta dissertação, segundo a qual o processo de apreciação da moeda brasileira pós-crise é explicado pelas perspectivas das economias com importantes mercados internos, *vis a vis*

o esgotamento dos mecanismos que induziram o crescimento da economia global desde os anos 1990. Com as boas perspectivas da economia brasileira, os mercados financeiros globais responderam com uma enxurrada de capitais para o Brasil, que foram agravados pela política monetária frouxa dos países desenvolvidos, principalmente a dos EUA. Neste sentido, mesmo considerando a existência da chamada guerra cambial, com políticas de manipulação cambial, o que mais explicaria a apreciação da moeda brasileira seria a enxurrada de dólares para aproveitar as boas perspectivas de crescimento puxado pelo mercado interno brasileiro.

3.1A CRISE DE 2008

Conforme discutido no capítulo 1, com o fim de Bretton Woods emergiu e se consolidou uma nova etapa de desenvolvimento do capitalismo, nascida com o processo de liberalização e desregulamentação dos mercados. O processo de liberalização e desregulamentação dos mercados, conduzidas pelos países centrais colocaram as finanças no centro das relações econômicas e sociais e as tornaram globais. Esse período de predomínio das finanças levou ao que Chesnais (2005) denominou de insaciabilidade da finança. A lógica de acumulação financeira extrapolou todos os limites, demandando da economia mais do que ela poderia oferecer. O autor coloca que o curso da mundialização financeira foi marcado por uma sucessão de crises financeiras, e que a raiz das crises financeiras encontra-se no volume extremamente elevado dos créditos sobre a produção futura que os detentores de ativos financeiros consideraram poder pretender, e à corrida por resultados que os administradores de fundos de pensões e de outras carteiras de ativos financeiros devem buscar. A insaciabilidade das finanças levou as instituições financeiras a tomar mais riscos e as crises tornaram-se simultâneas em vários mercados financeiros e no sistema bancário, e em seguida, de forma abrupta propagando-se pelo sistema produtivo.

A crise de 2008, que encontra seu símbolo máximo na falência do *Lehman Brothers*, em 15 de setembro de 2008, quando a crise chegou ao seu ponto mais crítico, teve seu início em 2007. Esta crise financeira se iniciou no mercado de hipotecas de alto risco (*subprime*) nos EUA, como resultado da forte elevação da inadimplência e da desvalorização dos ativos associados com as hipotecas *subprime*.

Em termos de cronologia, Farhi e Cintra (2009, p. 274-278), colocam que a partir de junho de 2007, ocorreram diversos momentos mais agudos da crise, com impactos significativos nos mercados globais. Um termômetro destes momentos apresenta-se materializado na elevação do *spread* entre títulos do tesouro norte-americano e a libor de três meses e pelos rumores de que dois fundos do *Bear Sterns*, com ativos lastreados em hipotecas *subprime*, tinham sofrido perdas significativas e que haviam forçado a venda de cerca de US\$ 3,8 bilhões em bônus para cobrir os prejuízos incorridos. Somado a isso, os autores colocam que as agências de classificação de risco rebaixaram as notas de diversos títulos RMBS (*Residential–Mortgage-Backed Securities*), garantidos por hipotecas residenciais, e dos CDO (*collateralized debt obligation*). Com o rebaixamento destas notas os preços caíram e conseqüentemente houve significativa perda de liquidez. Com isso, o Federal reserve (Fed) e o Banco Central Europeu (ECB) realizaram amplas operações de ampliação da liquidez dos mercados, e diante da expectativa de elevadas perdas a serem reveladas pelos balanços bancários, os bancos centrais dos EUA, Inglaterra, Europa, Suíça, Canadá, Japão, e Suécia foram forçados a uma intervenção conjunta. Ainda de acordo com os autores, em março de 2008 o Fed evitou a quebra do *Bear Stearns*, intervindo e oferecendo cerca de US\$ 29 bilhões como garantia para sua compra com grande desvalorização pelo JP Morgan Chase. Em julho de 2008 ocorreu a falência do *IndyMacBank*, que fazia parte do conjunto de instituições financeiras do *Federal Savings Bank*, especializados em crédito hipotecário. A falência do Lehman Brothers constituiu o ponto mais agudo da crise, que passou a apresentar contornos sistêmicos. As atividades interbancárias paralisaram, a desconfiança e incerteza se espalharam, e se instaurou o pânico nos mercados de câmbio, de ações, de derivativos e de crédito em âmbito global.

Farhi e Cintra (2009) colocam que os fatos mais agudos da fragilidade financeira que foram registrados na crise, envolveram instituições financeiras do que ficou conhecido como *global shadow banking system*, termo empregado pela primeira vez por Paul McCulley (2007). Estas instituições financeiras estavam livres das amarras regulatórias do Fed e escancarou as falhas na arquitetura financeira nascida do processo de liberalização e da desregulamentação abordado no capítulo 1. Portanto, a crise de 2008 pode ser interpretada como a crise das finanças, ou mais especificamente, significa a crise das finanças liberalizadas e desreguladas.

Desde o início da crise em meados de 2007, se iniciou um processo de crescente deterioração do cenário internacional. Contudo, mesmo em meio à piora do cenário internacional, a moeda brasileira manteve a tendência de apreciação e a política cambial seguiu o mesmo padrão do período de alta do ciclo internacional de liquidez, combinando elevada taxa de juros com forte e contínua elevação nos preços das commodities. Além disso, a tendência de apreciação ganhou impulso com a histórica elevação da classificação do risco de crédito soberano do Brasil para “grau de investimento” pelas agências de *Standard & Poors* e *Fitch*, que contribuíram para a manutenção de um fluxo positivo de capitais para o país, e acabou retardando o efeito contágio da crise no mercado de câmbio brasileiro até julho de 2008. Os ativos e a moeda brasileira se desvalorizaram somente a partir da falência do Lehman Brothers quando a crise assumiu dimensões sistêmicas e provocou forte movimento de aversão ao risco dos investidores globais e a fuga para a qualidade num processo desalavancagem global. (PRATES, 2010, p. 35-39)

O acirramento da crise de 2008 foi um exemplo claro do caráter hierarquizado das finanças, principalmente no caso das moedas que se constituem o principal canal de transmissão e termômetro desta hierarquização. Como adiantado no capítulo 1, a característica de diversificação e de hierarquização das moedas se constitui uma das fontes de instabilidade das taxas de câmbio. A fuga para a principal moeda do sistema, isto é, para a moeda norte americana, foi a fonte primária de instabilidade nas economias da periferia do sistema. O caso Brasileiro foi emblemático porque o caráter hierarquizado é ampliado pela estratégia de inserção financeira da economia brasileira na globalização. Ao seguir o caminho da inserção financeira na globalização, o Brasil ficou sujeito aos ciclos internacionais de liquidez, aos movimentos especulativos e, principalmente à perda de autonomia na condução da política macroeconômica.

A experiência brasileira com o regime de câmbio flutuante durante o efeito contágio desta crise financeira internacional revelou que num contexto de ampla abertura financeira a adoção de políticas macroeconômicas prudentes e o acúmulo expressivo de reservas cambiais não são suficientes para segurar a pressão dos mercados em momentos de fuga para a qualidade como ocorreu em 2008. No último semestre de 2008, a taxa de câmbio foi de R\$ 1,59 em 30/06/2008 para R\$ 2,50 em 05/12/2008, uma depreciação de 58%. Não há fundamentos que explicasse tamanha depreciação. Algumas empresas

brasileiras que haviam entrado na onda da especulação financeira amargaram elevados prejuízos com esta depreciação da moeda. Novaes (2009), num artigo sobre governança corporativa, mostrou que a crise de 2008 colocou em xeque a governança corporativa de companhias no Brasil e no exterior. De acordo com a autora, o mercado brasileiro não ficou imune à expansão extraordinária dos mercados de derivativos nos últimos anos e aos seus respectivos problemas. A autora chama a atenção para os números levantados pelo Banco de Compensações Internacionais (BIS), que apresentou uma expectativa de perda das companhias brasileiras em torno de US\$ 25 bilhões com derivativos cambiais. Os casos mais comentados nos meios de comunicações brasileiras foram os da Sadia e da Aracruz, que amargaram prejuízos de R\$ 760 milhões e R\$1,95 bilhão respectivamente.

3.2 GUERRA CAMBIAL: UM DESDOBRAMENTO DA CRISE FINANCEIRA

As discussões sobre guerras cambiais e guerras comerciais que vem despertando interesse crescente na área internacional estão intrinsecamente ligadas às implicações que a crise de 2008 trouxe para a dinâmica de crescimento da economia mundial. Desde os anos 1990, o esquema de crescimento global tem sido marcado por crescentes desequilíbrios nos fluxos de comércio e de capitais e de elevada propensão à formação de bolhas de preços de ativos nos mercados domésticos.

O crescimento da economia mundial antes da eclosão da crise vinha sendo sustentado pelas economias dos países desenvolvidos, principalmente pela economia dos EUA. O crescimento dos EUA, que era a principal locomotiva do crescimento mundial, estava fundamentado no crescente endividamento das famílias e das empresas. Este endividamento, por seu turno, foi viabilizado pela ampliação patrimonial decorrente das bolhas de preços de ativos, desgarrados do crescimento da renda e dos lucros. Este crescente endividamento funcionou como um mecanismo de expansão dos gastos autônomos com consumo, que se constituiu no principal motor do aumento da demanda agregada norte-americana. Este padrão de crescimento da economia americana, e em menor escala de várias economias desenvolvidas deu origem a crescentes déficits em transações correntes destes países, tendo como contrapartida, o modelo *export led growth* de diversos países periféricos, em particular dos países asiáticos que seguiram a estratégia de inserção produtiva na globalização. (CARNEIRO, 2010, p. 2-8)

Sobre o paradigma de crescimento da economia americana Palley (2010) coloca que,

“Os ciclos econômicos pós-1980 tem se baseado em booms financeiros e importações baratas. Os booms financeiros proporcionam o colateral necessário para suportar o aumento do endividamento que financia os gastos de consumo. O aumento do endividamento também tem sido suportado pela redução dos critérios de concessão de crédito e pelas inovações financeiras que permitiram um aumento do acesso ao crédito. Enquanto isso, as importações baratas têm atenuado os efeitos da estagnação salarial. Esse padrão contrasta com os ciclos econômicos anteriores que se baseavam, não no crescimento do endividamento, mas no crescimento salarial ligado ao crescimento da produtividade e no pleno emprego. O dispêndio, combinado com o pleno emprego, encorajava o investimento, o que aumentava a produtividade, alimentava, assim, o crescimento dos salários”. (PALLEY, 2010, p. 8)

O atual arranjo (ou desarranjo) monetário caracterizado pelo descolamento entre os fundamentos econômicos e o processo de precificação dos ativos, levou à formação de bolhas nos preços dos ativos e à crise iniciada no mercado de *subprime* americano em 2007. Portanto, além de simbolizar a crise das finanças desregulada, esta crise também significou a destruição de uma das bases de sustentação do modelo de crescimento da economia mundial – ao desinflar os preços dos ativos, que até então era a fonte de crescimento patrimonial que dava suporte ao crescimento do consumo nas economias desenvolvidas deficitárias, o esquema de crescimento da economia mundial se esgotou.

De acordo com Carneiro (2010, p.5-6), o esgotamento dos mecanismos que induziram o crescimento na economia global desde os anos 1990, levaria à perda de dinamismo dos esquemas baseados nos *export led growth*. Esta perda de dinamismo se daria tanto pelo arrefecimento geral da economia global, quanto pelo menor papel da economia americana como motor do crescimento global. Dado isso, o autor conclui que os países em geral, e particularmente, os periféricos teriam que buscar dinamismo em fatores ligados à economia doméstica, *i.e.* , ao mercado interno.

Diante da deterioração das perspectivas de crescimento da economia mundial, os países responderam de forma unilateral evidenciando as falhas existentes no atual arranjo monetário internacional. Um desdobramento destas falhas é a própria guerra cambial que surgiu com a crise.

No arranjo monetário instituído com o acordo de Bretton Woods, o FMI tinha como metas e estratégias originais, administrar o sistema monetário internacional de pagamentos baseado em taxas de câmbio fixas, facilitar a expansão e o crescimento equilibrado do

comércio internacional, promover a estabilidade, manter acordos cambiais disciplinados entre os membros e evitar desvalorizações competitivas da moeda, colaborar no estabelecimento de um sistema multilateral de pagamentos para as transações correntes entre membros e na eliminação de restrições ao mercado de câmbio que tolhem o crescimento do comércio mundial, etc. Acontece, que com a liberalização e desregulamentação dos mercados no pós-Bretton Woods, o regime de câmbio flutuante passou a ser a opção preferida, e com ela, elevou-se a volatilidade das taxas de câmbio e o comércio e as finanças internacionais foram prejudicados. (CARVALHO, 2004, p.179-186)

Depois de Bretton Woods quando o câmbio flexível foi adotado, os desalinhamentos cambiais passaram a ser uma questão que quando gerasse desequilíbrio no comércio internacional poderia ser resolvida entre poucos, como ocorreu no acordo de Plaza em 1985, quando o mundo era dominado por poucos países (EUA, França, Alemanha ocidental, Japão e Reino Unido), e foi possível chegar a um acordo para desvalorizar o dólar. A partir dos anos 1990, surgiram novos atores no cenário internacional e esses acordos entre poucos se tornaram impraticáveis. Paralelamente a isto, o FMI deixou de ser o administrador do sistema monetário internacional e tornou-se defensor da integração financeira global, assumindo a tarefa de reformar as estruturas econômicas a fim de prepara-las para a nova ordem liberal.

Por outro lado, a organização mundial do comércio (OMC) cujo principal objetivo é a liberalização do comércio e o estabelecimento de um quadro regulatório para ser respeitado por todos os seus membros, sob pena de contestação no tribunal diplomático-jurídico da organização, tem sido impactado pela distorção fundamental advinda da manutenção da especialização funcional entre GATT (atualmente OMC) e FMI, estabelecida à época do acordo de Bretton Woods. A questão é que mesmo com as metamorfoses ocorridas no FMI ao longo do tempo⁸, o tema câmbio permaneceu sob seu controle e não foi incorporado à OMC. Com o advento da crise de 2008, as distorções cambiais ficaram mais evidentes e as discussões sobre o efeito do câmbio no comércio se acirraram. Thorstensen, Marçal e Ferraz, (2011) colocam que as tarifas, que é o instrumento básico de proteção comercial negociado ao longo de décadas, tem sido anuladas pelas distorções cambiais. Os autores argumentam que com a progressiva

⁸ Para uma discussão mais pormenorizada das metamorfoses ocorridas no FMI desde sua 2ª constituição, ver Carvalho (2004) e Aglietta (2004).

redução das tarifas conseguida ao longo das rodadas de negociação (no GATT e desde 1995 na OMC) e com o advento dos altos níveis de desalinhamento cambial praticados por vários países com pesos importantes no comércio internacional (como é o caso da China), os desalinhamentos cambiais acabam se tornando mais importantes que as próprias tarifas. Os autores estimaram que para o caso da economia brasileira, uma valorização cambial da ordem de 30% significa não só a anulação das tarifas consolidadas na OMC, como incentivo às importações porque reduzem as tarifas aplicadas a níveis negativos. Uma desvalorização cambial da moeda chinesa em 20% anularia as tarifas consolidadas negociadas pelo Brasil na OMC e transformaria as tarifas aplicadas em incentivos às importações chinesas. Os autores concluem que a existência conjunta de desalinhamento cambial por longo período é uma séria distorção dos instrumentos de política de comércio internacional de muitos países.

A apreciação da moeda brasileira, decorrente ou não de guerras cambiais, tem trazido diversas consequências negativas para a economia brasileira. Dentre os impactos amplamente debatidos está a questão da desindustrialização precoce da economia brasileira.

Para qualificar a discussão, cabe lembrar que o processo de desindustrialização em si não é necessariamente um problema. Rowthorn e Ramaswamy (1998) mostram que em economias desenvolvidas o processo de desindustrialização é um fenômeno intrínseco à dinâmica interna destas economias. Nestes países há dois movimentos que contribuem para o declínio da participação da indústria. Por um lado, o crescimento acelerado da produtividade reduz a necessidade de utilização de mão-de-obra, contribuindo para o declínio da participação do emprego na produção industrial. Por outro lado, com o barateamento dos produtos industrializados em decorrência da elevação da produtividade há uma mudança na estrutura da demanda entre produtos industrializados e serviços, com este último se elevando em relação ao primeiro. Com isso, a participação da indústria no emprego e na renda declina ao longo do tempo, o que significa desindustrialização. Os autores evidenciaram que os países desenvolvidos passaram por um forte processo de desindustrialização a partir dos anos de 1970.

No caso da economia brasileira, o processo de desindustrialização não pode ser entendido nos termos do conceito clássico de Rowthorn e Ramaswamy (1998), porque o país ainda não atingiu o nível de desenvolvimento tal como os países considerados

desenvolvidos. É importante ter em mente que o desenvolvimento é resultado de um longo processo de crescimento econômico, com elevado aumento da produtividade média, acelerada taxa de investimento e diversificação da estrutura produtiva e do emprego. De acordo com Cano (2012), muitos países subdesenvolvidos, também instauraram processos de industrialização em seus territórios. Contudo, somente alguns países conseguiram ultrapassar de forma significativa a produção de bens não duráveis de consumo e a do simples beneficiamento industrial de produtos primários. O autor coloca que o Brasil conseguiu instalar um parque industrial expressivo e chegou a avançar numa montagem parcial do setor de bens de capital. Contudo, não é razoável supor que o declínio da participação na indústria no emprego e na renda é consequência do pleno desenvolvimento da indústria brasileira nos termos de Rowthorn e Ramaswamy (1998), isto é, de que se trata de um processo de desindustrialização positiva. Em relação à economia brasileira, Oreiro e Feijó (2010) argumentam que a literatura brasileira dos últimos dez anos apresenta evidências conclusivas de ocorrência de desindustrialização na economia brasileira para o período 1986-1998 e de que os estudos recentes a respeito da composição do saldo comercial brasileiro e da composição do valor adicionado da indústria brasileira mostram sinais inquietantes da ocorrência de ‘doença holandesa’, isto é, de desindustrialização causada pela apreciação cambial decorrente da valorização dos preços das commodities e dos recursos naturais no mercado internacional.

“Com o processo de sobrevalorização cambial e demais distorções de fatores de competitividade sistêmica têm implicado perda de competitividade dos produtos manufaturados brasileiros comparativamente aos produzidos em outros países. Essa condição tem provocado estratégias adaptativas e defensivas, por parte das empresas, que acabam por prejudicar os resultados macroeconômicos, sobretudo no que se refere aos impactos da desindustrialização.” (LACERDA, 2013, p.15).

3.3 A APRECIAÇÃO DO REAL PÓS-CRISE DE 2008

Da falência do Lehman Brothers, em 15 de setembro de 2008, quando a crise chegou ao seu ponto mais crítico, até 05 de dezembro de 2008, a moeda brasileira sofreu um *overshooting* da ordem de 40%, saindo da paridade de R\$1,81 para R\$ 2,50, e permanecendo acima dos R\$ 2,20 até o final do primeiro trimestre de 2009. O real retomou o movimento de apreciação que havia prevalecido no período pré-crise somente a partir de abril de 2009 quando o momento de pânico dos mercados havia se arrefecido.

No período anterior à crise, a moeda brasileira já vinha de um longo processo de apreciação que de acordo com Prates (2010, p. 35-36), era explicado pela elevadíssima taxa básica de juros brasileira, pela forte alta dos preços das commodities, pela histórica elevação do risco de crédito soberano do Brasil para “grau de investimento” pelas agências internacionais de rating Standard & Poors (S&P) e Fich, e pelo longo período de alta do ciclo internacional de liquidez. Quando a crise eclodiu, houve um forte movimento de aversão ao risco materializado na forma de fuga de capitais, num movimento de desalavancagem global, o que levou ao *overshooting* da ordem de 40% verificado na moeda brasileira.

Um ponto importante a ser ressaltado é que durante a crise, os países que haviam liberalizado suas economias e adotado a estratégia de acumular reservas para evitar fugas de capitais e volatilidade cambial, perceberam que numa conjuntura adversa de choque externo como a que ocorreu em 2008, as reservas não era suficiente para garantir a estabilidade do câmbio frente aos movimentos de fuga para a qualidade. No caso da economia brasileira, que havia se aproveitado do período de alta do ciclo internacional de liquidez a partir de 2004, e da evolução positiva da balança comercial para acumular um elevado nível de reservas isso ficou evidente.

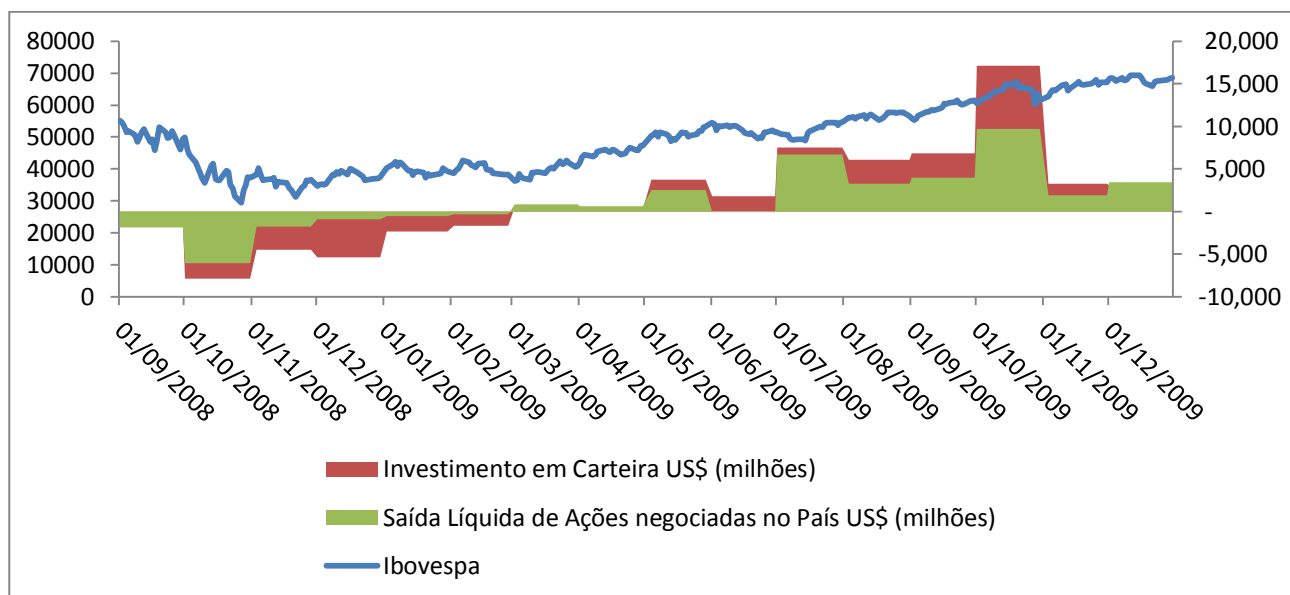
3.3.1 A FUGA DE CAPITAIS E OVERSHOOTING CAMBIAL DURANTE A CRISE DE 2008

No último trimestre de 2008 a moeda e os ativos brasileiros tornaram-se importantes alvos do movimento de desalavancagem global e de fuga para a qualidade. O mercado de ações doméstico foi o primeiro alvo deste movimento, seguido pelo mercado de renda fixa e pelo mercado de crédito.

O gráfico 1, mostra que no início da crise, pelo menos de setembro a novembro de 2008, a maior parte do fluxo de saída de capitais referente à modalidade de investimento em carteira é explicado pela venda de papéis no mercado de ações. Este foi o período em que se verificou a maior queda no índice Ibovespa, que atingiu a mínima em 27 de outubro de 2008, aos 29.435 pontos.

A partir de novembro de 2008 o fluxo de saída de capitais relacionado ao mercado de ações perdeu força e a maior parte das saídas líquidas passou a ser explicado pelo mercado de renda fixa, relacionado principalmente à venda de títulos públicos.

Gráfico 1: Fuga de capitais no mercado de ações

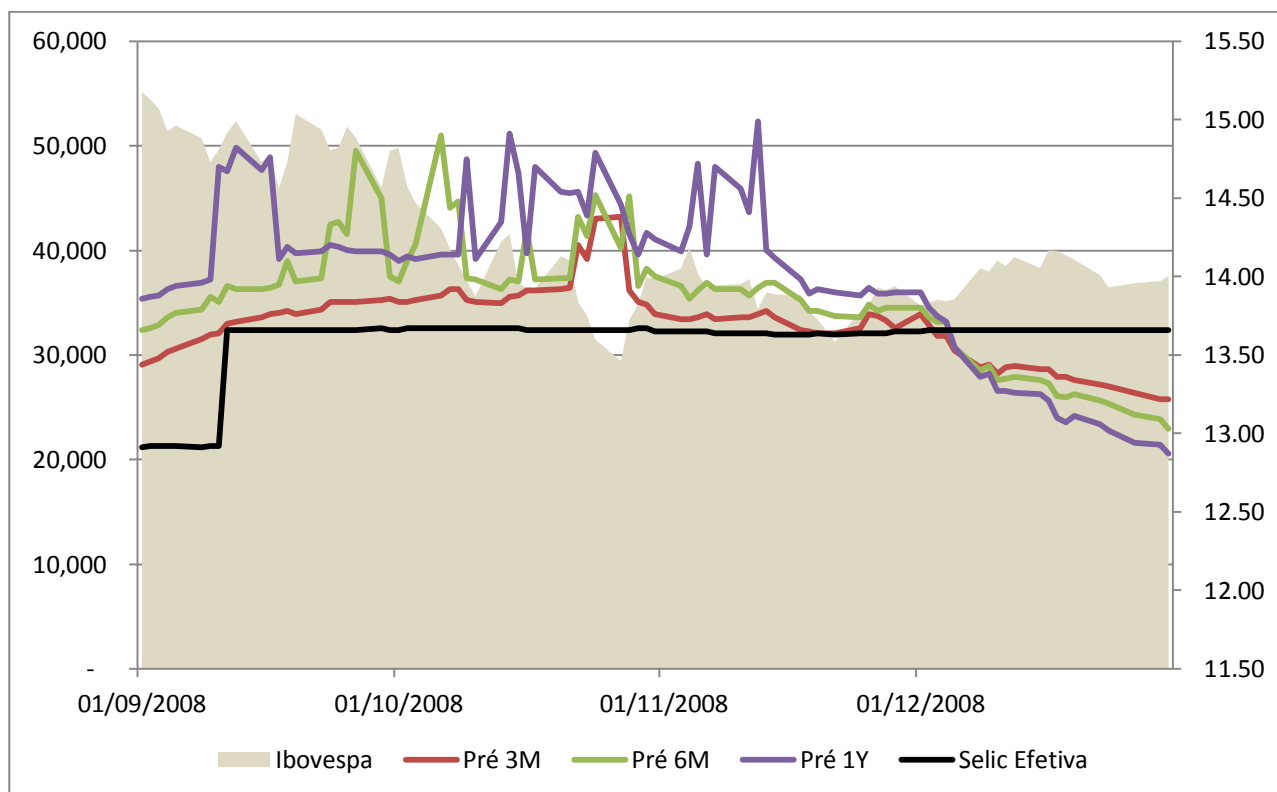


Fonte: Banco Central do Brasil (Bacen).

Elaboração: do autor.

A partir de novembro de 2008 o Ibovespa se estabilizou e o mercado de juros tornou-se um pouco mais volátil. Percebe-se que o pico de volatilidade no mercado de juros ocorreu entre o final de outubro e início de novembro de 2008, conforme pode ser observado no gráfico 2, que apresenta a evolução da taxa de juros à termo para 3 e 6 meses e para 1 ano. Parte desta volatilidade é explicada pela condução de política monetária que durante a crise não foi muito exitosa. Enquanto o mundo inteiro reduziu suas taxas de juros com a expectativa de que a crise financeira atingiria a economia real, o Banco Central brasileiro foi na contra mão do resto do mundo e decidiu aumentar as taxas de juros e mantê-la elevada durante o período da crise. A partir de dezembro de 2008, os mercados passaram a precificar queda de mais de 150 pontos base nas taxas de juros à termo com vencimento em 1 ano, por conta da perspectiva de recessão na economia mundial e os possíveis impactos na economia brasileira.

Gráfico 2: Volatilidade no mercado de juros e o Índice Ibovespa

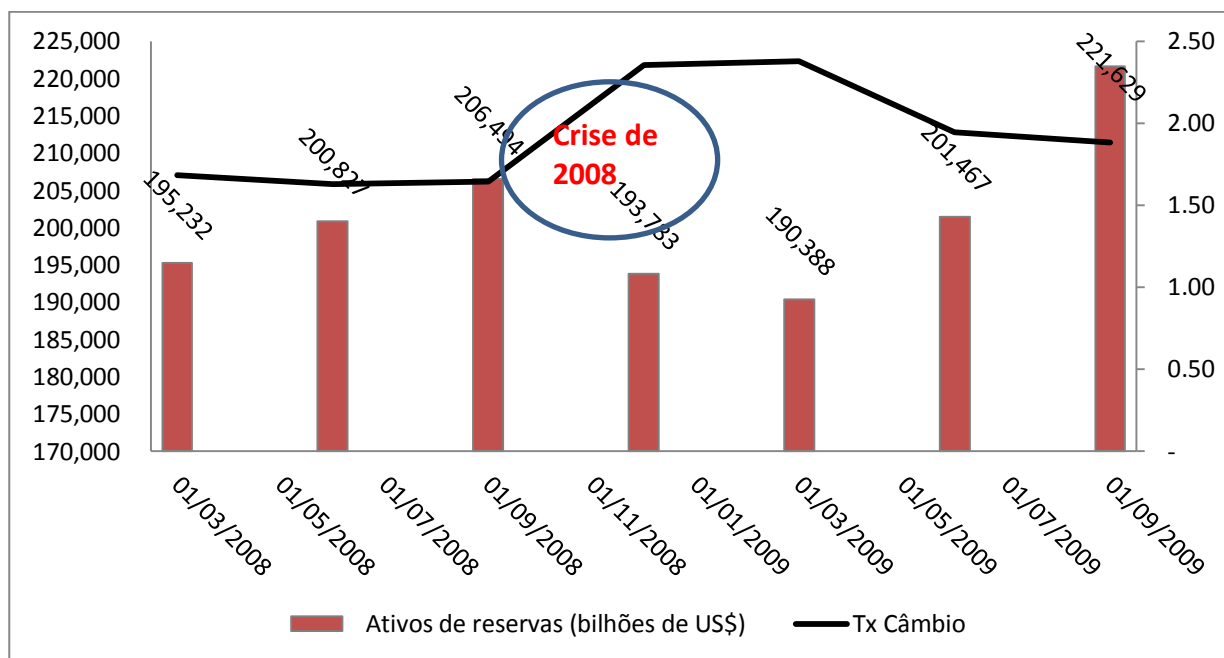


Fonte: Banco Central do Brasil (Bacen).

Elaboração: do autor.

A fuga para a qualidade foi tão intensa que mesmo seguindo o consenso macroeconômico, com política fiscal austera, política monetária contracionista e um elevado nível de reservas internacionais, o real sucumbiu às preções de mercado e se desvalorizou de forma abrupta. Analisando o gráfico 3, percebe-se que o Banco Central queimou um elevado volume de reservas internacionais para tentar segurar a desvalorização do real, mas os instrumentos com as quais a autoridade monetária contava se mostrou bastante limitado no contexto da crise. Conforme abordado no capítulo 2, no atual sistema monetário internacional, existe uma hierarquia entre as moedas, e quando há qualquer movimento de aversão ao risco o capital especulativo migra para as moedas fortes, geralmente para o dólar norte-americano. Nesse sentido, ter bons fundamentos macroeconômicos e seguir a cartilha do consenso macroeconômico num contexto de crise não é suficiente para evitar movimentos desestabilizadores na economia.

Gráfico 3: Evolução das reservas e da taxa de câmbio.



Fonte: Banco Central do Brasil (Bacen).

Elaboração: do autor.

A insuficiência dos fundamentos e das reservas internacionais para amortecer e/ou evitar *overshooting* cambial está relacionado à característica do atual sistema monetário internacional e encontra respaldo na teoria keynesiana. No atual sistema monetário internacional, existem assimetrias que embutem maior vulnerabilidade aos países cujas suas moedas não são conversíveis. No caso da economia brasileira, nos momentos de incerteza, o real, pelo menos e principalmente do ponto de vista dos investidores internacionais, não serve como reserva de valor, não pode acalmar as inquietações contra as incertezas da economia. A moeda brasileira não atende às funções da moeda em âmbito global, e, portanto, nos momentos de preferência pela liquidez, não é a moeda brasileira (ou de qualquer outro país em desenvolvimento) que será escolhida. Portanto, em momentos de pânico, os fundamentos deixam de ancorar as expectativas, e o comportamento de manada entram em ação, os fluxos de capitais retornam para o centro do sistema e deixam os rastros do movimento de pânico na forma de queda nas bolsas e *overshooting* cambial.

No relatório de estabilidade financeira de maio de 2009, o Banco Central brasileiro explica que a forte desvalorização do real no último trimestre de 2008, é explicada entre outros

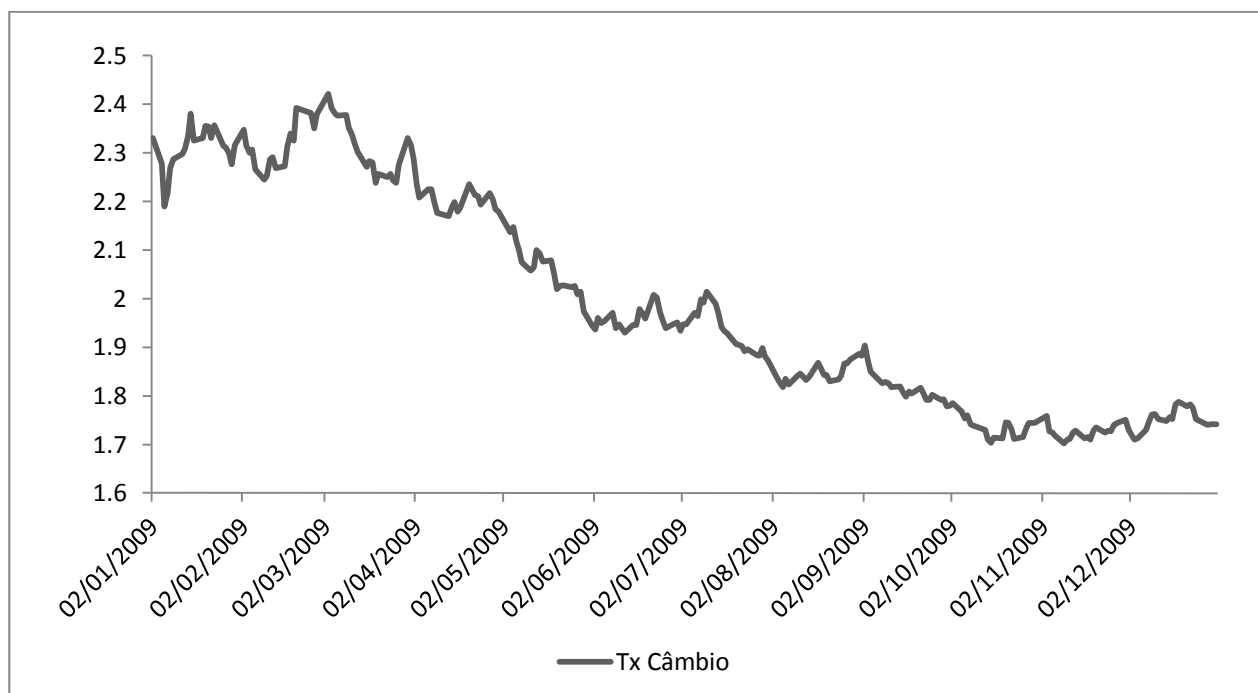
fatores, pela demanda de dólares por empresas que buscavam diminuir suas exposições vendidas em derivativos cambiais, à retração acentuada do crédito externo, à venda de ativos no país, sobretudo na bolsa de valores, por parte de investidores estrangeiros que tinham como objetivo cobrir prejuízos em outros mercados, e fuga para a qualidade (demanda por títulos do tesouro americano). Por intermédio de duas medidas provisórias foi concedido ao Banco Central a prerrogativa de prover liquidez em moeda estrangeira ao sistema bancário e realizar Swaps cambiais com Banco Central de outros países, mas não foi suficiente e a moeda brasileira sucumbiu às pressões de mercado, o que mostrou a fragilidade do sistema e a insuficiência dos instrumentos à disposição do Banco Central brasileiro.

3.3.2 RETOMADA DO PROCESSO DE APRECIÇÃO CAMBIAL

Com a coordenação de políticas fiscais e monetárias colocadas em prática pelos governos e bancos centrais dos países que estavam no epicentro da crise, no sentido de prover liquidez e reestruturar seus sistemas financeiros, o risco de colapso no sistema financeiro internacional começou a se reduzir, e os mercados iniciaram a recuperação já a partir do segundo trimestre de 2009. Foi a partir de então que o ambiente se mostrou mais favorável, a liquidez começou a aumentar gradualmente e a divulgação de variados indicadores sinalizava que a fase mais crítica da crise havia ficado para trás e que se iniciava uma nova fase ascendente da economia internacional. Com isso, os investidores deram início às suas reavaliações em relação ao apetite por risco e passaram a redirecionar seus recursos para as praças onde os retornos eram mais atrativos, e a fuga para a qualidade começou a se reverter.

Com a reversão da fuga para a qualidade, os mercados de ações, de títulos e de moedas iniciaram uma recuperação e o real voltou ao seu movimento de apreciação que havia caracterizado o período pré-crise, e já em meados de 2009 o dólar voltava ser cotado abaixo dos R\$2,00. No segundo semestre desde mesmo ano, a economia mundial evoluiu favoravelmente refletindo-se no ingresso de capitais para o país, o que contribuiu para apreciar o real. Conforme podemos observar no gráfico 4, a taxa de câmbio se apreciou de forma significativa no segundo semestre 2009.

Gráfico 4: Evolução da taxa de câmbio R\$/US\$ em 2009



Fonte: Banco Central do Brasil (Bacen).

Elaboração: do autor.

O principal fator que contribuiu para esta retomada da apreciação cambial brasileira foi a rápida recuperação da economia doméstica numa conjuntura de ajuste da economia global, os países mais avançados iniciaram ajustes e não apresentavam boa perspectiva de crescimento econômico. É importante ressaltar que além da crise das finanças liberalizadas e desregulamentadas, a crise de 2008 também significou o esgotamento dos mecanismos de crescimento econômico que vinham sendo sustentados desde os anos 1990, por crescentes desequilíbrios nas economias mais avançadas. Agora a crise havia atingido o coração do sistema econômico, a economia americana que era a principal locomotiva que havia sustentado o crescimento da economia mundial entraria numa fase de ajustes e a União Europeia que também era uma peça chave deste modelo entrava numa outra etapa da crise, a da crise da dívida.

“Quando parecia que a recessão global caminhava para o seu fim, as atenções dos mercados financeiros, da imprensa especializada e dos policymakers voltaram-se para a ‘Tragédia Grega’ e para a Europa. De fato, as taxas de crescimento econômico começavam a voltar à normalidade, especialmente na Ásia, e os mercados financeiros começavam a precificar, sugerindo o início de um sólido e duradouro período de expansão da economia mundial.

Entretanto, os eventos na Grécia se difundiram para a Europa, provocando temores sobre a sobrevivência da Zona do Euro, como também, sobre a possibilidade de a economia mundial ter encontrado em um repique recessivo.” (ARESTIS, 2010, p. 36)

Com isso, as perspectivas de recuperação das economias mais avançadas eram desanimadoras, e só restavam as oportunidades de crescimento nos países emergentes, que apresentavam mercados consumidores promissores. No Brasil, como já destacado, a economia começou a se recuperar desde o primeiro trimestre de 2009, e a manutenção de elevada liquidez nos mercados internacionais somadas às boas perspectivas dos países emergentes levou a um influxo de capitais para esses países, gerando mais pressão sobre suas moedas. O fato é que foi o diferencial de crescimento entre os países emergentes e os países mais avançados que levou a este elevado influxo de capitais. A pressão sobre as moedas destes países foram de tal sorte, que os *policy makers* tiveram que tomar as chamadas medidas macroprudencias com o objetivo de evitar a deterioração nas contas externas e a formação de bolhas nos mercados domésticos de ativos. Dentre as medidas macroprudencias utilizadas, os bancos centrais passaram a intervir mais nos mercados cambiais e foram adotadas medidas de controle de capitais. De acordo com o relatório de estabilidade financeira de abril de 2010 do Banco Central do Brasil,

“No segundo semestre de 2009, a taxa de câmbio permaneceu em queda até meados de outubro, quando chegou a 1,70R\$/US\$, e em relativa estabilidade, em torno de 1,73R\$/US\$, até início de dezembro. A rápida recuperação da economia brasileira intensificou o fluxo de capitais, que ficou positivo desde maio, e elevou o fluxo cambial do país a US\$14,6 bilhões em outubro, sendo o movimento do segmento financeiro responsável por US\$13,1 bilhões. Essa entrada de recursos no país, assim como a menor aversão ao risco nos mercados internacionais e certa preocupação entre os investidores quanto à situação fiscal nos EUA ensejaram movimento de recuperação de moedas de economias emergentes ante o dólar norte-americano. Com o objetivo de regular o fluxo de capitais, no final de outubro, o governo taxou a entrada de capital estrangeiro, que passou a pagar 2% de IOF em renda fixa e em renda variável, isentando o investimento produtivo. Em novembro, o movimento financeiro caiu 81,4%, para US\$2,4 bilhões. A partir de dezembro, observou-se o fortalecimento da moeda norte-americana frente ao euro em função do aumento da incerteza regulatória e da deterioração fiscal em algumas economias maduras. A cotação do real, entretanto, manteve-se relativamente estável frente ao dólar, o que resultou na valorização de 6,5% do real frente ao euro em três meses.” (BACEN, 2010, p.19)

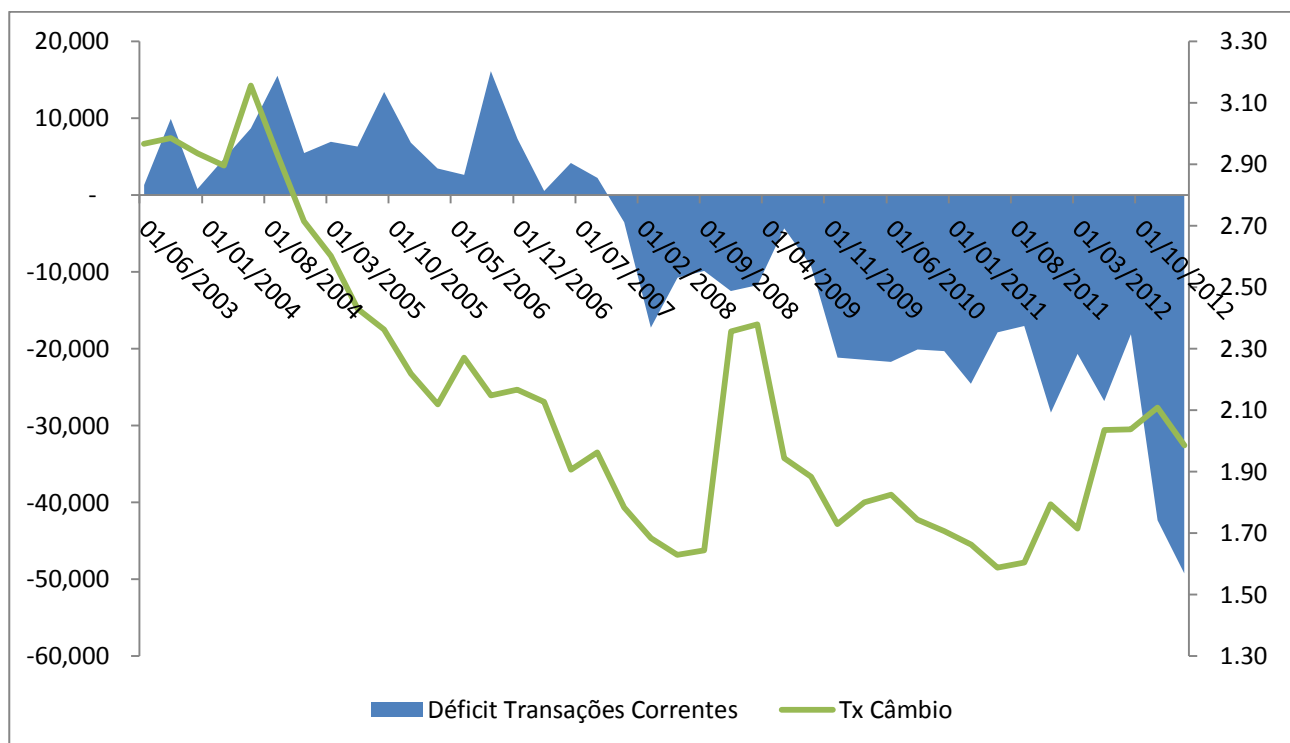
O diferencial de crescimento entre os países mais avançados e os países emergentes foi agravado pela política monetária expansionista que veio com a crise. Tanto os EUA quanto a União Europeia injetaram muita liquidez na economia e levaram a taxa de juros a patamares mínimos. Com isso, quando os investidores reavaliaram suas expectativas e passaram a buscar maiores retornos nas praças financeiras dos países emergentes, a pressão sobre as moedas aumentou significativamente. Rossi (2012) coloca que,

A crise econômica internacional não deu fim aos ciclos de carry trade. Pelo contrário, o sistema financeiro internacional tornou-se ainda mais disfuncional. A natureza da resposta americana à crise financeira tem sido fundamentalmente monetária e objetiva manter as taxas de juros em níveis extremamente baixos para assim estimular a economia. Apesar do pífio resultado em termos de crescimento doméstico, essa estratégia contribuiu para tornar o sistema financeiro internacional ainda mais dissonante. Isso porque, ao injetar liquidez na economia, o Federal Reserve dá subsídio à saída de capitais dos EUA para a compra de ativos no exterior, criando oportunidades únicas de lucros para o sistema financeiro, pela via do *carry trade*

(...) Não por acaso, assiste-se a uma disseminação dos controles de capital e de intervenções nos mercados de câmbio em países como o Brasil, Coréia, África do Sul, Turquia, Indonésia, Peru, Tailândia, Suíça e Japão. Além disso, frente às distorções provocadas pelo câmbio, o protecionismo comercial ameaça a pauta da agenda de discussão internacional. Em outras palavras, o risco que se coloca é que a atual 'guerra cambial' evolua para uma 'guerra comercial'. (ROSSI, 2012, p. 150-151)

Com o processo de apreciação da moeda brasileira os efeitos não tardaram a aparecer. Além dos impactos relacionados ao processo de desindustrialização precoce, as contas externas começaram a se deteriorar. O gráfico 5, mostra a evolução das contas externas e da taxa de câmbio desde 2003, e percebe-se claramente a relação entre a apreciação da moeda e a deterioração das contas externas. A partir de 2009, quando a moeda brasileira retomou o processo de apreciação, o desequilíbrio das contas externas se acelerou. Tanto a apreciação cambial quanto a desaceleração da economia internacional contribuíram negativamente para esse resultado. A deterioração do saldo em transações correntes foi financiada pela enxurrada de capitais que vieram para o país, o que pode ser verificado no gráfico 6 – enquanto o saldo em transações correntes vem se deteriorando, o volume de ativos de reservas internacionais continua crescendo, o que indica elevada entrada de capitais para o país.

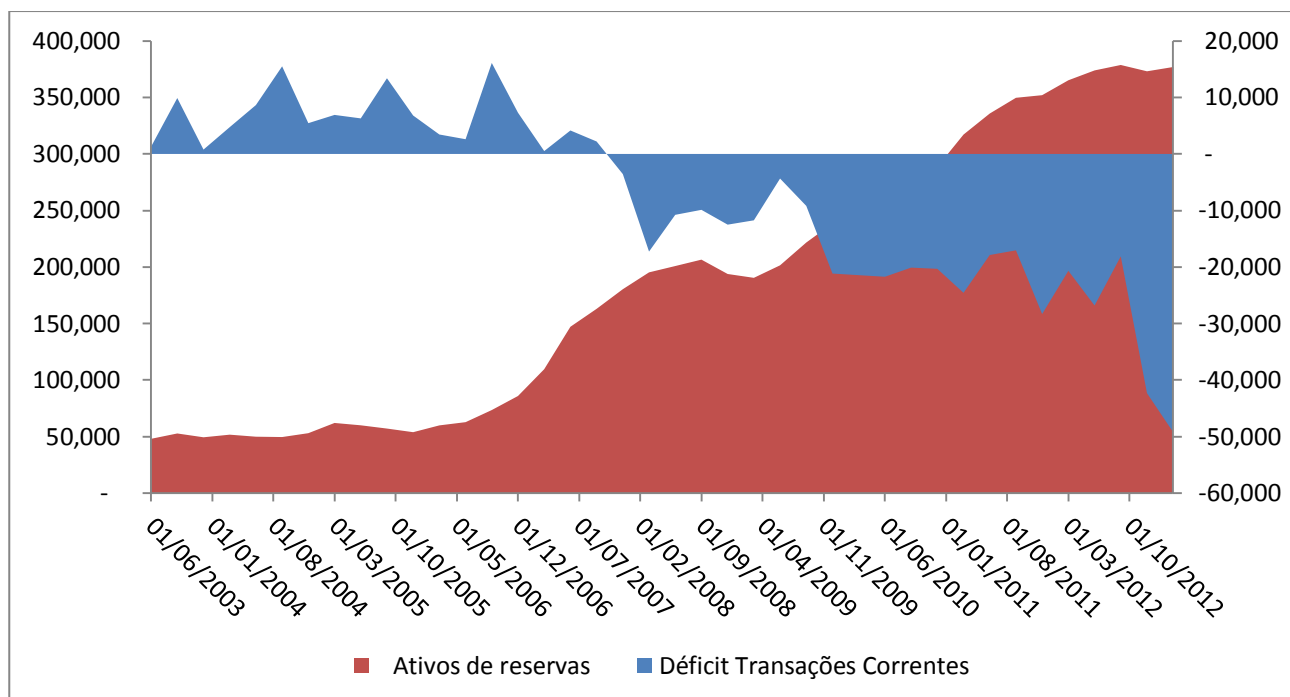
Gráfico 5: Evolução do saldo em transações correntes e da taxa de câmbio R\$/US\$



Fonte: Banco Central do Brasil (Bacen).

Elaboração: do autor.

Gráfico 6: Evolução do saldo em transações correntes e dos ativos de reserva.



Fonte: Banco Central do Brasil (Bacen).

Elaboração: do autor.

Enquanto as contas externas se deterioram, a política cambial do Banco Central continuou e continua na mesma inércia iniciada quando houve a mudança rumo na política econômica após a crise de 1999, adotando-se o regime de metas de inflação, superávit primário e câmbio flutuante. Desde janeiro de 1999, quando o Banco Central emitiu o comunicado nº 6.565, que instituiu o novo regime cambial brasileiro até hoje, as metas e objetivos da política cambial continua sendo a mesma. O Banco Central deixa que o mercado interbancário defina a taxa de câmbio no segmento livre e flutuante, com a possibilidade de intervenção ocasional e limitada com o objetivo de conter movimentos desordenados na taxa de câmbio. (BACEN, 1999)

Neste sentido, o objetivo da política cambial brasileira se resume a conter os surtos de volatilidade da taxa de câmbio. Contudo, é importante lembrar que política cambial vai muito além do que a mera preocupação com os surtos de volatilidade cambial. A política cambial pode se subordinar a diferentes objetivos macroeconômicos – pode ter como objetivo o controle da inflação, o equilíbrio das contas externas, a manutenção da competitividade externa, a preocupação com a saúde e estabilidade financeira e com prevenção de crises e desordens nos mercados. Para atingir estes objetivos o Banco Central conta com instrumentos que serão mais ou menos eficazes a depender de fatores institucionais domésticos e de fatores conjunturais ou macroeconômicos. Os condicionantes estruturais internos estão relacionados ao estágio de desenvolvimento econômico, às características do mercado financeiro doméstico e do grau de abertura financeira da economia. Contam como condicionantes conjunturais ou macroeconômicos, a situação das contas externas, o grau de repasse das variações cambiais aos preços e de descasamento de moedas. (PRATES, 2010)

Acontece que no caso da economia brasileira, o objetivo de conter movimentos desordenados na taxa de câmbio esbarra principalmente no condicionante estrutural interno relacionado ao grau de abertura financeira da economia. Mostramos que mesmo contando com um volume substancial de reservas internacionais, no momento de fuga para a qualidade o real sucumbiu à pressão do mercado e causou impactos desastrosos na economia. Outra evidência de ineficácia dos instrumentos à disposição do Banco Central para atenuar movimentos bruscos na taxa de câmbio no atual contexto de livre mobilidade de capitais foi o próprio movimento de fuga de capitais que ocorreu a partir do segundo trimestre de 2013. Os EUA sinalizaram que antecipariam a retirada dos

estímulos monetários, apareceram sinais de desaceleração da economia Chinesa, e com isso houve elevação da volatilidade e da aversão ao risco nos mercados financeiros internacionais, e a moeda brasileira sofreu um forte processo de desvalorização cambial. É bem verdade que a deterioração das perspectivas de crescimento da economia brasileira, a deterioração fiscal e piora significativa nas contas externas contribuíram para este movimento, e o Banco Central mais uma vez não conseguiu segurar os mercados.

3.4 CONSIDERAÇÕES FINAIS

No atual sistema monetário internacional em que há o predomínio das finanças, os países que seguiram a estratégia de inserção financeira na globalização sofreram as consequências dos movimentos especulativos, dos surtos de volatilidades nos principais preços da economia, perda de autonomia de política macroeconômica e até mesmo processos de desindustrialização precoce por conta de apreciação cambial excessiva nos momentos de alta dos ciclos internacional de liquidez, e não colheram os benefícios em termos de crescimento econômico que os defensores da estratégia de crescimento com poupança externa sempre defenderam. Estes países negligenciaram a importância da taxa de câmbio como instrumento de crescimento econômico e acabaram se tornando vulneráveis e mais susceptíveis a crises.

A economia brasileira entrou na onda da globalização financeira, sofreu as duras consequências da especulação financeira e das fugas de capitais que tanto caracterizou grande parte dos países em desenvolvimento entre o final da década de 1990 e início dos anos 2000, e nos últimos anos tem sofrido com o excesso de apreciação de sua moeda tanto em sua estrutura produtiva quanto no equilíbrio das contas externas. Após a crise de 2008, ocorreu o esgotamento dos mecanismos de crescimento que vinham sendo sustentadas pelas economias mais avançadas à base de crescentes desequilíbrios, e na tentativa de salvar o sistema financeiro de um colapso, e retomar o crescimento econômico, estas economias levaram as taxas de juros a patamares mínimos e inundaram os mercados de liquidez. Por outro lado, de forma inédita, os países menos desenvolvidos, hoje conhecidos como países emergentes, saíram da crise mais cedo e retomaram o crescimento econômico rapidamente, apresentando melhores perspectivas de crescimento econômico. Quando os investidores internacionais reavaliaram suas expectativas e convencionaram que o pior da crise já havia passado, a fuga para a qualidade se reverteu, e houve uma enxurrada de capitais para os países emergentes

com melhores perspectivas de crescimento econômico, gerando pressão sobre a moeda e sobre os preços dos ativos domésticos. Portanto, o diferencial de crescimento econômico entre os países desenvolvidos e emergentes somado à elevação sem precedentes da liquidez internacional explica o processo de apreciação da moeda Brasileira no pós-crise.

Desde quando a crise de 2008 atingiu seu pico e ocorreu um *overshooting* cambial em decorrência da fuga para a qualidade, em que os investidores buscaram a rota da moeda que está no topo da hierarquia das moedas para acalmar suas inquietações, até a retomada da apreciação da moeda brasileira, chama atenção a falta de efetividade dos instrumentos à disposição do Banco Central para conter os movimentos desordenados na taxa de câmbio. As reservas internacionais e os derivativos cambiais não são suficientes para conter os movimentos desordenados do mercado. No contexto de elevada abertura financeira, quando há uma reversão nas expectativas dos investidores o comportamento de manada entra em cena e a pressão contra os preços torna-se insuportável.

A explicação para a ineficácia dos instrumentos à disposição do Banco Central para fazer frente aos movimentos desordenados nos preços se encontra na atual arquitetura financeira caracterizada pela centralidade das finanças. A atual arquitetura financeira internacional foi construída à base da liberalização e da desregulamentação financeira. No contexto de uma economia liberalizada e desregulamentada a força do Estado para conter os movimentos desordenados nos preços e suas consequências sobre a economia real fica bastante reduzida. O Estado torna-se passivo, perde autonomia em termos de sua política macroeconômica e seus instrumentos tornam-se inócuos.

Portanto, é preciso reconhecer que na atual arquitetura financeira dominada pelas finanças, países que entraram na onda da liberalização financeira perderam autonomia na condução da política macroeconômica, e não há fundamentos que segurem os movimentos de fuga para a qualidade. Nos momentos de aversão ao risco é a moeda que está no topo da hierarquia das moedas que os investidores irão acalmar suas inquietações.

No atual conjunto de políticas macroeconômicas adotadas no Brasil, há muita preocupação com o descontrole dos preços das mercadorias e serviços, o que é legítimo,

mas há muita volatilidade nos preços financeiros, que é tão ou mais prejudicial à economia. Volatilidade excessiva na taxa de câmbio e desalinhamento cambial são desequilíbrios que distorcem a atividade produtiva. Após assistir a um longo processo de apreciação da moeda brasileira, tem ocorrido um processo de desindustrialização precoce e as contas externas estão com desequilíbrio crescente, num rápido processo de deterioração.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

A taxa de câmbio está situada entre os temas mais complexos e mais controversos em economia. Embora do ponto de vista teórico o papel da taxa de câmbio não seja consensual, não fugindo à regra da grande maioria dos temas em economia, a sua importância é consensual. A taxa de câmbio impacta os preços relativos, a distribuição de renda, a estrutura produtiva, o emprego, a inflação, o consumo etc.

Ao longo dessa dissertação foi abordada a experiência cambial brasileira pós-crise de 2008, chamando a atenção para a insuficiência dos instrumentos utilizados pelo Banco Central, para evitar tanto valorização excessiva nos momentos de alta na liquidez internacional, quanto *overshooting* cambial em momentos de fuga para a qualidade. Ao seguir o caminho da liberalização financeira a economia brasileira perdeu autonomia de formulação de sua política econômica e tornou-se economicamente mais vulnerável.

Esse estado de coisas está relacionado ao atual arranjo monetário internacional que emergiu com o fim de Bretton Woods. Como argumentado no capítulo 2, depois de mais de uma década de crise de Bretton Woods, emergiu e se consolidou uma nova etapa de desenvolvimento do capitalismo. O capital financeiro se livrou dos grilhões do sistema de Bretton Woods – que havia abrandado a lógica de valorização financeira através da regulação dos mercados financeiros, e colocou em curso um longo e profundo processo de liberalização e desregulamentação dos mercados, submetendo com isso, a sociedade a um período de dominação financeira sem precedentes. As amarras e peias que limitavam os fluxos de capitais tornaram-se alvo de grandes atores financeiros, e com o auxílio dos organismos multilaterais estas restrições foram sendo eliminadas ao longo das últimas décadas. Os países que caíram na armadilha da liberalização e da desregulamentação dos mercados de forma indiscriminada tiveram a autonomia de política econômica reduzida e tornaram-se economias mais vulneráveis.

Neste sistema em que as finanças têm papel central no sistema econômico, foram destacadas duas características principais em relação ao processo de precificação dos ativos – o constante descolamento entre os preços e os fundamentos econômicos e, a exacerbação dos momentos de euforia ou de pessimismo. Como argumentado no capítulo 1, a determinação da taxa de câmbio está subordinada ao arranjo monetário

internacional e, no atual arranjo monetário a taxa de câmbio assim com os outros ativos negociáveis são predominantemente determinados pela lógica financeira, desgarrados dos fundamentos econômicos. Por isso, no contexto da crise de 2008, a economia brasileira mesmo se valendo de fundamentos econômicos consistentes com a cartilha do *mainstream* do pensamento econômico contemporâneo – reservas internacionais elevadas e seguindo política monetária e fiscal austera, a fuga para a qualidade gerou uma desvalorização cambial devastadora, com impactos negativos desastrosos sobre a economia real. Portanto, a explicação para a ineficácia dos instrumentos à disposição do banco central para fazer frente aos movimentos desordenados na taxa de câmbio se encontra do *modus operandi* da atual arquitetura financeira internacional caracterizada pela centralidade das finanças, pelos excessos da especulação financeira.

Os excessos da especulação financeira, viabilizadas pela atual arquitetura financeira internacional culminou com a crise de 2008, e levou o sistema monetário internacional à beira do colapso. Essa crise significou entre outras coisas a crise das finanças desregulamentadas e liberalizadas e o esgotamento dos mecanismos que induziram o crescimento da economia global desde os anos 1990 – crescimento econômico sustentado por crescentes desequilíbrios nos fluxos de comércio e de capitais e de elevada propensão à formação de bolhas de preços de ativos nos mercados domésticos.

Quando o momento mais crítico da crise passou os investidores internacionais reavaliaram as expectativas em termos das oportunidades de risco e retorno, e o panorama que se apresentava nos países mais avançados era desanimador. Ficou claro que a crise havia dilacerado o próprio coração do sistema econômico. Os EUA que era a principal locomotiva do crescimento econômico global das últimas décadas entraram na fase de ajustes e a União Europeia que também era uma peça chave neste esquema de crescimento econômico entraria numa outra fase da crise, a fase da crise da dívida e apresentava sinais iminentes de desintegração. Por outro lado, os países emergentes se recuperaram mais rapidamente da crise e apresentaram-se aos olhos dos investidores como a oportunidade a ser aproveitada. O Brasil, como apresentado no capítulo 3, começou sua recuperação econômica já no primeiro trimestre de 2009. A recuperação rápida dos países emergentes somadas ao tsunami de liquidez dos EUA e da União Europeia levou a um influxo de capitais para esses países, gerando forte pressão sobre suas moedas. Portanto, no imediato pós-crise, o que explica o movimento de retomada da

apreciação da moeda brasileira foi o elevado influxo de capitais que rumaram para os países emergentes em busca de melhor retorno, em virtude da avaliação de que esses países apresentavam melhores perspectivas de crescimento econômico que os países mais avançados.

O influxo de capitais foi tão intenso que alguns países emergentes adotaram medidas macroprudencias com o objetivo de evitar a deterioração das contas externas e a formação de bolhas no mercado de ativos doméstico. Então, a despeito dos modelos teóricos discutidos no capítulo 1, que apresentam resultados negativos de uma desvalorização cambial no desempenho econômico, quando o esquema de crescimento da economia mundial se esgotou e os países mais avançados inundaram os mercados de liquidez, os países descambaram para a guerra cambial, na tentativa de empurrar o problema econômico para o país vizinho. Portanto, do ponto de vista pragmático os *policemakers* implicitamente reconhecem a importância da taxa de câmbio para melhorar o desempenho econômico, isto é, no pragmatismo dos *policemakers* a não neutralidade da taxa de câmbio salta aos olhos.

No caso da economia brasileira a não neutralidade da taxa de câmbio está evidenciada em pelo menos dois aspectos: em primeiro lugar, como discutido no capítulo 3, a literatura dos últimos 10 anos mostra sinais inquietantes de desindustrialização precoce causada pela apreciação cambial e, em segundo lugar, as contas externas estão num acelerado processo de deterioração. Diante disso, enquanto não ocorre uma reforma do sistema financeiro internacional, cuja discussão deve advir do entendimento e reconhecimento da disfuncionalidade da atual arquitetura financeira, cabe aos formuladores da política econômica brasileira buscar instrumentos mais efetivos contra os movimentos desordenados dos mercados.

Os mercados são importantes, mas não são autorregulados e isso ficou claro com a crise de 2008. O processo de desregulamentação e liberalização dos mercados foi exagerado e agora há a necessidade de construir uma nova arquitetura financeira internacional com mais regulação, para com isso, extrair o máximo benefício dos mercados e reduzir o seu potencial desestabilizador na economia. Aos estados nacionais cabem regular principalmente os fluxos de capitais, que na atual arquitetura financeira desregulada e liberalizada provoca distorção nas taxas de câmbio e os desalinhamentos cambiais são

aprofundados e perpetuados pelos mercados financeiros, com impactos nefastos sobre a estrutura produtiva dos países.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- AGLIETTA**, M. FMI e arquitetura financeira internacional. In: **FERRARI FILHO**, F.; **PAULA**, L. F. (Org.). *Globalização financeira: ensaios de macroeconomia aberta*. Petrópolis: Vozes, 2004.
- ARESTIS**, Philip. A Tragédia Grega e a Crise da Zona do Euro. In. Dossiê da Crise II. **Associação Keynesiana Brasileira**. Agosto-2012.
- BAER**, Mônica et all. *Os desafios à reorganização de um padrão monetário internacional*. **Economia e Sociedade**, V. 4, n. 1 (4), p.79-126, jun. 1995.
- BACEN (1999)** Comunicado 6.565. <<https://www3.bcb.gov.br/normativo>>
- _____ (2009) *Relatório de estabilidade financeira*, Maio.
<<http://www.bcb.gov.br/?RELESTAB200905>>
- _____ (2010) *Relatório de estabilidade financeira*, Abril.
<<http://www.bcb.gov.br/?RELESTAB201004>>
- BELLUZZO**, L. G. M. “O declínio de Bretton Woods e a emergência dos mercados globalizados”, **Economia e Sociedade**, nº 4, julho de 1995.
- BELLUZZO**, L. G. M. *Dinheiro e as transfigurações da riqueza*. In: **FIORI**, J. L. & **TAVARES** M.C (org.) *Poder e dinheiro: uma economia política da globalização*. Petrópolis: Ed. Vozes.
- BRAGA**, J. C. *Financeirização Global: o padrão sistêmico de riqueza do capitalismo contemporâneo*. In: **FIORI**, J. L. & **TAVARES** M.C (org.) *Poder e dinheiro: uma economia política da globalização*. Petrópolis: Ed. Vozes.
- BRESSER-PEREIRA**. “Economia Política da Desgovernança Global”, **Est Econ.** 37(3), 463-486, jul-set/2003.
- BRESSER-PEREIRA**, L, C e **NAKANO**, Y., “Crescimento com Poupança Externa?”, **Revista de Economia Política**, 22(2) abril/2003.
- BRITTO**, G.; **ROMERO**, J. P., Modelos Kaldorianos de Crescimentos e suas Extensões Contemporâneas. **CEDEPLAR**, texto para discussão n.449, set/2011.
- BRUNHOFF**, Suzane de. *A instabilidade monetária internacional*. In: **CHESNAIS**, François. (Org.). *A Finança Mundializada*. São Paulo: Boitempo, 2005.

CANO, Wilson. A desindustrialização no Brasil. Texto para discussão. **IE/UNICAMP** n. 200, jan. 2012.

CARNERIO, Ricardo. Globalização e integração periférica. Texto para discussão. **IE/UNICAMP** n. 126, jul. 2007.

CARNEIRO, D. D.; Salles, F. M. e T. WU. Juros, Câmbio e as Implicações do Canal do Crédito. **Econ. Aplic.** Vol. 10(1), pp. 7-23, mar. 2006:

CARVALHO, F.J.C. *Bretton Woods aos 60 anos*. Rio de Janeiro. Novos Estudos, nº 70, Novembro de 2004.

CARVALHO, F.J.C. *et al.* (2000). **Economia Monetária e Financeira**. Rio de Janeiro: Ed. Campus

CARVALHO, F. J. C. Mudanças no papel e nas estratégias do FMI e perspectivas para os países emergentes. In: **FERRARI FILHO**, F.; **PAULA**, L. F. (Org.). *Globalização financeira: ensaios de macroeconomia aberta*. Petrópolis: Vozes, 2004.

CHESNAIS, François. (Org). **A Finança Mundializada**. São Paulo: Boitempo, 2005.

COOPER, Richard N (1999). *Exchange Rate Choices*. **Havard Institute of Economic Research**: Discussion Paper N. 1877, pp. 1-33.

DAVIDSON, P. “Especulação cambial e moeda internacional: Tobin *versus* Keynes”, **Economia e Sociedade**, nº 7, Dezembro de 1996.

DAVIDSON, P. Especulação cambial e a moeda internacional: Tobin *versus* Keynes In: **FERRARI FILHO**, F.; **PAULA**, L. F. (Org.). *Globalização financeira: ensaios de macroeconomia aberta*. Petrópolis: Vozes, 2004.

EICHENGREEN, B. (2000) *A globalização do capital: uma história do sistema monetário internacional*; Tradução: Sergio Blum São Paulo: Editora 34.

_____. (1995) *História e reforma do sistema monetário internacional*. In: **Economia e Sociedade**, Campinas, (4):53-78, jun.

FARHI, Maryse & **CINTRA**, M. A. MACEDO. *A arquitetura do sistema financeiro internacional contemporâneo*. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 29, n. 3 (115), p. 274-294, julho-setembro/2009.

FERRARI FILHO, **Fernando**. As propostas Keynesianas de Reforma do Sistema Monetário Internacional: *Em busca da neutralidade da moeda de conversibilidade*

internacional? **Revista de Economia**, v. 32, n. 2 (ano 30), p. 7-20, jul./dez. 2006. Editora UFPR

FERRARI FILHO, F.; PAULA, L. F. (Org.). *Globalização financeira: ensaios de macroeconomia aberta*. Petrópolis: Vozes, 2004.

FRANCO, Gustavo H. B. *A primeira Década Republicana* In: **ABREU, Marcelo de Paiva (Org.).** *A Ordem do Progresso: cem anos de política econômica republicana, 1889-1989*. Rio de Janeiro: Campos, 1992.

GALA, P. (2006). **Política Cambial e Macroeconomia do Desenvolvimento**. Tese (Doutorado) – Fundação Getúlio Vargas, São Paulo.

GONTIJO, Cláudio. Os mecanismos de funcionamento do Padrão Ouro: uma visão crítica, Belo Horizonte. Cedeplar, 2011.

GYLFASON, T. e SCHMID, M. *Does the devaluation cause stagflation?* **Canadian Journal of Economics**, Vol 16, pp. 641-654.

JEFFERS, Esther. *A posição da Europa na Valorização Mundial dos Capitais de Aplicação Financeira*. In: **CHESNAIS, François. (Org.).** *A Finança Mundializada*. São Paulo: Boitempo, 2005.

KILSZTAJN, Samuel. *O Acordo de Bretton Woods e a evidência histórica. O sistema financeiro internacional no pós-guerra*. **Revista de Economia Política**, v. 9 n. 4 , outubro-dezembro, 1989.

KRUGMAN, P. e TAYLOR, L. (1978). Contractionary Effects of Devaluation. **Journal of International Economics**, 8(3): 445-456.

LACERDA, Antonio Correa de. A crise internacional e a estrutura produtiva brasileira. **Revista Economia e Tecnologia**, v.9 n.1, pp.5-18, jan-mar/2013.

NOVAES, Ana. *Derivativos e Governança Corporativa: O Caso Sadia – Corrigindo o Que Não Funcionou em “Risco e Regulação”*, **Garcia & Giambiagi (orgs).** Elsevier Editora, Rio de Janeiro, 2010.

OREIRO, J. L. Poupança externa e performance macroeconômica. **Revista de Economia Política**, v. 24 n. 2 (94), abril-junho, 2004.

OREIRO, J. L. e FEIJÓ, C. A. Desindustrialização: conceituação, causas, efeitos e o caso brasileiro. **Revista de Economia Política**, vol. 30, nº 2 (118), pp. 219-232, abril-junho/2010

- PALLEY**, Thomas I. A exaustão do paradigma de crescimento da economia americana. In. Dossiê da Crise II. **Associação Keynesiana Brasileira**. Agosto-2012.
- REINHART**, C. M. e **TALVI**, E. “Capital flows and saving in Latina America and Asia: a reinterpretation”, **Jornal of Development Economics**, Vol. 57, pp. 45-66.
- ROCHA**, Marcos A. A. (2012). **Ensaio sobre o papel da taxa de câmbio no desenvolvimento**. Tese (Doutorado) – Fundação Getúlio Vargas, São Paulo.
- ROSSI**, Pedro Linhares. (2012). **Taxa de Câmbio no Brasil: Dinâmica da Especulação e da Arbitragem**. Tese (Doutorado) – UNICAMP, São Paulo.
- Rowthorn**, R; **Ramaswamy**, R (1999). “Growth, Trade and Deindustrialization”. **IMF Staff Papers**, Vol. 46, N.1.
- SETTERFIELD**, Mark (2003): Supply and Demand in the Theory of Long-Run Growth: Introduction to a symposium on demand-led-growth, **Review of Political Economy**, 15 (1), 23-32.
- SICSÚ**, J., **FERRARI FILHO**. *Câmbio e Controle de Capitais: avaliando a eficiência de modelos macroeconômicos*. Rio de Janeiro, Elsevier, 2006.
- SOLOMON**, R. *O Sistema Monetário Internacional, 1945-1976*. Tradução: Nathanael C. Caixeiro. Rio de Janeiro: Editora Zahar, 1976.
- THIRLWALL**, A. P. (1983). A plain man’s guide to Kaldor’s growth laws. **Journal of Post Keynesian Economics**, 5(3), 345-358.
- THORSTENSEN**, Vera; **MARÇAL**, Emerson; **FERRAZ**, Lucas. Impactos do Câmbio nos Instrumentos de Comércio Internacional: O caso das Tarifas, Nota Técnica nº 4, **IPEA**, Brasília, agosto de 2011.
- ZINI**, A. (1995) *Taxa de câmbio e política cambial no Brasil*, São Paulo: Edusp.