

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE – FURG  
INSTITUTO DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS, ADMINISTRATIVAS E CONTÁBEIS -  
ICEAC  
CURSO DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS**

**GUSTAVO ZOGBI BUENO**

**HISTÓRIA DA POLÍTICA ECONÔMICA BRASILEIRA**

**Rio Grande  
2015**

**Gustavo Zogbi Bueno**

**HISTÓRIA DA POLÍTICA ECONÔMICA DO BRASIL (1920-2010): UMA ANÁLISE  
DAS INFLUÊNCIAS CAMBIAL E MONETÁRIA.**

*Monografia apresentada à Universidade Federal do Rio Grande como requisito parcial para a obtenção do grau de Bacharel em Ciências Econômicas.*

*Orientador: Prof. Dr. Cassius Rocha de Oliveira*

**Rio Grande  
2015**

**Gustavo Zogbi Bueno**

**HISTÓRIA DA POLÍTICA ECONÔMICA BRASILEIRA (1920-2010): UMA ANÁLISE  
DAS INFLUÊNCIAS CAMBIAL E MONETÁRIA.**

*Monografia apresentada à Universidade Federal do Rio Grande como requisito parcial para a obtenção do grau de Bacharel em Ciências Econômicas.*

**Aprovado em:**

**BANCA EXAMINADORA**

---

Prof. Dr. Cassius Rocha de Oliveira – Orientador – Universidade Federal do Rio Grande

---

Prof. Dr. Tiarajú Alves de Freitas – Membro – Universidade Federal do Rio Grande

---

Profa. Dra. Audrei Cadaval – Membro – Universidade Federal do Rio Grande

**“O pessimista se queixa do vento, o otimista espera que ele mude e o realista ajusta as velas.” (William George Ward).**

## **AGRADECIMENTOS**

Neste momento especial em que se aproxima a conclusão desta etapa de minha vida, expresso meu reconhecimento e gratidão às pessoas que contribuíram para a realização de minha formação, especialmente aos meus pais que proporcionaram as condições necessárias para que eu pudesse tanto iniciar como concluir esta faculdade.

## RESUMO

O presente trabalho possui como objetivo analisar a evolução da política econômica brasileira, desde o período em que se iniciava a industrialização até o período atual. Fazendo uma breve análise de todas as medidas econômicas adotadas pelo governo, em especial às políticas fiscal, monetária e cambial, tentando manter o controle das importações, das exportações e dos preços. Para com isso, tornar-se um país mais desenvolvido e com uma boa infraestrutura, podendo ter o crescimento econômico desejado.

Analisando os problemas que o país enfrentava e que veio a enfrentar após algumas medidas adotadas pelo governo, ou até mesmo problemas advindos de crises internacionais, as soluções encontradas e seus resultados. Além das dificuldades que o Brasil vem a enfrentar atualmente, qual o motivo do país estar passando por essa situação e qual seria a solução para que viesse a ter o crescimento econômico desejado e as condições adequadas a fim de que a população possa viver de uma maneira mais justa e igualitária, com educação, saúde, transporte e segurança.

**Palavras-chave:** política fiscal, política monetária, desenvolvimento.

## SUMÁRIO

RESUMO.....	5
SUMÁRIO.....	6
1 Introdução.....	7
2 Revisão de literatura.....	10
3 A importância do câmbio e dos juros na economia brasileira.....	24
3.1 História cambial e monetária.....	24
3.2 A política cambial brasileira.....	25
3.3 O fim dos controles cambiais e suas variações.....	27
3.4 Política cambial no Plano Real.....	28
3.5 As crises e as políticas econômicas.....	29
3.6 Políticas econômicas para os preços.....	32
4 As políticas econômicas durante a industrialização.....	34
4.1 Comércio e industrialização.....	34
4.2 O Governo Dutra.....	36
4.3 O Governo Getúlio.....	38
4.4 Plano de Metas e PAEG.....	41
5.0 As políticas econômicas do “milagre” ao real.....	45
5.1 O “milagre” econômico.....	45
5.2 Os choques do petróleo.....	48
5.3 O Governo Sarney.....	51
5.4 O Governo Collor.....	53
5.5 O Plano Real.....	55
6 Conclusão.....	60
7 Bibliografia.....	64

## 1 INTRODUÇÃO

Na história econômica brasileira, o processo de industrialização se inicia com o modelo de substituição de importações, onde o estado teve uma função empresarial importante, na siderurgia, telecomunicações, mineração, petróleo, energia elétrica e no setor financeiro. Este período perdurou dos anos 20 até o final da década de 70. Logo após, veio o período que abrange as décadas de 80 e 90, um período de crise e transição para um novo regime de política econômica. Onde a crise das finanças públicas produziu a hiperinflação e a estagnação da economia brasileira.

A redução da capacidade de investimento do Estado também foi responsável pela privatização das empresas como de siderurgia, telecomunicações, mineração e a maioria dos bancos estaduais, além da privatização das estradas, portos e, num futuro próximo um bom número de aeroportos. Apesar de não ser um período muito evolutivo para a economia brasileira foi um período essencial para a construção dos pilares que sustentam o novo regime de política econômica. Como a disciplina macroeconômica e abertura da economia, tanto na conta corrente, como na conta capital, ou seja, uma mudança do papel do Estado.

Com relação às condições em que os regimes nacionais de política macroeconômica têm que operar. A escolha de regimes e suas mudanças, mais do que de Governos, dependem das condições objetivas e de respostas imediatas, dados os grandes desafios e crises. Em uma economia dependente, como no caso, o contexto global influencia consideravelmente, não só o ambiente doméstico, mas o pensamento econômico dominante, a base para a formulação de políticas, tendo também grande interferência na opinião pública, ou seja, esta poderá facilitar ou não a operacionalização destas políticas.

As tomadas de decisão com relação às políticas monetária, fiscal e cambial têm como finalidade maior alcançar objetivos que tragam benefícios para a população. Contudo, é importante saber que o governo, antes de adotar as medidas de política econômica, busca fazer uma leitura do cenário macroeconômico, procurando verificar através de indicadores econômicos qual a situação em que se encontra a economia, para assim, poder traçar um plano de onde se espera chegar.

A política fiscal brasileira consiste na organização orçamentária do governo federal, momento em que são definidas as fontes de arrecadação e os gastos públicos para um determinado período, influenciando diretamente nas suas atividades econômicas, na estabilidade, no crescimento e na taxa de desemprego.

Notando-se que o nível de desemprego é proveniente do baixo crescimento econômico, resultante em grande parte, da falta de políticas fiscais expansivas. Porém, sua integração com as diretrizes da política monetária possibilitam a redução da taxa de juros, estimulando o investimento privado, que gera novos empregos. Portanto, antes de adotar qualquer medida econômica, as autoridades brasileiras realizam uma análise do cenário macroeconômico para traçar metas, através dos seus indicadores.

Dentre as diretrizes econômicas nacionais estão as medidas adotadas pela política cambial, regulamentando as operações de exportação e importação. A política monetária, controlando a quantidade de moeda em circulação no país. E a política fiscal, determinando as fontes de arrecadação e os gastos públicos que serão realizados.

Sendo que, a principal função do poder público no Brasil é zelar pelo bem comum. No entanto, para realizar essa função, o Governo, como agente econômico do sistema, necessita realizar intervenções sobre determinadas variáveis, com a intenção de oferecer condições mais favoráveis à população. Assim, a política econômica brasileira é formada pelas ações do Governo que buscam atingir esses objetivos através de instrumentos econômicos, divididos entre as políticas monetária, fiscal e cambial.

Contudo, de que forma essas políticas adotadas pelo governo brasileiro nas últimas décadas interferiram e/ou interferem no cenário econômico atual do país?

O objetivo deste trabalho é fazer uma análise histórica das políticas econômicas adotadas no Brasil, além de análises mais atuais sobre a influência e o controle das taxas de câmbio, juros e os níveis de preços no país. Como objetivo específico, tem-se fazer uma revisão da literatura dos principais trabalhos sobre o tema. O método adotado é o dedutivo histórico com base em revisões bibliográficas.

Para executar o objetivo, o trabalho será organizado da seguinte forma: além desta introdução e da consequente conclusão, o capítulo 2 é a revisão da

literatura que foi analisada para realização deste trabalho, fazendo uma síntese dos principais artigos e obras a respeito do tema descrito.

O capítulo 3 fala da história, da importância e da utilização, em termos genéricos das políticas cambial, fiscal e monetária.

O capítulo 4 trata das políticas econômicas adotadas no Brasil desde o período do café até o início da industrialização pelo processo de substituição de importações.

O capítulo 5 é baseado nas políticas fiscal, cambial e monetária adotadas durante o período do “milagre” econômico em diante, chegando-se ao período do Plano Real.

## 2 Revisão de Literatura

Para a realização deste trabalho foram analisadas diversas monografias, dissertações, teses, artigos e alguns livros. A seguir serão apresentados alguns trechos e algumas conclusões tiradas deste estudo realizado em cima do referido material. Também foram estudados livros sobre a história da economia brasileira que não serão citados neste capítulo, onde serão apresentados estudos e passagens referentes a análises mais atuais sobre a influência e o controle das taxas de câmbio e juros e o nível de preços no Brasil e em alguns outros países, obtendo algumas conclusões sobre o tema.

Começando com a influência da taxa de câmbio sobre os preços, muitos debates concentram-se na análise de pass-through. Este repasse do câmbio sobre os preços foi analisado por Gagnon e Ihrig (2004) que usaram um modelo teórico simples, explicando como a política monetária influencia as expectativas de inflação e o pass-through da taxa de câmbio nos preços, esta análise foi realizada em vinte países industrializados entre 1971 e 2003. Os resultados indicaram uma ligação significativa do pass-through da taxa de câmbio nos preços, sendo o comportamento da política monetária um fator de declínio do pass-through, pois quando a autoridade da política monetária incide fortemente na estabilização da taxa de inflação o pass-through reduz.

Já sobre o Brasil, Souza (2010) fez uma análise da relação entre taxa de câmbio e preços no período de 1999 a 2009. A estimação do coeficiente de repasse foi com base na quebra estrutural, no início de 2003. O cálculo até 2002 foi caracterizado por depreciação cambial e pressões inflacionárias. Utilizando a metodologia de Vetor de Correção de Erros (VEC), foram observadas séries não estacionárias e seguindo uma relação de cointegração. Já para o segundo período de 2004 a 2009, caracterizado por forte apreciação da taxa de câmbio e redução da inflação, além da crise americana em 2008 e 2009. Foi empregado o modelo de Vetor Autorregressivo (VAR) e Vetor Autorregressivo Estrutural (SVAR), sendo que as variáveis não apresentaram relações de cointegração, apesar de serem estacionárias. Os resultados demonstraram que o coeficiente de pass-through no período de 1999 a 2002 foi significativamente superior ao coeficiente do período de 2003 a 2009.

Por outro lado, Romer (1993) utilizou um modelo do tipo Barro-Gordon, mostrando que o grau de abertura afeta ambos determinantes da inflação sob política discricionária, os benefícios de uma expansão do produto e o trade-off entre produção e inflação. Concluiu que quanto maior o grau de abertura menor o incentivo para expansão doméstica, para um incremento do produto doméstico em relação ao produto do exterior. Assim, a menos que os bens domésticos e estrangeiros sejam substitutos perfeitos, haveria uma redução do preço relativo dos bens domésticos. Entretanto, quanto maior a quantidade de bens adquiridos do exterior, maior seria o efeito de uma depreciação.

Sob o enfoque da política cambial entre 1995 e 1998, vigoraram variações do regime de bandas mantendo a taxa de câmbio sobrevalorizada, um dos pilares da política de estabilização e reestruturação industrial do Brasil. Porém, a manutenção desse regime mostrava-se cada vez mais custosa em termos da política monetária restritiva empregada para sustentá-lo. A deterioração das condições externas de financiamento em um contexto de sucessivas crises cambiais em países em desenvolvimento levou à desvalorização da moeda doméstica no início de 1999.

Em um regime de câmbio fixo, segundo André Luiz Correa (2012), a discussão sobre o coeficiente de pass-through é relativamente menos importante. A implantação do regime de câmbio flutuante em uma economia com maior grau de internacionalização recoloca, contudo, o problema do repasse cambial como um dos determinantes do comportamento dos preços, dentre os quais, os do comércio exterior. No Brasil, a discussão sobre o coeficiente de pass-through ganhou destaque nos últimos anos, com a implantação do regime de metas de inflação em meados de 1999.

Conforme o autor, o tratamento relativo à questão do coeficiente de pass-through no modelo de metas de inflação é destacado pela discussão em torno dos choques externos e mudanças de preços relativos. Observando as estimativas dos setores exportadores, por exemplo, nota-se que o setor de abate de animais, estatisticamente, enquadra-se no caso extremo de pass-through completo. Resultado semelhante ocorreu nos setores de siderurgia, fabricação de óleos vegetais, equipamentos eletrônicos e outros veículos e peças que apresentaram coeficientes de pass-through superiores a 0,90.

Entre os setores cujas estimativas dos coeficientes de pass-through apontam para menor grau de repasse, André Luiz Correa (2012) encontra atividades

em que o peso das exportações em relação à produção é relativamente baixo (ao contrário das anteriores), como a indústria têxtil e minerais não metálicos, setores onde o movimento dos preços internacionais reveste-se de maior relevância. A menor sensibilidade dos preços nesses segmentos pode estar associada à concentração da pauta de exportação, tanto em termos do destino dos bens como em relação ao dinamismo tecnológico dos produtos.

Os resultados do período (1995, 2005) referentes ao estudo de André Luiz Correa (2012) sugerem que a inserção dos setores industriais afeta a maneira como os preços de exportação comportam-se em um contexto de câmbio flexível. O grau de intensidade tecnológica e o desempenho exportador são importantes determinantes das diferenças entre coeficientes de pass-through. Ultimamente, o movimento dos preços internacionais tem sido favorável aos setores produtores de commodities em geral, possibilitando às empresas repassar, com maior intensidade, os efeitos das variações cambiais.

Também foram analisados trabalhos sobre a teoria da paridade do poder de compra (PPC), que sugere que no longo prazo a taxa de câmbio nominal deve refletir os preços relativos de duas moedas. Sendo ela, conforme André M. Cunha (2005), baseada na “lei do preço único”, segundo a qual, em condições de livre mobilidade de fatores, arbitragem faz com que os preços de um mesmo bem devam ser iguais em dois países. Assim, para que a PPC se sustente ao longo do tempo, o câmbio nominal deve refletir as diferenças de inflação. Se ao longo de um ano qualquer, a inflação no Brasil for 10% e nos EUA 5%, a taxa de câmbio nominal deverá se depreciar em 5% para manter a PPC.

Conforme (Daniel Palaia, Márcio Holland, 2008), a teoria da PPC pode ser expressa por duas versões, a versão absoluta postula que um bem deve ter o mesmo preço em dois países se os preços forem expressos na mesma moeda. Já a versão relativa expressa que a razão dos preços de um bem na mesma moeda deve ser constante ao longo do tempo. Assumindo-se que não existem custos de transação e que os bens são homogêneos, a versão absoluta da paridade de poder de compra postula que, no longo prazo, o valor da moeda de um país é completamente determinado pela razão entre o preço doméstico e o preço externo.

Ainda segundo os autores, a discussão sobre sua validade no Brasil é bem extensa, uma série de autores testaram esta abordagem para vários períodos na sua forma absoluta ou relativa. Porém, poucos autores brasileiros como

demonstrado em Kannebley (2003), testaram a PPC admitindo a possibilidade de quebras estruturais fazerem parte do processo gerador das séries de taxa de câmbio. Durante as últimas décadas o Brasil passou por uma série de mudanças nas condições macroeconômicas que possivelmente alteraram as propriedades estocásticas das séries temporais, provocando quebras estruturais nas séries de preços nacionais e de taxa de câmbio nominal. Esta existência de quebras estruturais pode modificar completamente os resultados de uma pesquisa empírica quando depende, por exemplo, de testes de estacionariedade de uma série ou mesmo de análises de cointegração.

Daniel Palaia e Márcio Holland (2008) testaram a paridade de poder de compra em sua forma absoluta para o caso do Brasil, por meio de procedimentos econométricos que contemplavam a possibilidade de existência de quebras estruturais nas séries temporais estudadas. Foram utilizados dados trimestrais do início 1980 ao final de 2006 e tanto índices de preços ao atacado quanto ao consumidor. Mesmo controlando todos os testes para a presença de quebras estruturais, incluindo análise de cointegração com quebra estrutural, os modelos econométricos estimados rejeitaram, em geral, a validade da versão absoluta da paridade de poder de compra.

Pastore et al. (1998) estudaram o comportamento da taxa de câmbio real e os efeitos de suas oscilações nos saldos comerciais com base em dados mensais entre 1959 e 1996. Foram utilizados testes de raízes unitárias sobre a taxa de câmbio real, com o índice de preços ao consumidor e o índice de preços por atacado como deflatores. Para o primeiro índice, a hipótese de uma raiz unitária não foi rejeitada, mas para o segundo, as evidências de existência de uma raiz unitária desapareceram. Segundo eles, esses resultados estiveram associados à maior presença de bens internacionais nos índices de preços por atacado.

A PPC relativa também foi testada através da metodologia de cointegração, os autores encontraram um vetor de cointegração, independente do índice de preço utilizado, mas os resultados mais robustos foram encontrados quando o IPA foi utilizado. Nesse caso, os coeficientes tanto do índice de preços nacional quanto do externo aproximaram-se de um, indicando que a arbitragem conduziu a acomodação dos preços.

Holland e Pereira (1999) testaram a PPC relativa recorrendo à análise de multivariabilidade de Johansen (1988), no período entre 1974 e 1997. Os autores, além

de terem feito a análise de cointegração para o período inteiro, realizaram testes para sub-amostras compreendidas entre 1974 e 1985 e entre 1986 e 1997. Independente do período analisado e dos deflatores, Holland e Pereira (1999) encontraram um vetor de cointegração e, portanto, não rejeitaram a validade da PPC relativa. Os autores dividiram a amostra devido às inúmeras mudanças de política econômica, caracterizadas por intervenções governamentais e alterações intensas de política cambial.

Portanto, a literatura de testes empíricos da paridade de poder de compra no Brasil é de certa forma, limitada. Na maioria dos artigos pode-se perceber que a validade a respeito da paridade de poder de compra absoluta normalmente é rejeitada, independente do procedimento utilizado. Porém a PPC relativa veio a apresentar evidências a seu favor, conforme os trabalhos de Pastore et al. (1998) e de Holland & Pereira (1999).

Já a abordagem monetarista dos anos 70, desenvolvida em resposta à crescente liberalização cambial ocorrida na maioria dos países industrializados, percebe, segundo Simone Maciel Cuiabano (2007), o câmbio como *asset*, um tipo de ação no qual admite-se que o câmbio se ajusta instantaneamente de modo a equilibrar a demanda internacional por estoque de moeda nacional, ao contrário da visão anterior que aceitava a determinação da taxa de câmbio como mecanismo de equilíbrio do fluxo de comércio.

Desse modo, conforme a autora, qualquer movimento que leve a um aumento da demanda por moeda eleva seu valor, diminuindo a taxa de câmbio. Podendo ocorrer tanto por uma elevação no PIB, como por uma queda na taxa de juros. Outras perspectivas, ao contrário, argumentam que elevações na renda real depreciam a moeda pelo efeito do aumento nas importações, garantindo a piora no resultado da conta corrente.

Sobre a abordagem do equilíbrio em conta-corrente, a taxa de câmbio de equilíbrio é aquela que pode tornar o saldo em conta-corrente equivalente ao fluxo líquido de capitais a médio e longo prazo, considerando-se a antecipação das políticas macroeconômicas, os efeitos defasados de mudanças passadas na taxa de câmbio e a expectativa sobre outras variáveis. Sua principal desvantagem reside na dificuldade inerente à escolha da meta de equilíbrio para a conta-corrente. (Frankel e Goldstein, 1986).

Segundo Obstfeld & Rogoff (1996), a abordagem intertemporal da conta corrente ampliou o enfoque da absorção através do reconhecimento de que o consumo privado, as decisões de investimentos e, muitas vezes, as decisões do Governo, são resultados de expectativas futuras, sintetizando a visão da absorção e das elasticidades por levar em conta os determinantes macroeconômicos dos preços relativos e por analisar os impactos dos preços futuros e presentes sobre consumo e investimento.

Desde os anos 1970 diversos estudos enfatizam a importância da taxa de câmbio para o crescimento econômico, como os estudos de Balassa (1978), Krueger (1982), Sachs (1985) e Dollar (1992), por exemplo. Em que, geralmente demonstram que as taxas de câmbio mantidas em níveis competitivos incentivam as exportações, resultando em aumento dos investimentos no país e maior contratação de força de trabalho local, estimulando o crescimento econômico.

Williamson (2003) defende a adoção de taxas de câmbio competitivas como estratégia para o desenvolvimento econômico, sendo a taxa de câmbio uma variável-chave de política econômica. Se o país a mantiver um nível relativamente competitivo, motivando suas empresas a exportarem produtos outros que não commodities, isto implicaria em aumento dos investimentos, emprego e crescimento econômico. O pensamento convencional descreve três abordagens principais para a escolha da política cambial, a abordagem da âncora nominal, empregada por autores que defendem a política cambial como garantia da estabilidade de preços, a abordagem das metas reais, que reconhece a importância das taxas de câmbio na determinação do equilíbrio macroeconômico e, por fim, a abordagem da estabilidade da taxa de câmbio, que ressalta os problemas da instabilidade cambial para a economia.

Como sugere Richard Libsey (1988, p. 1-11), no regime de câmbio flutuante, seria muito mais fácil sustentar o ponto de vista que implica a conta de capital, responsável pelos movimentos de taxa de câmbio. Assim, a diminuição na poupança interna pode ser compensada por influxos de capital externo no aspecto financeiro da balança de pagamentos e por aumento do déficit, na conta-corrente, induzido por apreciação cambial.

Balassa (1982), afirma que a política de taxas de câmbio é a chave para o crescimento. Baseado no êxito das economias da Ásia Oriental inicialmente e, em seguida, os países do Sudeste Asiático, que sustentavam altas taxas de crescimento

econômico mediante a adoção de taxas de câmbio competitivas. Passando por uma fase inicial de industrialização por substituição de importação e, ao invés de manterem essa estratégia a um ponto em que fossem obrigadas a construir sofisticadas indústrias para as quais a sua dotação de fatores não estava adaptada, se dedicaram à exportação de produtos manufaturados simples.

Ao longo do tempo, a fabricação básica expandiu-se e esses países começaram a produzir e a exportar uma gama maior de produtos manufaturados. Além disso, em virtude do rápido crescimento de suas exportações, essas economias convenceram os mercados de que eram bons destinos para os fluxos de capitais, em especial para os investimentos estrangeiros diretos.

Por outro lado, conforme José Luis Oreiro, Lionello Punzo, Eliane Araújo e Gabriel Squeff (2011), quanto aos efeitos da variável desalinhamento cambial sobre o crescimento econômico, verifica-se uma relação negativa entre essas variáveis, ou seja, quanto maior a taxa de desalinhamento cambial, menor tende a ser o crescimento econômico. O desalinhamento cambial verificado na economia brasileira pode ser entendido também como uma medida de sobreapreciação cambial, haja vista que é a diferença entre a taxa de câmbio observada e a taxa de câmbio ajustada pelos fundamentos, que é negativa ao longo das últimas décadas.

Para Bresser-Pereira (2004), embora a taxa de câmbio seja um dos principais preços da economia, permanece ainda pouco estudada e mal compreendida. Destacando que, nos países em desenvolvimento, a taxa de câmbio é essencialmente uma ferramenta de crescimento econômico. Primeiro, porque uma taxa de câmbio desvalorizada assegura ao país a estabilidade do balanço de pagamentos. Segundo e, sobretudo, porque taxas de câmbio competitivas aumentam a poupança e o investimento. Além de estimular exportações e restringir importações, mantendo o equilíbrio em conta-corrente.

Porém, a taxa de câmbio competitiva mantém os salários baixos e, como o consumo agregado varia de acordo com o total de salários, este também sofre redução. Por outro lado, cria oportunidades para investimentos em indústrias exportadoras, promovendo elevação do investimento e do produto interno bruto (PIB), o que compensa a repressão inicial do consumo. De acordo com o autor, essa é uma das explicações para o sucesso das economias do Leste Asiático, que mantiveram a taxa de câmbio desvalorizada de modo a atingir altas taxas

domésticas de poupança e de investimento e para evitar crises de balanço de pagamentos.

Conforme Frenkel (2004) com relação às taxas de câmbio real e emprego na Argentina, no Brasil, no Chile e no México. Já existiram diversas experiências com políticas cambiais no período posterior à liberalização financeira nesses países. Muitas delas focadas no controle da inflação, isto é, as taxas de câmbio foram utilizadas como âncoras para a estabilização, como foi o caso da Argentina e do Chile nos anos 1970, do México nos anos 1980 e 1990, e da Argentina e do Brasil nos anos 1990. Em todas essas experiências, as políticas adotadas levaram a crises econômicas. Mais recentemente, regimes de taxas de câmbio flutuantes foram adotados, embora as políticas macroeconômicas continuassem, na maioria das vezes, focando sempre o problema da inflação em detrimento das metas reais, como crescimento e emprego, excluídos do foco principal das políticas cambiais.

Analisando a política cambial desses países entre 1980 e 2003, Frenkel (2004) concluiu que preservar a competitividade e a estabilidade da taxa de câmbio real seria uma das melhores contribuições que a política macroeconômica poderia dar para o melhor desempenho macroeconômico dos países em desenvolvimento. Sendo assim, a política cambial deveria ser apresentada como componente de um regime de política macroeconômica apto a perseguir diversos objetivos, mesmo que conflitantes, em um caminho coerente, que considere o crescimento e o desenvolvimento econômico de longo prazo.

Williamson (2003) também explorou a relação entre poupança e investimento nas teorias clássica e keynesiana. Segundo a teoria clássica, para que haja crescimento econômico, é necessária uma maior poupança que possa ser canalizada para investimentos. Contudo, uma depreciação da taxa de câmbio melhora o resultado da conta-corrente do país, o que implica menor superávit de poupança para financiar investimento. Portanto, o crescimento econômico seria maximizado quando os dois efeitos se equilibram. No entanto, o que determina o investimento é o desejo de investir, como definido por Keynes, e não a disponibilidade de poupança, como postulado pela teoria clássica. O que pode explicar a diferente conclusão de política estabelecida, ou seja, uma manutenção da taxa de câmbio em um nível mais competitivo.

Gala (2007) ressalta a importância do investimento como um mecanismo de transmissão da taxa de câmbio para o crescimento econômico. Seguindo Bhaduri

e Marglin (1990), Gala (2007) discute um modelo que mostra como uma moeda desvalorizada pode contribuir para a acumulação de capital. Para isso, define a função investimento como dependendo da capacidade instalada e da margem de lucro, a função consumo como dependendo dos salários reais, e introduz, indiretamente, o nível da taxa de câmbio real no processo de acumulação de capital. Com essa estrutura e um nível dado de produtividade, a taxa de câmbio real define o nível de salário real mediante o preço relativo dos bens comercializáveis e não comercializáveis com o exterior.

Nesse contexto, segundo Eliane Cristina de Araújo (2010) uma apreciação relativa da moeda nacional significa menor preço dos produtos comercializáveis, maiores salários reais, menor margem de lucro, maior consumo e menor investimento. Já uma moeda depreciada significa maior preço dos produtos comercializáveis com o exterior, menores salários reais, maiores margens de lucro e investimento. Dessa forma, uma depreciação da taxa de câmbio pode contribuir para gerar mais empregos e investimentos devido ao aumento da capacidade instalada, resultante de maiores exportações. Assim, a economia poderia ingressar em um padrão de crescimento liderado pelos investimentos.

Dentre os estudos que tiveram grande importância na análise cambial, pode-se citar os de Fleming (1962) e Mundell (1963), que ofereceram estruturas organizadas, incluindo o mercado de ativos e a mobilidade de capital nos modelos de macroeconomia da economia aberta. Modelos que constituíram estruturas de equilíbrio geral no molde walrasiano, ficando conhecidos popularmente como modelos macroeconômicos de economia aberta de Mundell-Fleming e contribuindo para a análise do comportamento das taxas de câmbio.

A partir dos anos 1990 os estudos econômicos das taxas de câmbio passaram por diversas modificações, tendo contribuído substancialmente tanto com a teoria quanto com a análise empírica da determinação das taxas de câmbio. O desenvolvimento paralelo da econometria e o aumento da disponibilidade dos dados também foram responsáveis por estimular a grande variedade de trabalhos empíricos sobre o tema (Sarno & Taylor, 2002).

Conforme Simone Maciel Cuiabano (2007), com o desenvolvimento dos mercados de ativos das últimas décadas e a acelerada internacionalização financeira, o foco central do BP voltou-se, então, para a conta de capitais. Os modelos de Mundell-Fleming foram superados por dois novos enfoques, o monetário

do BP e o enfoque pelo equilíbrio de portfólio, ambos de tradição walrasiana. Estes enfoques criticavam a ausência de tratamento das expectativas nos modelos Mundell-Fleming e reivindicavam a dinâmica dos mercados de ativos como elemento central na macroeconomia aberta.

Já com relação aos desafios de um Banco Central no controle da inflação, Muinhos, Freitas e Araújo (2001) destacam a importância da previsão para a taxa de câmbio real. Os autores testam um modelo com variáveis reais, como diferencial de desemprego e de conta corrente, além das contas externas, para chegar a uma taxa de câmbio de longo prazo. Na comparação com os resultados de modelos baseados no comportamento do câmbio como passeio aleatório, concluíram que o modelo baseado na paridade descoberta dos juros e nos fundamentos tende a gerar resultados mais reais.

Muinhos, Alves e Riella (2003) argumentam que supor o câmbio como um comportamento do tipo passeio aleatório não é a melhor hipótese para explicar o comportamento da taxa de câmbio no Brasil. Com dados de 1999 a 2001, os autores também concluem que um modelo derivado da teoria da paridade descoberta dos juros captura melhor o comportamento da taxa de câmbio no Brasil. O modelo por eles aplicado considera o prêmio de risco soberano – diferencial de risco entre os títulos dos países.

Na literatura de Finanças Internacionais uma das relações teóricas mais citadas é a chamada Paridade da Taxa de Juros: o retorno nominal de um título em um país deve ser igual ao de outro país, quando medidos na mesma moeda – conforme Fischer (1930). A Teoria da Paridade da Taxa de Juros tem duas versões: Paridade Coberta da Taxa de Juros e Paridade Descoberta da Taxa de Juros.

Desvios da Paridade Coberta de Juros podem ser explicados, segundo John Liu (2007) por vários fatores, como pelos custos de transação nas operações de arbitragem, pela existência de controles de mobilidade de capital, risco de *default*, riscos de legislação do país de origem dos recursos, risco político ou a possibilidade de no futuro serem estabelecidas barreiras ao livre fluxo de capitais. Esses diversos fatores em geral são agrupados sob a denominação genérica de “risco-país”.

Froot & Thaler (1990), entre outros, ressaltam que, para que os retornos esperados sejam iguais e supondo-se que risco cambial não seja diversificável, os agentes exigem uma taxa de juros maior que a diferença entre a taxa interna e externa de juros. Em outras palavras, para que um agente econômico seja

indiferente entre investir em títulos de seu país de origem ou um título doméstico, a taxa de juros interna denominada em dólares deve ser no mínimo igual à taxa de juros externa livre de risco ajustada por um prêmio de risco.

Miguel (1999) realizou testes de raiz unitária e de cointegração para várias frequências amostrais. O intuito foi verificar a validade da PDJ para investigar a mobilidade de capitais no Brasil de janeiro de 1992 e dezembro de 1998. A constatação empírica foi de que a PDJ não vigorou no período investigado, implicando na rejeição da ausência de viés no mercado de câmbio e mostrando que o mercado cambial não foi eficiente após o plano Real. A explicação estaria ligada a fatores como existência de prêmio de risco e erros de expectativa.

Conforme sugerido por Frankel & Okongwu (1995), também podem ser realizados testes alternativos fazendo uso de expectativas da taxa de câmbio, testando a PDJ na forma tradicional e examinando os motivos das altas taxas de juros em países emergentes como de América Latina e Ásia, mesmo após a integração do mercado de capitais mundial.

Contudo, se a economia é totalmente aberta ao resto do mundo e não existem barreiras à movimentação de capitais, as taxas de juros doméstica e externa devem ser bastante correlacionadas (Edwards e Khan, 1985). Tal resultado tem reflexo imediato na política econômica do país, pois com perfeita mobilidade de capitais, é inviável para o governo doméstico fixar a taxa de juros e a taxa de câmbio simultaneamente, pois a taxa de juros internacional é exógena ao país. Portanto, caso o governo controle o câmbio, a PDJ determina o nível da taxa de juros doméstica condizente com o perfeito fluxo de recursos. Analogamente, se o governo controlar a taxa de juros, a PDJ determina a trajetória do câmbio que satisfaz à condição de não-arbitragem em uma economia com perfeita mobilidade de capitais.

Baumann, Canuto e Gonçalves (2004) demonstraram que a condição da paridade da taxa de juros implica que, quando uma economia liberaliza a sua conta de capital, perde o grau de liberdade para fixar a sua taxa de juros. Em regime de câmbio fixo, a taxa de juros baixa causaria saídas de capital, causando uma contração monetária e, assim, o aumento da taxa de juros. Já sob um regime de câmbio flexível, a diminuição da taxa de juros acarretaria em fuga de capital, o que levaria à depreciação da taxa de câmbio.

Também pode existir o efeito credibilidade, conforme Caramazza e Jahangir (1998), segundo o qual uma maior confiança na moeda doméstica leva a

uma maior disponibilidade de retenção da moeda nacional, em troca da aquisição de bens ou moedas estrangeiras. Para países com um elevado endividamento externo, o FMI recomenda o uso da taxa de câmbio como âncora nominal. O que é considerado essencial, pois a depreciação da taxa de câmbio incrementa a dívida em moeda estrangeira e pode levar a falências no setor privado, bem como podem se tornar difíceis o cumprimento dos compromissos externos aos países. Por isso, há a insistência de que a taxa de juros se mantenha alta, mesmo quando isso supõe colocar poderosas forças deflacionárias em funcionamento (Wyplosz, 1998).

Keynes (1983), no entanto, sugeriu dois fatores como determinantes fundamentais dos gastos com investimento: a taxa de juros e as expectativas futuras de lucratividade dos projetos de investimentos das firmas. Ou seja, quanto maior a lucratividade futura, maior o nível do investimento. Consequentemente, a eficiência marginal do capital (EMC) depende do custo do capital, que é a taxa de juros. Sendo assim, quando a taxa de juros sobe, certos projetos tornam-se inviáveis.

Fazendo uma breve revisão sobre o comportamento da taxa de câmbio no Brasil, podemos resumir o estudo de alguns autores que contribuíram para os modelos de sua determinação no país.

Moura e Lima (2007), em um trabalho para o câmbio nominal, testaram a adequação e o poder de previsão de alguns modelos empíricos para a taxa de câmbio com dados da economia brasileira, uma economia emergente, exportadora de commodity e, cujo regime cambial é flutuante. Os modelos testados foram o modelo monetário de preços flexíveis, o modelo monetário com preços fixos, o modelo de equilíbrio de portfólio e o modelo de mercado, baseado em informações em tempo real do comércio internacional. Foi observado que modelos onde as variáveis capturam os movimentos da política monetária, do risco-país e dos termos de troca, previram melhor o comportamento da taxa de câmbio nominal do que um modelo no qual o câmbio se comporta como passeio aleatório.

Com relação aos modelos de taxa de câmbio determinados no país, Cajueiro e Tabak (2006) e Sant'anna (2003), por exemplo, caracterizaram o câmbio no Brasil entre abril de 1995 e outubro de 2004 com dois regimes cambiais em vigor: o regime cambial com intrabandas (de março de 1995 a janeiro de 1999); e o regime de câmbio flutuante dessa data em diante.

Conforme Simone Maciel Cuiabano (2007), no primeiro, as bandas dentre as quais a taxa de câmbio era determinada tinham limites estreitos, chamados

intrabandas, mantidas por operações do Banco Central. A partir da crise da Ásia, em outubro de 1997, foi proposto um ajuste gradual do câmbio, associado ao programa de estabilização que envolvia, de um lado, a redução do déficit fiscal e, de outro, a manutenção de elevadas taxas de juros. Ambos com a intenção de evitar a pressão inflacionária, aumentar a competitividade externa e disponibilizar recursos externos para financiar os desequilíbrios no balanço de pagamentos.

Marçal & Holland (2011) falam sobre a taxa real efetiva, que se manteve em níveis históricos bem valorizados no período 1994-1999, até o período de 2000 a 2002, onde a taxa de câmbio esteve extremamente desvalorizada, já a partir de 2003 houve forte apreciação, voltando aos níveis de 1994-1999. Segundo os autores, esse movimento é chamado *overshooting*, que acontece quando a taxa de câmbio sofre forte depreciação em tempos de crise, mas que depois disso retorna aos patamares de antes do choque.

“Se [...] supusermos que a taxa de câmbio tende a se apreciar ciclicamente, será fácil entender porque ela permanece cronicamente sobreapreciada; ela é um problema de médio prazo a ser também estudado pela teoria do desenvolvimento econômico. Uma taxa de câmbio sobreapreciada impede que empresas modernas e eficientes do país em desenvolvimento tenham acesso ao mercado internacional” (BRESSER-PEREIRA, 2011)

“Ao baixar os juros, a resposta da demanda agregada é lenta, enquanto a resposta da taxa de câmbio é muito mais rápida: em pouco tempo ela começa a se elevar – a se depreciar. O aumento da taxa de câmbio é um custo, é uma mudança dos preços relativos com o encarecimento dos bens comercializáveis. A inflação volta, assim, a subir para acomodar a mudança de preços relativos inerente a qualquer depreciação cambial, mas esse aumento é momentâneo: assim que essa acomodação ocorre, os preços voltam a se estabilizar se não houver outras causas a pressioná-los para cima e, naturalmente, se não houver indexação. Entretanto, o Banco Central não pensa assim; a política de metas de inflação brasileira não abre espaço para esse tipo de problema.” (BRESSER-PEREIRA, 2007)

Dentro da literatura econômica há importantes discussões sobre o modelo de inserção das economias emergentes no mercado internacional a partir dos anos 1980, principalmente. A liberalização da conta de capital e financeira do balanço de pagamentos e seus reflexos sobre os fluxos de capitais, além do grande aumento da volatilidade dos capitais que contribuíram para o aumento da vulnerabilidade dessas

economias. No caso brasileiro, essa vulnerabilidade teria se traduzido em uma série de ataques especulativos entre 1994 e 1999, sendo, neste último ano, precipitada uma crise do balanço de pagamentos acompanhada por uma crise cambial (Fernando Antônio Ribeiro Soares, Maurício Barata de Paula Pinto, 2008).

Ainda segundo os autores, seria essencial à análise do caso brasileiro na década de 1990 a determinação do comportamento das contas fiscais no período. A âncora cambial gerava a necessidade de se acumularem reservas internacionais para dar credibilidade ao plano e, por outro lado, tendia a desestabilizar as contas externas na figura de déficits em transações correntes, tornando-se necessária a atração de capitais estrangeiros. Iniciando, dessa maneira, um ciclo de endividamento.

Schwartzman (1999), ao analisar os desequilíbrios cambiais vividos pelo Brasil nos anos 1990, descarta que o país estava incorrendo em crises autorrealizáveis. Nesse sentido, o autor observa que, para o governo, diante de sua função perda, a importância da estabilidade econômica era maior que os resultados negativos nos níveis de desemprego ou de crescimento econômico. Descartada a hipótese de crise autorrealizável, Schwartzman sinaliza que os problemas cambiais foram derivados primordialmente da deterioração da situação fiscal, o que reduziu a credibilidade da política monetária (realizada por meio da geração de diferenciais de taxas de juros) em manter a taxa de câmbio administrada e da sobrevalorização da taxa de câmbio real.

Pastore e Pinotti (1999, 1999a) observaram que a crise cambial brasileira de janeiro de 1999 deveu-se aos desequilíbrios nos fundamentos macroeconômicos do país. Os autores sustentam que a crise cambial foi derivada do crescimento não sustentável da dívida pública. Contribuíram para isso os vigorosos aumentos das taxas de juros reais necessários à defesa da taxa de câmbio quando dos sucessivos ataques especulativos enfrentados pelo país (México, Sudeste Asiático e Rússia). Pode-se considerar que houve uma gradativa deterioração dos fundamentos macroeconômicos que culminou com a crise cambial.

### **3 A importância do câmbio e dos juros na economia brasileira**

#### **3.1 A história monetária e cambial**

Durante séculos as moedas do mundo foram trocadas por ouro, assim, uma moeda em papel emitida por qualquer governo do mundo representava uma quantia real de ouro guardada em um cofre desse governo. A partir de 1930 os EUA determinaram o valor do dólar em um nível invariável onde 28,57 gramas de ouro valiam US\$ 35. Após a Segunda Guerra Mundial, outros países basearam o valor de suas moedas no dólar americano, como todos sabiam quanto de ouro valia um dólar americano, o valor das outras moedas com relação ao dólar pôde ser baseado no seu valor em ouro. O que ocorreu até 1971, quando os EUA determinaram que o dólar não mais representaria uma quantia real de uma substância preciosa e que as forças do mercado determinariam seu valor.

O câmbio é uma operação financeira caracterizada pela troca da moeda de um país pela de outro, um elemento do sistema monetário internacional com o objetivo de facilitar as transações entre os países. Dada sua importância, foi e ainda é alvo de ações governamentais, principalmente dos países mais desenvolvidos, que em muitas oportunidades tentaram impedir o mercado de determinar a taxa de câmbio, desvalorizando suas moedas como forma de obter ganhos no comércio internacional. Práticas que ficaram conhecidas na literatura econômica como “política de empobrecimento da vizinhança”, exemplos concretos da utilização do câmbio tendo como objetivo explícito a ampliação das exportações e a promoção do crescimento.

Durante esses anos, a utilização generalizada dessa estratégia transformou-se em práticas agressivas no comércio internacional, disputas econômicas somaram-se a disputas políticas, com a eclosão de guerras. Os países passaram então a administrar suas taxas de câmbio. A Grã-Bretanha, por exemplo, adotou, a partir de 1932, uma política de desvalorização administrada da libra, como complemento à política macroeconômica voltada ao crescimento, estratégia também utilizada pelos EUA em seguida. Tornando-se, assim, a gestão da política cambial um elemento central da política econômica das nações.

No período seguinte, após 1948, durante a era de Bretton Woods, os países desenvolvidos coordenaram suas políticas cambiais com o objetivo de manter

as moedas parcialmente fixas e eliminar volatilidade e risco cambial, obtendo condições necessárias para impulsionar o comércio internacional e o desenvolvimento. Esse período de câmbio coordenado foi visto também como uma resposta às instáveis décadas de 1920 e 1930, permanecendo até 1976 quando regulamentado na conferência de Bretton Woods, com os Acordos da Jamaica, onde a comunidade internacional legalizou as taxas de câmbio flutuantes.

No ciclo pós Bretton Woods, mesmo com a adoção de regimes de câmbio flutuantes não foi possível evitar que países interferissem no mecanismo de mercado com a intenção de administrar as taxas. Em 1979, por exemplo, houve a brutal elevação da taxa de juros norte-americana que tinha como objetivo, além de amenizar as pressões inflacionárias, promover a atração de capitais e reverter a tendência de desvalorização do dólar durante a década. Atualmente, as taxas de câmbio ainda são expressas frequentemente em termos de dólares americanos, que ainda dominam muitos mercados financeiros e, juntando-se ao euro são responsáveis por cerca de metade das transações de câmbio de moedas no mundo.

### **3.2 A política cambial brasileira**

A política cambial brasileira pode ser dividida em alguns períodos. Começando pelo da fundação do primeiro Banco do Brasil em 1808 à Crise de 1929, correspondendo à época em que as nações deviam manter paridades fixas com relação ao ouro, porém somente as mais ricas conseguiam manter. Período da luta frustrada para aderir a um regime de taxas fixas e moeda conversível no figurino do padrão-ouro, onde o país ficou muito pouco tempo regido por taxas fixas, apesar de grandes esforços para que isso viesse a ocorrer. Ocorreram diversos debates sobre o assunto, nos quais haviam os chamados "papelistas", que enxergavam no balanço de pagamentos a origem de nossos problemas cambiais, e os "metalistas", que viam no déficit fiscal e no excesso de emissões de moeda as razões para a crônica fraqueza da moeda nacional.

Também teríamos o período do predomínio dos controles cambiais, de 1929 até o final dos anos 1970. Período em que o Brasil experimentou diversas formas de controle, como taxas oficiais fixas, monopólio cambial para o Banco do Brasil com "câmbio negro" tolerado, câmbios múltiplos, com quotas ou com leilões, registro para entradas, impostos sobre operações de câmbio, limites a certas

operações, depósitos prévios, prazos mínimos ou máximos, indexação cambial, ou seja, o que poderia se imaginar em matéria de controles e intervenções.

O mundo passava por uma situação excepcional de guerras, depressões e reconstruções, regido por homens pragmáticos e pouco dados a doutrinas. As economias eram movidas por controles e políticas mercantilistas, no Brasil chegou-se até a se produzir muitas teorias sobre como se comportar num mundo em decomposição. Os então "papelistas" se tornaram "estruturalistas", pois enxergavam razões "estruturais" para a inflação, para os problemas do balanço de pagamentos e para a fraqueza da moeda. O papel moeda inconversível tornou-se uma realidade, ensejando imensas possibilidades para governos voluntaristas. Passando a se utilizar excessivamente as emissões de moeda com o intuito de alavancar o desenvolvimento, ou seja, um desenvolvimento puxado pela inflação.

Sobre o modo como funcionava a economia brasileira durante o tempo em que o país lutava para aderir ao padrão-ouro, Celso Furtado descreveu um mecanismo denominado "socialização das perdas", que vinha acompanhado de outra síndrome nacional, a "privatização dos ganhos". Mecanismo o qual afirmava que, durante a fase ascendente do ciclo de preços do café, em que as exportações cresciam e o câmbio tendia a apreciar, os barões do café tendiam a se aliar à turma do padrão-ouro, fixando a taxa de câmbio antes que se valorizasse muito e reprimisse os ganhos com exportações. Na fase descendente, a aliança era desfeita, o baronato desvalorizava a moeda, ocasionando inflação e perda de poder de compra dos salários. Ou seja, a desvalorização da moeda "socializava os custos" do ajustamento do setor cafeeiro ao tamanho que fazia sentido econômico.

Assim, durante a crise, o baronato acabava ganhando com a desvalorização mais do que perdia com o estreitamento dos mercados para o café. Portanto, os ganhos da fase boa eram privatizados por que o câmbio não podia flutuar para cima, e as perdas eram de todos, pois a economia brasileira se alimentava basicamente do café, os barões acabavam assim, ganhando tanto na subida como na descida. O câmbio, segundo Furtado era um instrumento utilizado na concentração de renda, ou seja, usado a favor da elite cafeeira e contra o resto da população, inclusive contra as indústrias.

Já na era dos controles cambiais, iniciada em 1929, as coisas começaram a funcionar de outro modo, pois a indústria havia se tornado mais poderosa e o café

perdido importância, como se os importadores fossem mais importantes que os exportadores e, portanto, a política da taxa de câmbio mudasse substancialmente.

Também podia se notar que a indústria tinha demandas conflitantes sobre o câmbio, ela precisava de um dólar barato para importar insumos e máquinas, mas de um dólar caro (ou uma tarifa alta, ou uma proibição) para os produtos importados concorrentes.

Dentro de um regime de controles cambiais a economia se ajustava através de um regime de câmbios múltiplos, para as importações "essenciais", valia o mercado oficial, com o dólar a um preço menor, para as exportações não tão meritórias, um câmbio nem apreciado nem valorizado, para as exportações mais essenciais, um câmbio "livre", mais favorecido, já as importações "supérfluas" eram proibidas, ou tinham de ser cursadas no dólar mais caro que houvesse. O Estado tentava, portanto, avaliar o mérito de cada transação e punir, ou estimular cada uma delas através da taxa de câmbio. Ou seja, o controle de preços, o acesso ao financiamento e a autorização para investir estavam nas mãos do Estado.

A "política industrial" já tinha se tornado um exercício de pilhagem do Estado e o uso da taxa de câmbio para produzir transferências de renda aos amigos do governo foi desaparecendo. O elemento fundamental a determinar a taxa de câmbio passa a ser o mercado, que se revela implacável na avaliação sobre os "fundamentos macroeconômicos" da economia. Quando o mercado acredita no governo, a moeda se fortalece e os salários sobem, quando o governo perde credibilidade, diminui-se a confiança, a moeda enfraquece e o País fica mais pobre.

### **3.3 O fim dos controles cambiais e suas variações**

A era dos controles cambiais havia iniciado seu fim quando a Europa retornou à conversibilidade e os EUA abandonaram oficialmente o padrão-ouro em 1971. Significando que o dólar não representava mais uma quantia real de uma substância preciosa. O valor passou então a ser determinado pelas forças do mercado. A literatura econômica apresenta dez diferentes sistemas cambiais que podem ser assim classificados (Modenesi, 2005, p. 4):

- a) flutuação pura;
- b) flutuação suja;
- c) banda cambial rastejante (crawling band);
- d) banda cambial deslizante (sliding band);

- e) banda cambial (target zone);
- f) minidesvalorizações (crawling peg);
- g) câmbio fixo ajustável;
- h) câmbio fixo;
- i) currency board;
- j) dolarização plena.

O Brasil, no entanto, teria que esperar o fim da crise da dívida externa nos anos 1980 para iniciar o processo de liberalização cambial. A partir do momento em que começava a contornar os efeitos da crise, ficava clara uma nova realidade referente às relações com o resto do mundo. A hiperinflação havia prolongado a sensação de que o Brasil era uma economia "fechada", podendo manter isoladas suas políticas macroeconômicas de seus impactos no balanço de pagamentos. Durante muitos anos a liberdade comercial e cambial avançou devagar, não tendo muitos impulsos, porém, a partir de 1993 os efeitos puderam ser vistos com maior clareza depois da estabilização.

A taxa de câmbio é um preço-chave não apenas para estabelecer o grau de proteção contra importados e a lucratividade da exportação, mas também para determinar o poder de compra do trabalhador. Moeda forte significa salários reais elevados, o que agrada ao trabalhador, ao consumidor e à classe média, mas não encontra apoio nas indústrias menos competitivas, onde as margens e o emprego são comprimidos.

Existem várias formas de regimes cambiais, mas os mais utilizados são os câmbios fixo e o flutuante, no regime de taxas fixas, o Banco Central se compromete a comprar e vender moeda estrangeira a um preço fixo expresso em moeda nacional. Esse preço de referência pode sofrer alterações ou pode permanecer inalterado, o que irá depender da decisão do Banco Central. Já no regime flutuante a taxa oscila em função da oferta e demanda no mercado.

### **3.4 Política cambial no Plano Real**

Após a implantação do Plano Real em 1994, o governo optou por manter uma política cambial que promovesse uma maior abertura comercial ao país, mantendo a taxa de câmbio a níveis praticamente paritários ao dólar. O objetivo seria, além da abertura comercial, estimular a competitividade das empresas brasileiras, atingindo o desenvolvimento econômico. O Brasil até 1999 utilizava um

regime de câmbio fixo, a partir de então, passou a utilizar um regime de câmbio flutuante, isto é, com o preço do dólar variando de acordo com a oscilação do mercado, pois não há uma taxa de câmbio considerada "correta", desvinculada do que pretendemos fazer com a nossa economia, e em particular com as finanças públicas.

Com a adoção do regime de flutuação ocorre a desvalorização da moeda brasileira frente ao dólar, aonde foram sentidos principalmente dois efeitos, o aumento gradual das exportações e a redução das importações, tornando com o passar do tempo o fluxo cambial positivo para o país. No entanto, os déficits da Balança Comercial não desapareceram instantaneamente, pois o empresariado nacional ainda teve que reabrir mercados que haviam sido fechados por conta da valorização cambial.

### **3.5 As crises e as políticas econômicas**

Após as crises cambiais que assolaram os países emergentes na década de 1990 observou-se a ampla utilização, principalmente na Ásia, da estratégia do crescimento movido pelas exportações, mantidas por um câmbio desvalorizado. A política cambial chinesa é o exemplo mais bem acabado. A crise que abalou a economia mundial, ainda que tenha aumentado a importância do mercado doméstico para a China, não alterou sua estratégia de forte intervenção com intuito de impedir a natural valorização do yuan.

De um modo geral, podem-se indicar as principais consequências de um regime de desvalorização da taxa de câmbio, como aumento das exportações, redução das importações, redução do passivo externo líquido, redução do turismo emissor e aumento do turismo receptor, por exemplo. Já uma política de redução da taxa de câmbio, como a utilizada pelo Brasil de 1994 a 1999, tem justamente os efeitos contrários, como a redução das exportações, aumento das importações, aumento do passivo externo líquido, aumento do turismo emissor, redução do turismo receptor, estímulo aos agentes econômicos para tomada de empréstimos no exterior, redução do nível de produção interna e aumento da taxa de desemprego, são algumas consequências que o país obteve nesse período.

A disputa monetária, ou seja, o conjunto de medidas econômicas adotadas pelos Governos para desvalorizarem suas moedas, afeta principalmente os países emergentes. Essas medidas são tomadas porque com a moeda

desvalorizada os produtos para exportação ficam mais baratos no mercado internacional, ganhando competitividade. Essas são as estratégias utilizadas pelos Estados Unidos e pela China, considerados, atualmente, as duas maiores potências econômicas do mundo.

Em fins de 2010 o Federal Reserve (Banco Central dos EUA) anunciou a “injeção” de centenas de bilhões de dólares. Assim, com mais dólares em circulação, a moeda americana se desvalorizava frente às outras, pois o país tinha a necessidade de elevar suas exportações para recompor a economia afetada pela crise financeira internacional de 2008. O que o mercado interno não estava sendo capaz, pelo alto nível de desemprego e pela população estar poupando mais do que gastando, então a solução foi o mercado externo tornando os preços mais competitivos, com a desvalorização da moeda.

A desvalorização da moeda americana também veio a prejudicar as economias de outros países, tanto no mercado externo (os produtos ficaram mais caros), quanto no interno (as importações ficaram mais baratas). Tendo isso, mesmo que o empresário viesse a reduzir os custos de produção para tornar seu produto mais competitivo, ele não teria uma resposta muito positiva, então sua opção seria a demissão de seus funcionários. O que viria a criar um "efeito dominó", pois com o aumento do desemprego, cai o consumo.

Para evitar um estrago ainda maior, alguns governos promoveram intervenções cambiais e fiscais, com o objetivo de frear a queda do dólar e a diferença cambial com relação ao yuan. Pois países emergentes com economias estáveis, muito atrativos para os investidores, são mais vulneráveis ao mercado internacional. O governo brasileiro, entre outras medidas, elevou consideravelmente o Imposto sobre Operações Financeiras (IOF), cobrado sobre investimentos estrangeiros em rendas fixas como títulos do governo, visando conter a enorme quantidade de dólares que entravam no país.

O que demonstra que a taxa de câmbio na prática não é determinada exclusivamente pelo livre mecanismo de mercado, pelo contrário, a gestão da política cambial é historicamente um elemento central da política econômica das nações. A determinação da taxa de câmbio não é apenas uma questão de teoria econômica e de livre mercado, ela não depende apenas das leis de oferta e procura de divisas, mas também do que está acontecendo em outros países, ou seja, na

economia internacional. Portanto, no que se refere à taxa de câmbio, os sinais de mercado são importantes, mas não somente o que irá determiná-la.

As últimas décadas foram marcadas pela abertura dos mercados e pela crescente integração financeira entre os países. A ciência econômica também acompanhou esse processo e passou a desenvolver modelos para economia aberta. Nestes modelos duas variáveis estão sempre presentes: câmbio e juros. Esta abertura comercial e financeira do mercado brasileiro permitiu maior integração comercial e financeira do país no contexto mundial, a estabilização da inflação e o desenvolvimento do mercado financeiro nacional aumentaram a atratividade do país pelos investimentos externos.

Reinhart e Rogoff (2004), segundo John Liu (2007), postulam que regimes de câmbio têm influência no crescimento, nas transações e na inflação de um país, demonstrando a fundamental importância dos movimentos da taxa de câmbio. Já a taxa de juros, parâmetro de extrema importância em qualquer economia, tem papel fundamental na determinação do nível de atividade e do emprego, assim como em várias outras variáveis econômicas. No entanto não existe um consenso sobre o que seria um “nível ideal” das taxas de juros ou mesmo das taxas de câmbio.

Ainda seguindo análise de John Liu, um dos principais objetivos dos bancos centrais é buscar a estabilidade de preços. Para isso, as autoridades monetárias utilizam âncoras nominais, que podem ser explícitas, como nos regimes de metas de inflação, câmbio ou meta monetária, ou implícitas, como nos Estados Unidos, cujo banco central tem o duplo mandato de promoção do pleno emprego e controle da inflação. As âncoras funcionam como restrições e obrigam os bancos centrais a seguirem políticas consistentes a médio e longo prazo. No caso do Brasil, o Banco Central estabelece a taxa Selic para o nível de juros internos, com o objetivo de atingir a meta de inflação.

Após alcançar uma relativa estabilidade macroeconômica, o Brasil veio a se deparar com novos desafios, como o desenvolvimento econômico. Conforme Thaís Ortega Scaramuzzi (2012), desde a implantação do Plano Real, a política cambial esteve sempre à sombra da política da taxa de juros, cuja função principal é o controle dos preços. Quando se optou pela política de livre flutuação da taxa de câmbio, se tornou possível observar os impactos que suas oscilações exerciam sobre o desenvolvimento econômico. No entanto, a trajetória da taxa de câmbio

esteve sempre muito mais atrelada aos mecanismos de regulação do mercado do que a uma estratégia de desenvolvimento econômico.

O desenvolvimento do país foi guiado, inicialmente, pela substituição de importações, que também teve seu lado positivo, permitindo um bom grau de diversificação do setor industrial interno. Sendo, a taxa de câmbio, basicamente utilizada para resolver problemas de curto prazo, como a estabilidade dos preços e a sua própria estabilidade, o que não pode evitar os problemas de uma súbita fuga de capitais, como o que aconteceu nos anos 90.

### **3.6 Políticas econômicas para os preços**

O uso da taxa de câmbio para o controle inflacionário, considerando o histórico hiperinflacionário da economia brasileira e que o repasse de uma taxa de câmbio depreciada aos bens de consumo importados é relevante, portanto acaba se optando por uma taxa que possa manter o controle inflacionário do que por uma taxa que mantenha um nível competitivo. Conforme Bresser Pereira, o interesse de curto prazo tem maior peso, com isso, os países em desenvolvimento possuem grandes dificuldades em recusar a apreciação cambial, principalmente em função dos benefícios de curto prazo que pode apresentar: “uma taxa de câmbio relativamente apreciada implica em salários e lucros reais, medidos em moeda forte ou em poder de compra, mais elevados do que seriam com uma taxa competitiva” (BRESSER-PEREIRA, 2007, p.119).

Já segundo Thaís Ortega Scaramuzzi (2012), quando se trata de controle da inflação, um dos componentes do tripé da economia brasileira mais atual (junto com a responsabilidade fiscal e o câmbio flutuante), o principal preço macroeconômico responsável por balizar os preços é a taxa de juros. No entanto, segundo a autora, uma taxa de juros elevada com essa finalidade exerce impactos sobre a economia no curto prazo muito mais negativos do que uma taxa de câmbio apreciada. Implicando na elevação do custo de capital, o que desestimula o setor produção, tornando-se um obstáculo para o crescimento econômico. Além de também causar impactos negativos na esfera de consumo, desestimulando-o. Desta forma o controle inflacionário é feito com base no controle da demanda.

De acordo com Márcio Garcia e Tatiana Didier (2001), a taxa de juros pode ser definida como o preço do uso do dinheiro para um determinado período de tempo, ela desempenha um papel chave na tomada de decisões econômicas, já que

interfere nos preços e nos custos de todos os setores da economia. Tendo estreitas relações com as principais variáveis econômicas como a inflação, o desemprego, a taxa de câmbio, os fluxos de capital, a estrutura da balança de pagamentos e o nível da dívida externa e interna. Um aumento na taxa de juros, por exemplo, afetará negativamente investimento e consumo, interferindo no crescimento da economia.

No entanto, segundo Bresser-Pereira (2007), uma política econômica voltada para objetivos de curto prazo pode causar a “armadilha” dos juros e do câmbio, impedindo que o país tenha um crescimento sustentável e tenha uma economia caracterizada pelo “voo da galinha”, ou seja, breves períodos de crescimento separados por intervalos de estagnação. O autor descreve que a armadilha da taxa de juros acontece em forma de um simples ciclo determinado pelo movimento dos preços. Ao decidir iniciar um processo de redução das taxas de juros, o Banco Central, ao mesmo tempo em que estimula os investimentos em produção, provoca saída de divisas do país, uma vez que a taxa de juros deixa de ser atrativa. Desta forma, a taxa de câmbio começa a se depreciar, e os preços dos bens comercializáveis começam a subir, provocando a inflação. Como o objetivo maior é controlar a inflação, ao menor sinal de alta de preços, opta-se por parar imediatamente o processo de redução da taxa de juros, desestimulando os investimentos produtivos.

A taxa de juros novamente alta estimula a entrada de divisas no país mais uma vez, provocando a apreciação da taxa de câmbio. O que dá início a armadilha da taxa de câmbio, que segundo o autor, tem efeitos ainda mais perversos sobre a economia do que a armadilha da taxa de juros, pois enquanto esta tem como efeito principal a inconstância nos investimentos e crescimento, a armadilha cambial gera uma crise do balanço de pagamentos, mesmo que não se considere a inflação. Assim, pode-se concluir que a política cambial é balizada pela meta de inflação e está subordinada à taxa de juros. Ou seja, no Brasil, em nenhum momento pode se identificar políticas cambiais que direcionem esse preço macroeconômico para um patamar que vise ao desenvolvimento econômico.

Este capítulo mostra uma visão mais ampla e alguns pontos específicos e definições de alguns autores sobre o que será observado, assim, podendo se analisar mais detalhadamente a história e as políticas de governo adotadas no país desde a década de 1920 até o período do Plano Real, como será demonstrado nos próximos capítulos.

## **4 As políticas econômicas durante a industrialização**

### **4.1 Comércio e industrialização**

O comércio do café alavancou o desenvolvimento industrial e econômico brasileiro, contribuindo para a monetização da economia e o crescimento da renda interna, além de gerar um mercado para produtos manufaturados, também promoveu o desenvolvimento de estradas de ferro e o investimento em infraestrutura, ampliando e integrando o mercado, desenvolvendo o comércio internacional e, ao promover a imigração, aumentou a oferta de mão de obra. Além disso, a exportação de café supria os recursos em moeda estrangeira para a importação de insumos e bens de capital para o setor industrial (Dean (1976) e Nicol (1974)).

Desenvolvimento que pode ser explicado pela relação entre o capital cafeeiro e o capital industrial e os efeitos da política econômica, aduaneira e cambial, principalmente sobre a indústria. A hegemonia do capital cafeeiro tornava politicamente inviável a imposição pelo governo brasileiro de um imposto direto sobre a exportação do café. Pois iria contrariar os interesses dominantes do capital internacional, já que parte desse imposto se transferiria aos importadores, dada a inelasticidade da procura do café. Assim, a cobrança de direitos aduaneiros sobre as importações foi a alternativa, tornando-se a mais importante fonte de receita para o governo, além de beneficiar indiretamente a indústria interna. Da mesma forma, a depreciação da taxa de câmbio quando caíam os preços do café também favorecia a incipiente indústria interna. Entretanto, afirma-se que essas políticas (aduaneira e cambial) não podem ser caracterizadas como protecionistas, uma vez que não eram seletivas e variavam de acordo com a conjuntura econômica (Silva (1976, P-107)).

Tem-se também a ótica do capitalismo tardio, em que o padrão de acumulação de capital baseado no comércio do café foi rompido pela crise do café e pela Grande Depressão da década de 1930. A acumulação de capital industrial tornou-se mais independente do capital cafeeiro, não sendo mais determinada pela expansão do setor exportador, mas pelo crescimento da renda no setor industrial-urbano. As políticas monetária e fiscal expansionistas da década de 1930 e a redução da capacidade de importar estimularam o crescimento da produção nas indústrias de bens de consumo, além de um processo de industrialização

substitutiva de importações de bens intermediários e de capital. No entanto, a substituição de importações não foi suficiente e a acumulação de capital continuou dependente da capacidade de importar criada pelo setor exportador para realizar importações de maquinaria e insumos básicos industriais. (Mello (1975) e Tavares (1974)).

Segundo interpretação de Furtado (1963, cap. 32), o menor impacto da crise do café e da Grande Depressão e a rápida recuperação da economia brasileira são atribuídos à política de defesa do café implantada pelo governo federal a partir de 1931. Através da compra do excedente de produção, a política de defesa do café manteve a renda nominal (e, portanto, a demanda) do setor exportador (café) em níveis relativamente elevados. Entretanto, acabou agravando o desequilíbrio externo da economia, corrigido por uma forte depreciação da taxa de câmbio, que por sua vez, provocou um substancial aumento nos preços das importações. Essas mudanças, aliadas a existência de capacidade ociosa em algumas indústrias que trabalhavam para o mercado interno e ao fato de que já existia no país um pequeno núcleo de indústrias de bens de capital, explicam a rápida ascensão da produção industrial, que passa a ser o fator dinâmico principal no processo de criação da renda (Furtado (1963, p.233)).

As compras efetuadas pelo governo para futura destruição fizeram com que o nível de renda do setor exportador caísse menos que a queda nos preços do café, e que as compras do produto fossem financiadas por uma expansão de crédito, caracterizando uma política anticíclica. Com um novo nível de preços relativos entre importações e produção doméstica, uma vez que as importações tornaram-se mais caras, a demanda interna foi parcialmente transferida do mercado externo para os produtores domésticos. Assim, os setores que produziam para o mercado interno tornaram-se mais atrativos para investimentos do que o setor exportador, criando-se uma nova situação na economia brasileira, qual fosse a preponderância do setor ligado ao mercado interno no processo de acumulação de capital. Salientando-se, então a importância da demanda interna como fator fundamental para o crescimento econômico dos anos 30.

O choque externo sobre a economia brasileira afetou o balanço de pagamentos, principalmente através da grande queda dos preços de exportação. A crise cambial que atingiu o Brasil a partir de 1929 tornou inviável a continuação do pagamento integral da dívida, por envolver uma proporção excessiva do saldo

comercial. Reconhecendo que se a taxa de câmbio não fosse sustentada haveria uma redução da receita cambial gerada pelo café, dada a queda dos preços em moeda estrangeira.

Esta redução do nível de preços resultava da importância da parcela do mercado controlada pelo Brasil e da inelasticidade-preço da demanda internacional por café. Além disso, uma taxa de câmbio artificialmente sustentada tornava menos difícil a liquidação dos compromissos do governo em moeda conversível. Os interesses ligados à indústria eram protegidos da competição internacional pela existência do controle de importações e tinham acesso a insumos relativamente baratos.

A expansão do saldo da balança comercial foi consequência da desvalorização cambial e do controle cambial que impedia a importação de bens não essenciais. Estas políticas, adotadas devido ao desequilíbrio do balanço de pagamentos, implicaram reorientação da demanda em benefício da produção doméstica. O desempenho medíocre da agricultura contrasta com o dos demais setores, em particular com o da indústria.

A política monetária, que havia sido moderadamente apertada no final da década de 1930, tornou-se expansionista, particularmente a partir de 1940, ratificando as pressões inflacionárias associadas aos desequilíbrios provocados pela guerra e às políticas do governo no terreno fiscal e creditício. Já a reforma monetária de 1942, ao contrário do que foi sugerido à época pelo governo, propiciou condições para significativo aumento da liquidez da economia. As pressões inflacionárias foram estimuladas pela expansão dos saldos na balança comercial associados às restrições, ao acesso a importações e à competição entre consumo doméstico e exportações no caso de produtos tais como a carne.

O crescimento industrial se acelerou, acumulando reservas cambiais e aumentando a entrada de capitais privados norte-americanos após longo período de desinteresse. A retomada do nível de atividades não esteve dissociada das políticas fiscal, monetária e creditícia, claramente expansionistas adotadas pelo governo a partir de 1942.

## **4.2 O Governo Dutra**

Já o Governo Dutra obteve uma política econômica com dois períodos distintos. A mudança na política de comércio exterior, com o fim do mercado livre de

câmbio, adotando um sistema de contingenciamento às importações entre 1947 e 1948. E o afastamento do ministro da Fazenda, Correa e Castro, em meados de 1949, indicando a passagem de uma política econômica contracionista e tipicamente ortodoxa para outra, com maior flexibilidade nas metas fiscais e monetárias (Sérgio Besserman Vianna, 1995).

Conforme o autor, o Governo, confiante na evolução favorável do setor externo, identificou na inflação o problema mais relevante a ser enfrentado. Localizando nos déficits orçamentários da União, que vinham se acumulando nos últimos anos, a principal causa dos aumentos no nível de preços e em políticas monetárias e fiscais severamente contracionistas o tratamento adequado. A política implantada também visava atender à demanda contida de matérias-primas e de bens de capital para reequipamento da indústria, desgastada durante a guerra.

Esperava-se que a liberalização das importações de bens de consumo baixasse os preços industriais através do aumento da oferta de produtos importados pelo câmbio supervalorizado. Além disso, acreditava-se possível fazer política anti-inflacionária reduzindo as reservas em dólares através de saldos negativos na balança comercial e, por último, a política liberal de câmbio, refletia a esperança de que a liberalização das saídas de capital pudesse estimular também ingressos brutos em proporção significativa no futuro.

Antes do estouro dos preços do café em 1949, o problema fundamental do setor externo da economia brasileira era o saldo de pagamentos em moedas conversíveis, especialmente dólares norte-americanos. As reservas internacionais acumuladas durante a guerra não permitiam financiar déficits da magnitude dos observados com a área conversível, em fins de 1946, do total de reservas totais, menos de 15% eram de reservas líquidas disponíveis para a área conversível, o restante compunha-se de libras esterlinas (bloqueadas), moedas inconversíveis e ouro depositado nos Estados Unidos. O problema fundamental da balança comercial estava no fato de o Brasil obter substanciais superávits comerciais com a área de moeda conversível, enquanto acumulava déficits crescentes com os Estados Unidos e outros países de moeda forte.

Aínda segundo (Sérgio Besserman Vianna, 1995) a decisão de manter fixa a taxa de câmbio se equivalia a uma revalorização cambial. A alternativa de desvalorização foi descartada pelo governo devido à demanda estrangeira por café ser relativamente inelástica com relação ao preço, à prioridade concedida ao

combate à inflação e porque cerca da metade das exportações dirigiam-se à área de moedas inconversíveis e/ou bloqueadas e o café representava quase 3/4 das exportações para áreas de moeda conversível. Assim, mesmo supondo significativa elasticidade-preço da oferta de outras exportações que não o café, não era justificável uma política de superávits comerciais na área de moedas não conversíveis.

Os controles cambiais e de importações do pós-guerra começaram a se estabelecer em meados de 1947, com a instituição do regime de controle de câmbio por cooperação, segundo o qual os bancos autorizados a operar em câmbio eram obrigados a vender ao Banco do Brasil cerca de 1/3 de suas compras de câmbio livre, à taxa oficial de compra. Atendidos os compromissos do governo, o Banco do Brasil forneceria câmbio de acordo com uma escala de prioridades que favorecia a importação de produtos considerados essenciais.

Portanto o Governo mantinha a taxa de câmbio supervalorizada e progressivamente adicionava medidas discriminatórias à importação de bens de consumo não essenciais e os com similar nacional. O que resultou em um estímulo à implantação interna de indústrias substitutivas desses bens de consumo, sobretudo os duráveis, ainda não produzidos dentro do país e passaram a contar com uma proteção cambial dupla, tanto do lado da reserva de mercado como do lado do custo de operação. Esta foi basicamente a fase da implantação das indústrias de bens de consumo durável.

#### **4.3 O Governo Vargas**

Já a política econômica do segundo Governo de Getúlio Vargas (1951-1954), resultado de uma estratégia abrangente e bem definida de desenvolvimento econômico e tendo como finalidade um modelo alternativo para o capitalismo brasileiro. As iniciativas governamentais econômicas foram condicionadas pela conjuntura do Governo Dutra, resumida, no setor interno, pela retomada do processo inflacionário e do desequilíbrio financeiro do setor público e, no setor externo, pelas expectativas favoráveis decorrentes da elevação dos preços do café. A política econômica foi determinada por um projeto que consistia em dividir o governo em duas fases: na primeira haveria a estabilização da economia, o que consistia no equilíbrio das finanças públicas, permitindo a adoção de uma política monetária

restritiva, acabando com a inflação. A segunda fase seria a dos empreendimentos e realizações (Sérgio Besserman Vianna, 1995).

Com relação à política de comércio exterior dos dois primeiros anos, o Governo Vargas manteve a taxa de câmbio fixa e sobrevalorizada, além de um regime de concessão de licenças para importar. No entanto, houve um extremo relaxamento na política de concessão dessas licenças nos primeiros meses de governo, o que foi se modificando, a partir do momento em que ficaram evidentes os graves desequilíbrios causados na balança comercial. Afora isso, a melhoria da situação cambial impulsionava fortemente a demanda reprimida de bens importáveis, ocasionada pelo forte controle instituído a partir de 1948.

Já em 1952 a receita das exportações caiu em comparação ao ano anterior, as principais causas foram os efeitos da supervalorização do cruzeiro e das pressões inflacionárias internas, a crise da indústria têxtil mundial e a expectativa generalizada de desvalorização cambial que induziram os exportadores a reter os estoques. Portanto, a crise cambial de 1952 tem origem na perda temporária de controle sobre o comércio exterior.

Decorrente da defasagem entre a concessão de licenças e a efetivação das importações, além de uma série de fatos não previstos pelas autoridades econômicas, como a crise da indústria têxtil mundial e a conseqüente queda vertiginosa das exportações de algodão, a forte retração das demais exportações (com exceção do café), o gasto de dólares na aquisição de trigo dos Estados Unidos por conta da quebra da produção argentina e a imposição de sobrepreços nas importações como conseqüência do próprio crescimento dos atrasados comerciais.

Segundo (Sérgio Besserman Vianna, 1995), quanto ao desempenho da economia, o PIB real teve um acréscimo e o setor de serviços, impulsionado pelo comércio importador, foi o que apresentou as maiores taxas de crescimento. A produção industrial, afetada pela liberalização das importações, apresentou as menores taxas anuais de crescimento desde 1947. Com relação à agricultura, o pequeno crescimento de 1951 deveu-se à estagnação da produção de café e à queda da produção de algodão e cacau. Já em 1952, a produção agrícola para exportação cresceu consideravelmente.

Contudo, o mais significativo no período, são as elevadas taxas de investimento, fomentadas pela liberalização de importações com taxa de câmbio sobrevalorizada e ajudadas pela expansão do crédito no período.

Em meados de 1953, Vargas convoca Oswaldo Aranha para a pasta da Fazenda. A política do novo ministro consistiu numa nova tentativa de estabilização da economia, mantida a visão ortodoxa do problema (política fiscal austera e políticas monetária e creditícia, restritivas), privilegiando o ajuste cambial. A medida tomada foi a introdução do sistema de pauta mínima, permitindo que os exportadores de certos produtos (como café, cacau e algodão) negociassem no mercado oficial apenas as divisas correspondentes às cotações mínimas fixadas para cada um deles, podendo vender no mercado de taxa livre o que excedesse a esses preços mínimos. Entretanto, haviam dois problemas, a situação cambial e o financiamento do déficit público sem emissão de moeda e expansão do crédito (Sérgio Besserman Vianna, 1995).

O monopólio cambial do Banco do Brasil foi restabelecido e a ele deveriam ser obrigatoriamente vendidas ou repassadas pelos bancos autorizados a operar em câmbio as divisas provenientes das exportações. O controle quantitativo das importações também foi extinto e substituído pelo regime de leilões de câmbio em bolsa de fundos públicos do país. Sistema que consistia na negociação de Promessas de Venda de Câmbio (PVC), que eram resgatadas em pregão público nestas bolsas e davam ao importador o direito à aquisição de câmbio no valor e na moeda estipulados.

No início de 1954, as perspectivas de evolução do setor externo da economia brasileira eram favoráveis, e as preocupações do governo deslocaram-se para a inflação, o déficit público, as pressões para a expansão do crédito e o aumento da oferta monetária. As grandes dificuldades surgidas para o programa de estabilização econômica de Oswaldo Aranha, entretanto, foram o aumento de 100% do salário mínimo e os problemas do café. Pois, no dia primeiro de maio de 1954, preocupado com o desgaste de seu governo, Vargas havia anunciado o aumento de 100% do salário mínimo.

Os problemas criados pelo aumento salarial ao Programa Aranha de estabilização econômica somaram-se às enormes dificuldades com as exportações de café, fazendo com que os prognósticos sobre a situação cambial do país fossem alterados. Nos últimos meses da gestão, as exportações foram baixíssimas e as perspectivas para os meses seguintes eram bastante negativas.

#### 4.4 Plano de Metas e PAEG

Chega então o Governo Café Filho, onde se daria alguns passos na diversificação das taxas cambiais, na criação de um sistema cambial aonde chegaram a coexistir 10 taxas cambiais distintas: cinco de importação, quatro de exportação e a do mercado livre, por onde se efetuavam as transações financeiras.

Já em 1956, uma vez identificados os setores e as metas impostas, formulou-se um plano que procurou fixar para cada meta um objetivo, o período do Plano de Metas, uma fase de intensa substituição de importações em que a principal zona de incerteza do sistema era externa e o controle nessa zona que garantia à administração paralela as condições de seu efetivo funcionamento.

A progressiva diminuição das receitas de exportação, somada à intensificação do processo substitutivo, comprometia o poder do setor público de orientar o processo de industrialização. Com a permissão da entrada do capital pelo mercado livre e a correspondente importação pelo custo de câmbio, o resultado líquido da operação era uma pressão adicional sobre a disponibilidade de divisas. Se por um lado o investimento era realizado, por outro significava maiores pressões no curto prazo sobre o BP, além das futuras remessas de amortizações e dividendos (Luiz Orenstein e Antonio Claudio Sochaczewski, 1995).

Complicando ainda mais a situação, o governo, através de grandes vendas de divisas disponíveis ou, quando a pressão era forte, através de operações de swaps a pesados custos futuros, tentava forçar a taxa do mercado livre para baixo. Sendo que a mesma era considerada uma espécie de “taxa de equilíbrio”, cuja desvalorização traria efeitos não desejados pelo governo, desestimulando o influxo de capitais.

Ainda segundo os autores, a reforma de 1957, em uma visão mais ampla, resultou no aprofundamento do processo de substituição, na medida em que se alcançavam estágios mais avançados na industrialização, mas também acabou gerando algumas distorções. O congelamento do “custo do câmbio”, por exemplo, enquanto os preços internos aumentavam expressivamente, subsidiava crescentemente a importação dos produtos essenciais, perturbando o cálculo econômico do investimento em substituição. No entanto, os setores prioritários, ao importarem seus equipamentos pelo “câmbio de custo”, tendiam a sobreinvestir, o que seria uma das causas da crise que se iniciou em 1963.

Entre os anos de 1958 e 1960 obteve-se um aumento na capacidade de poupança, as despesas correntes diminuíram sua proporção na receita, tanto em função do aumento na arrecadação, como pelo atraso do ajustamento dos gastos a tais aumentos. A elevação da receita se deveu quase que exclusivamente a um aumento real bastante elevado na arrecadação dos ágios cambiais e impostos de importação. O governo federal aumentou sua arrecadação, implicando em aumento no total da receita e, retardando os gastos correntes com relação à receita dispôs de maiores recursos de investimento em um período crítico do Plano de Metas.

A política econômica, em especial a de moeda e crédito, era gerenciada pela SUMOC, pelo Banco do Brasil e pelo Tesouro. A SUMOC era o órgão controlador do sistema, criada em 1945, suas atribuições de estabelecer políticas eram como as de um Banco Central, responsável pela política cambial, fixando o juro de redesconto e o percentual de depósitos compulsórios dos bancos, fiscalizava o registro de capitais estrangeiros, os bancos comerciais e podia operar no mercado aberto. Enquanto o Banco do Brasil mesclava três atribuições consideradas incompatíveis com a política monetária, a de ser agente financeiro do Tesouro autorizado a realizar operações de crédito, ser o depositário das reservas voluntárias dos bancos comerciais e ser o maior banco comercial do país e o único banco rural (Luiz Orenstein e Antonio Claudio Sochaczewski, 1995).

Em agosto de 1961 é formado o primeiro gabinete parlamentarista, dito de União Nacional, sob a Presidência do Deputado Tancredo Neves e aprovado pelo Congresso Nacional. O programa de Governo apresentado definia como problema central a insatisfatória taxa de crescimento da economia devido ao baixo nível de investimento e à sua composição inadequada. Estabelecendo como principais objetivos: aumentar a taxa de crescimento, absorver a mão de obra subempregada, diminuir as tensões criadas pelos desequilíbrios sociais e a desigualdade da distribuição da renda, além de alcançar razoável estabilidade de preços, adaptar o setor industrial à estrutura necessária, aumentar a produção agrícola e atenuar o desequilíbrio do BP (Marcelo de Paiva Abreu, 1995).

Para isso o Governo elevaria a taxa de poupança através de uma reforma fiscal e conteria o déficit de custeio das empresas públicas. Com relação à política monetária, bancária e financeira pública, se estabeleceriam medidas de emergência e reformas institucionais, as medidas abrangiam controles quantitativos de crédito até o final de 1961, tentando manter a oferta monetária constante em termos reais.

Preocupado com a expansão monetária, estabeleceu mecanismos de depósitos compulsórios sobre depósitos à vista dos bancos privados e de controle de crédito. As reformas institucionais previam inclusive a criação do Banco Central e do Banco Rural, a reforma da legislação bancária, buscando sua consolidação e medidas de estímulo ao mercado de capitais.

Ainda conforme o autor, quanto à política financeira pública o Governo propunha-se a aplicar o Plano de Economia de Gastos e a financiar o déficit programado de 1962 não inflacionariamente. O programa também defendia a adoção de uma política cambial baseada em taxa única fixada em um nível “realista” para a época, uma vez que a reforma tarifária de 1957 havia removido a justificativa para adotar-se um regime de taxas múltiplas e a introdução das tarifas ad valorem de importação.

A instabilidade política refletiu no comportamento das principais variáveis macroeconômicas durante o segundo semestre de 1962. O controle das contas do governo, que havia sido retomado, foi perdido no final do ano. E, apesar da deterioração do BP, causada pela redução significativa das exportações e das entradas autônomas de capital, não houve evidência de graves distorções da política cambial.

No mesmo ano, o BP deteriorou-se, em vista da contração das entradas autônomas de capital. A política cambial elevou significativamente os requisitos de depósitos prévios relativos a importações, especialmente no segundo semestre, refletindo a perda da confiança no governo. A taxa cambial referente à remuneração das exportações foi reajustada muito abaixo do valor requerido para manter constante em cruzeiros a remuneração dos exportadores, praticamente dobrando os preços por atacado.

Entre 1964 e 1968 implantou-se um programa de estabilização, chamado Programa de Ação Econômica do Governo (PAEG), elaborado pelo recém-criado Ministério do Planejamento e Coordenação Econômica, visando reduzir a elevadíssima taxa de inflação anual e o crescimento do produto, que era mínimo. Tinha como objetivos acelerar desenvolvimento econômico, conter o processo inflacionário, atenuar os desníveis econômicos setoriais e regionais, assegurar pela política de investimentos oportunidades de emprego produtivo à mão-de-obra que afluía ao mercado de trabalho e, corrigir a tendência a déficits descontrolados do BP, que ameaçavam o desenvolvimento econômico (André Lara Resende, 1995).

Portanto, um programa que acentuava a importância das taxas de crescimento da economia, com o combate à inflação qualificado no sentido de não ameaçar o ritmo da atividade produtiva. Para a restrição do BP que diagnosticava uma séria limitação ao crescimento, o PAEG propôs uma política de incentivos à exportação, uma opção pela internacionalização da economia, promovendo a integração com os centros financeiros internacionais. A promoção da capacidade de poupança da economia é associada ao sucesso na luta contra a inflação, deixando transparecer um diagnóstico heterodoxo que associa a inflação à poupança forçada.

## **5.0 As políticas econômicas do “milagre” ao Real**

### **5.1 O “milagre” econômico**

O período do “Milagre” Econômico ocorreu de 1967-73. Em 1968 começava a implantação de uma política monetária mais expansionista, atendendo ao objetivo de crescimento e desenvolvimento econômico. Sua natureza está nas reformas econômicas implantadas pelo PAEG, que preparou a economia para uma rota de crescimento. O sistema financeiro nacional resultante da reforma financeira criou os mecanismos que financiaram o crescimento do período, incentivando as atividades direcionadas para o mercado externo.

Segundo (Luiz Aranha Corrêa do Lago, 1995), a indústria de construção civil também cresceu, impulsionada pela criação do BNH (banco nacional de habitação) e do SFH (sistema financeiro de habitação), atendendo à demanda para as obras de infraestrutura do Estado e a construção de moradias ligadas ao sistema nacional de habitação. As políticas governamentais foram medidas específicas, a agricultura recebeu crédito subsidiado, permitindo a modernização da atividade agrícola. O que atendia à industrialização que se processava no país, à medida que crescia a demanda interna, intensificando as relações entre indústria e agricultura, beneficiando o setor automobilístico. A indústria cresceu podendo se utilizar da capacidade ociosa herdada dos períodos de recessão da economia, chegando à plena utilização no período entre 1972-73.

Os investimentos se elevaram, impulsionando a produção do setor de bens de capital e a necessidade de importações, crescendo também a participação da formação bruta de capital fixo (FBCF). Neste processo, um importante papel era desempenhado pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), junto aos programas de financiamento da aquisição de máquinas e equipamentos.

Cresceram também a participação das estatais e das empresas públicas. As exportações de produtos industrializados, predominada por calçados e têxteis, incentivaram a atividade produtiva da indústria nacional, beneficiando o comércio exterior. A inflação, presente ao longo de todo o período, teve seu comportamento influenciado pela imposição do controle dos preços, através do tabelamento de preços e da política de preços mínimos. O tipo de financiamento do déficit do setor

público, que, ao invés de expansão monetária, era financiado pela colocação de títulos públicos no mercado financeiro, também contribuiu para reduzir as pressões inflacionárias.

A economia brasileira cresceu acompanhando a economia mundial, com a elevação da demanda mundial. Os fluxos comerciais se aprofundaram, crescendo o comércio entre o primeiro e terceiro mundos. Contudo, uma única política continuava apertada, a política salarial, vista pelo planejamento do Governo como custo. Porém, como as políticas fiscal, monetária e de crédito cresceram, se verificava um crescimento real do crédito bem expressivo, o que ajudou a alavancar a demanda.

Embora a política salarial tenha sido controlada, ocorreu um arrocho maior em cima do salário mínimo e um grande acréscimo nos salários mais elevados. Esse processo de concentração da renda, de certa maneira, beneficiou o tipo de crescimento econômico da época, puxado pela indústria de bens de consumo duráveis, negociados principalmente pelas pessoas de maior renda.

Além da política de contenção dos custos para controle da inflação, também se teve na política monetária a política dos juros, que dentro do período do “milagre” teve o controle direto das taxas em alguns casos, promovendo um processo de concentração bancária com vistas a aumentar a eficiência do setor, diminuindo os custos e fazendo com que se refletisse sobre a taxa de juros ofertada pelos bancos.

Do ponto de vista da política fiscal tivemos uma melhoria do desempenho do governo por suas próprias raízes. O PAEG já havia proporcionado a reestruturação institucional que gerava maior arrecadação pela criação de alguns impostos, o sistema de arrecadação foi atualizado, se refletindo diretamente sobre a receita do governo, que teve um aumento da arrecadação bastante expressivo desde então. E também o surgimento da forma não inflacionária de financiar o déficit público através da colocação de títulos no mercado, importante no momento em que o governo se empenhava em estimular a demanda e retomar os investimentos.

Ainda conforme (Luiz Aranha Corrêa do Lago, 1995), a política fiscal teve as contas relativamente equilibradas e os gastos correntes com a folha de pagamentos declinantes. Em compensação teve-se o acréscimo dos juros, que se elevaram em função do crescente nível de endividamento do país. Muito embora não fosse necessário para manter o crescimento econômico, pois a captação de

recursos financeiros externos ocorreu mais para aumentar as reservas internacionais do que para financiar o crescimento econômico.

A disponibilidade de capital para financiar o crescimento econômico existia naturalmente na economia, independente da captação de recursos externos e da possibilidade de endividamento. Porém, o endividamento estava ocorrendo e se transformando em reservas internacionais, tendo efeito sobre os gastos do governo. Esse nível de endividamento gerava uma conta de juros a pagar, justamente o tipo de gastos que são crescentes no governo, além dos subsídios, já que era uma política fiscal expansionista.

O Brasil também teve a retomada dos investimentos, em especial do investimento público que, durante o período do PAEG, onde a estabilização era o ponto central da economia, foi um tanto desacelerado. Além do crescimento das exportações em que o Brasil se aproveitava do crescimento mundial e, a partir desse período passa a adotar uma política cambial mais “realista” para garantir que a moeda nacional não ficasse sobrevalorizada, o que ajudaria na competitividade das exportações e no aumento da massa salarial.

Mesmo com o processo de concentração da renda em que os salários mais baixos eram prejudicados, a quantidade de pessoas empregadas era crescente, assim como o montante dos salários pagos na economia durante o período, o que ajudava no crescimento. O crescimento agrícola, embora o crescimento do país tenha sido puxado pela indústria, teve um desempenho muito acima da média do setor, chegando dobrar seu desempenho. O que se deve também ao incremento nas exportações, já que boa parte das exportações brasileiras era de produtos agrícolas, ocorrendo a modernização do setor na década.

Ocorreu também o crescimento do setor de bens de capital, apesar de o crescimento do setor de bens de consumo durável ser o setor chave. O setor de bens de capital também teve um papel importante, quando se iniciou a retomada do crescimento tinha-se a capacidade ociosa gerada pela estrutura adquirida no Plano de Metas, subutilizada no período um tanto recessivo de estabilização do PAEG. Então, na retomada do crescimento o nível de investimento exigido para tal não era tão elevado, sendo assim, foi só utilizar a capacidade ociosa já existente.

A Balança Comercial teve, com a melhora dos termos de intercâmbio e o crescimento econômico mundial, um aumento das exportações, ficando relativamente equilibrada, embora tenha crescido a quantidade de importações, pelo

crescimento da indústria de bens de capital, que fez com que diversos insumos fossem importados. Mas além das exportações serem crescentes, o que ajudou a financiar o saldo de importações, foi a facilidade do crédito externo. Em todo ponto de vista as contas estavam equilibradas, o país tinha entrada de capital e o endividamento não estava mais ligado à necessidade para crescer, mas ao acúmulo de reservas internacionais.

No final do período ainda restaram alguns problemas, como a desproporção intra-setorial, uma diferença de crescimento do setor de bens de capital e de bens de consumo duráveis, que tem um crescimento bem a frente do primeiro. Desproporção que poderia gerar um nível de dependência ou de estagnação industrial, na medida em que poderiam faltar bens de capital para o crescimento da indústria. Além da desproporção intersetorial em que o setor industrial crescia à frente do setor agrícola, embora o desempenho do setor agrícola tivesse melhorado muito, o do setor industrial era bem maior.

## **5.2 Os choques do petróleo**

O que interrompe o período do “milagre” econômico é o primeiro choque do petróleo em 1974, com a decisão da OPEP de quadruplicar o preço do produto, ocasionando uma mudança radical nas condições econômicas que vigoravam até então. O ambiente internacional de liquidez se expandiu e a facilidade de crédito que o país já obtinha no exterior ficou ainda maior. Por outro lado, a situação do Balanço de Pagamentos se desequilibrou completamente, com uma brusca redução do saldo comercial, pois grande parte do consumo de petróleo no país era importado.

Segundo Dionísio Dias Carneiro (1995), havia duas opções na estratégia de 74, fazer um ajustamento recessivo para diminuir a distorção interna, criando a demanda interna e, com isso tentar reduzir a necessidade de importação, em especial a do petróleo. Ou aproveitar o momento de liquidez internacional e de facilidade na concessão de créditos para continuar mantendo o crescimento econômico e financiar uma reestruturação da indústria nacional. A opção foi pelo crescimento com endividamento, ao contrário do que ocorreu no “milagre”, em que a maior parte da dívida acabou se transformando em reserva, agora estava se transformando em pagamento dos déficits no BP.

Com isso, o contexto internacional foi marcado pelo choque do petróleo e pelo momento de alta liquidez. Já o contexto interno foi marcado pelas

desproporções intra e intersetoriais e por um cenário de retomada da inflação. Surgia uma inflação de demanda, pois o período do “milagre” fez com que a economia fosse ocupando a capacidade ociosa e se aproximando do pleno uso dos recursos, por mais que o nível de investimento tenha subido e a indústria, de um modo geral, tenha ampliado a capacidade instalada.

Ainda conforme o autor, o processo de crescimento iniciado anteriormente não foi interrompido, apesar da necessidade de endividamento então necessária. Outra diferença é que antes o país crescia com base na indústria de bens de consumo duráveis, já a partir de 74 a ênfase era na indústria de bens de capital e bens de produção. Pois a estratégia de crescimento com endividamento tinha também a intenção de superar a dependência das importações, como petróleo e bens de capital. Com vistas a superar a dependência externa, numa estratégia de longo prazo, para se proteger de crises como a ocorrida no futuro, de um novo choque no petróleo e de custos.

Outro instrumento utilizado para o desenvolvimento no setor de bens de capital foi a canalização da poupança privada. Através de uma série de mecanismos de captação de poupança forçada, aumentando o volume de poupança, passando parte dessa poupança forçada (PIS, PASEP, BNH, FSH) para o controle do BNDE. Que faz então a distribuição dos recursos e, como o objetivo central do governo era o investimento em bens de capital, o país teria então o BNDE financiando os investimentos nesse setor.

Além do financiamento externo, aproveitando a facilidade de crédito a taxas de juros relativamente baixas, políticas de isenção e incentivos fiscais foram intensificadas, passando a ser instrumento primordial para atingir os objetivos traçados. Também passou a ter créditos subsidiados por determinados setores e o aprofundamento das leis de reserva de mercado para estimular o crescimento de setores considerados estratégicos.

Muito embora tivesse uma situação relativamente estabilizada no período anterior, de aumento da arrecadação e de mecanismos de financiamento inflacionário. Os gastos do governo cresceram expressivamente, muito em especial no setor de bens de capital e também em investimentos em outros setores estratégicos para a superação da dependência externa como petróleo, siderurgia e energia, empresas estatais. Além disso, o governo também abriu mão de uma série de mecanismos de receita com isenções fiscais e subsídios. Passando por dois

processos ao mesmo tempo, a piora da arrecadação e o aumento dos gastos do Governo, resultando no aumento do déficit público e no crescimento do montante da dívida externa.

Em 1979 ocorre o segundo choque, porém o contexto internacional era outro, a economia mundial estava em um período de desaceleração, ocasionado justamente pelo primeiro choque, pois a maioria dos países, ao contrário do Brasil, principalmente os desenvolvidos haviam feito um ajuste recessivo, levando a essa desaceleração. O que tem implicações para o Brasil do ponto de vista das contas externas, pois com a economia desaquecida o volume de exportações era menor. Outra mudança foi a grande elevação da taxa de juros internacional entre 79 e 80, péssima para o país, que já vinha se endividando há alguns anos, numa trajetória de endividamento de longo prazo que se intensificou de 74 a 78.

Esse aumento do montante da dívida brasileira com o crescimento elevado dos juros gerou uma gigantesca conta de juros a pagar, provocando uma crise da dívida no Brasil, faltando reserva de divisas para pagar a dívida externa. Refletindo também sobre o setor interno, não sendo mais possível manter o crescimento com endividamento. As exportações diminuíram, o país estava numa crise comercial, ao mesmo tempo em que o preço das importações também cresceu, tornando a situação do BP bem delicada. O governo fez, então, o ajuste recessivo com redução dos gastos do governo e de incentivos fiscais, com reversão da política de crédito e aperto na política salarial, chegando-se a proibição de reajustes.

Com relação ao câmbio ocorre a política de minidesvalorizações cambiais, porém não eram capazes de controlar o déficit em função dos juros. Um período em que a economia se manteve praticamente estagnada, já em 1983 após uma queda no PIB a economia decresceu, portanto o ajustamento ortodoxo acabou levando a uma redução no PIB e, assim, a uma crise no crescimento do país. Momento em que os preços deveriam se estabilizar, mas não foi o que ocorreu, a inflação subiu drasticamente. As medidas ortodoxas não controlaram a inflação, pois esta já continha um componente de expectativa e inércia, que alimentava a inflação mesmo com a política econômica ortodoxa e num período de recessão.

Porém, no ano seguinte, houve uma recuperação econômica, pela retomada do crescimento econômico mundial, levando o país a crescer também pela recuperação dos EUA, grande comprador de exportações brasileiras. Com a expansão das exportações e o aumento dos preços agrícolas no mercado externo

refletindo no mercado interno, teve-se o agravamento a inflação. Mas o setor agrícola ao se expandir, na medida em que o preço aumentava a produção se ampliava, tem-se então o processo de demanda derivada na indústria, pois o setor agrícola é um setor industrial. De modo que também ocorre uma retomada do crescimento industrial, tendo-se uma boa recuperação do PIB e da renda.

O grande ponto vulnerável era a inflação, alimentada pela alta dos preços agrícolas e pela expansão da demanda nesse período de crescimento que ajudou a alimentar os preços e pela inércia, que provou estar presente quando a inflação não respondeu mais aos ajustes ortodoxos.

### **5.3 O Governo Sarney**

Logo após começava o governo Sarney, a inflação já havia se tornado bastante acelerada, e incorporado esse componente inercial, fazendo com que se tivesse uma aceleração dos preços mais intensa. Portanto o governo já iniciou com o objetivo de combater esse processo inflacionário, anunciando o Plano Cruzado, um choque heterodoxo com a ideia de um congelamento geral de preços, salários e aluguéis. Plano colocado em prática em fevereiro de 1986, promovendo também uma reforma monetária, transformando mil Cruzeiros em um Cruzado e a proibição das cláusulas de indexação.

No entanto, segundo Eduardo Modiano (1995), o congelamento pegou os preços desalinhados, provocando uma série de distorções de abastecimento, maquiagem de produtos e o surgimento do ágio para corrigir esse desalinhamento. O Governo também não havia determinado o período que duraria o congelamento para zerar a inflação e acabar com a indexação, permanecendo por um período excessivo, provocando distorções expressivas em função do desalinhamento de preços.

Como impactos imediatos teve a maquiagem da inflação, com a freada da aceleração dos preços e uma explosão da demanda, pelos aumentos salariais que ocorreram no congelamento dos preços, devolvendo aos consumidores determinado poder de compra, além de preços defasados e da demanda reprimida da população, que estava sem poder de compra. Este aumento da demanda proporcionou um crescimento do PIB e uma recuperação da economia, sendo interessante o início do Governo em termos de desenvolvimento econômico.

Em termos de política fiscal obteve-se uma situação em que o Governo se via acumulando déficit público. Embora tenha aumentado o montante de arrecadação, os reajustes salariais, o excesso de funcionalismo público e de gastos correntes provocou uma acumulação de déficit público que contribuiu para a expansão da demanda agregada.

A política cambial de minidesvalorizações proporcionou um câmbio favorável para as exportações, mantendo-as em alta e as importações em baixa, equilibrando o BP, pelo menos no começo. Porém, além do congelamento de preços se congelou também a taxa de câmbio, e o Cruzado começou a acumular uma sobrevalorização que prejudicou o desempenho da BC, fazendo surgir o ágio no mercado paralelo de câmbio. Portanto, em função de todas as distorções que gerou o Plano acaba fracassando.

Em julho de 1986, ainda conforme Eduardo Modiano (1995), o Governo lança o Cruzadinho, tendo como objetivo central o esfriamento da demanda agregada, resultado de uma percepção do governo de que no contexto do congelamento de preços e de uma demanda aquecida, várias distorções de abastecimento acabam ocorrendo. Assim, o Cruzadinho teria a intenção de esfriar a demanda agregada, pois a inflação oficial registrada nos índices não corresponde à inflação real, correspondente aos índices mais os ágios. O problema era também ser um plano de congelamento que não realinhava os preços, continuando nessa nova edição implantada alguns meses depois as mesmas distorções que ocorriam no Plano Cruzado.

Em novembro o Governo lança o Plano Cruzado 2, tendo como objetivo o alinhamento dos preços de classe média e tentando corrigir algumas distorções. Também baseado no congelamento, portanto, como os anteriores, acaba não funcionando. Pois já havendo passado pelo mecanismo de congelamento por duas vezes, o Governo acabou perdendo sua credibilidade, tendo perdido completamente a eficácia no combate aos preços por este método. O que ocasionou um forte retorno do aumento nos preços.

Frente ao fracasso das três tentativas anteriores o Governo lançou o Plano Bresser em junho de 1987, comandado pelo então ministro da fazenda e levando seu nome. Plano que, segundo Eduardo Modiano (1995) incorporou os mesmos elementos heterodoxos do Plano Cruzado, incluindo o congelamento dos preços para tentar combater a inércia inflacionária, mas também elementos

ortodoxos com o objetivo de esfriar a demanda. Tendo medidas como o congelamento dos salários e dos preços por três meses e a criação da URP (Unidade de Referência de Preços).

O período determinado de tempo para o congelamento dos preços visava corrigir o anterior, em tempo indeterminado, porém ao término desse período os agentes econômicos acabavam aumentando os preços muito além do que deveriam para se defender do próximo período em que os preços deveriam permanecer congelados, para isso criou-se a URP que determinava o limite máximo para o reajuste que seria feito ao final do período. Entretanto, o próprio Governo acabava desrespeitando a URP, através de reajustes salariais que extrapolavam as taxas estabelecidas, conseqüentemente os agentes econômicos faziam os reajustes dos preços também mais elevados que o limite estabelecido, minando novamente a credibilidade do Governo e do Plano.

Em janeiro de 1989 o Governo lança o Plano Verão, mais um Plano heterodoxo visando combater a inflação inercial. Foi implantada uma nova reforma monetária, novamente cortaram-se os zeros e foi introduzido o Cruzado Novo, além de se reestabelecer novamente o congelamento de preços por tempo indeterminado, apesar dos fracassos antes ocorridos. O câmbio também, assim como no Plano Cruzado foi fixado em um Novo Cruzado por um Dólar por tempo indeterminado e se adotou uma política fiscal um tanto mais restritiva com o objetivo de esfriar a demanda. O problema era o mesmo, mas agora agravado, pois os agentes econômicos não respeitavam mais o congelamento, com isso o Brasil foi se aproximando do risco de hiperinflação. As taxas foram crescendo de forma desenfreada até o início dos anos 90, quando assumiu Fernando Collor.

#### **5.4 O Governo Collor**

Quando iniciou o Governo Collor, foi lançado o Plano Brasil Novo, conhecido como Plano Collor 1, que previa o confisco de poupança, fazendo um congelamento por 18 meses de todos os depósitos bancários acima de 50000,00 Novos Cruzados, que só poderia ser utilizado para o pagamento de taxas públicas e impostos, promovendo o confisco de liquidez. Se promoveu também uma nova reforma monetária onde os Novos Cruzados foram transformados em Cruzeiros à paridade de 1 por 1. Criou-se o IOF extraordinário e único, cobrado sobre artigos financeiros, transações em ouro e ações e retiradas de poupança em apenas uma

vez, promovendo um aumento temporário de arrecadação, que ocorreu somente num primeiro momento. Também envolveu congelamento de preços e salários por tempo determinado (45 dias) e eliminação de vários incentivos fiscais.

O ponto central do Plano, conforme Nilson Araújo de Souza (2007) era o congelamento dos depósitos e o confisco de liquidez, tendo como impacto imediato uma grande redução de liquidez e um esfriamento do consumo. Grande parte da população tinha dinheiro no sistema bancário, pois era uma maneira de os consumidores e agentes econômicos se protegerem de um processo de hiperinflação. Com o confisco de liquidez o país teve um grande esfriamento da demanda e uma queda no nível de atividade econômica, provocando um decréscimo do PIB. Em pouco tempo o Plano conteve os preços em função do próprio esfriamento da demanda e do confisco de liquidez.

Além do congelamento ainda houve uma crise de demanda, muitas empresas ficaram praticamente paralisadas, o que gerou baixo desempenho econômico em termos de crescimento. Dado o baixo desempenho da economia e a crise de crescimento que se instalou, em pouco tempo o Governo veio a fazer uma liberação aleatória dos ativos, onde o Governo liberava aleatoriamente para determinados segmentos da sociedade alguns desses ativos congelados até então.

Também durante o Governo Collor houve uma liberalização comercial e o início do processo de privatizações, processo de abertura com a exposição das empresas à competição internacional, o que se tornaria bem positivo e seria aproveitado inclusive para o combate à inflação, mais adiante, no Plano Real. Porém, inicialmente provocou um impacto negativo junto aos setores produtivos nacionais, pela exposição a um novo ambiente de concorrência em um momento de crise de demanda no país, provocada pelos efeitos do próprio Plano. Com o começo da liberação dos ativos congelados pelo Governo, o consumo aumentou consideravelmente, com isso os preços voltam a acelerar, retomando a inflação.

Em janeiro de 1991 o Governo lança o Plano Collor 2, o Plano Brasil Novo 2, que previa um congelamento de salários e a busca pela austeridade fiscal, com um processo de centralização dos gastos do governo. Porém, o desgaste do Governo e do próprio mecanismo de tratamento de choque, de congelamento e confisco de liquidez, provocaram uma retomada dos preços. Chegando ao ponto em que Collor teve de se afastar do Governo em outubro, em seguida anunciando sua renúncia, em dezembro, assumindo o então vice-presidente Itamar Franco, que

elevaria Fernando Henrique Cardoso a condição de ministro, comandando, então, o Plano Real.

## 5.5 O Plano Real

No Plano Real, durante o Governo Itamar e depois no Governo de FHC, o país alcançou efetivamente a estabilidade de preços. Em maio de 1993 o Plano entra em ação, passando anteriormente a implantação por um período de ajuste da economia, representado principalmente pelo ajuste fiscal no plano de ação imediata. Prevendo um corte substantivo de gastos, uma rigidez na arrecadação e um saneamento e controle dos bancos estatais estaduais e federais, a criação do IPMF, depois transformado no CPMF e a criação do fundo social de emergência que destinava 15% da receita livre de qualquer vinculação.

Essa preparação do Plano, na realidade um ajuste fiscal, foi extremamente importante para evitar o mesmo problema que ocorreu no início do Plano Cruzado, de uma demanda excessivamente aquecida que ajudava a realimentar os preços. Também ocorreu a implantação da URV (Unidade de Referência de Valor), utilizada como indexador geral da economia, os preços oficiais e salários foram convertidos para URV e o restante dos segmentos da economia aderiu a esse indexador como padrão. A URV também teria importância na correção dos erros, pois permitia um realinhamento dos preços e, permaneceu em ação durante os meses que precederam o Plano Real. (Clóvis Oliveira de Almeida, 1999).

Na prática a URV representava a unidade de conta da economia, os preços eram expressos em URV, mas as transações liquidadas na moeda corrente que eram os Cruzeiros Reais, portanto as funções da moeda eram divididas, a URV ficou como unidade de conta e os Cruzeiros Reais, a moeda propriamente dita, como o meio de troca. A inflação em Cruzeiros Reais continuou existindo, mas em URV os preços permaneceram estáveis.

Em 1º de julho de 1994 se colocava efetivamente em prática a reforma monetária, dando origem ao Real como moeda, uma URV equivalia a um Real que equivalia a um Dólar. O Governo também adotou um mecanismo adicional chamado de âncora monetária, segurando a inflação nos períodos seguintes. O país tinha então uma economia aberta, iniciada no processo de abertura do Governo anterior, com uma taxa de câmbio valorizada, pois manteve a política monetária fortemente

restritiva e com uma taxa de juros bastante elevada, proporcionando a atração de capital estrangeiro.

A modificação mais aparente foi a queda da inflação, pois ao contrário dos Planos anteriores que envolviam choques heterodoxos, a queda foi gradual até 1998 em que a taxa foi praticamente nula. Além da queda gradual da inflação tem-se um aumento da demanda e um ambiente de menor incerteza, que permitia uma ampliação bastante significativa do crédito. O consumidor brasileiro se mostrava relativamente insensível quanto à taxa de juros, tomando o crédito mesmo a taxas de juros elevadas, o que iria alavancar o consumo. (Fernando Antônio Ribeiro Soares, Maurício Barata de Paula Pinto, 2008).

Um problema era a natureza do capital ingressante, esse capital que sustentava o mecanismo de âncora cambial era um capital volátil, o chamado capital de risco, por isso, ao menor sinal de abalo ou de redução da taxa de juros, esse capital tende a sair rapidamente do país. Além disso, o déficit em TC estava sendo gerado para financiar consumo, ou seja, esse capital volátil ingressante estava financiando muito mais o consumo do que o investimento, embora a taxa de investimento nesse período fosse melhor do que no anterior. Ainda assim, a maior parte das importações era baseada em bens de consumo, já as importações de bens de capital eram em nível bem inferior.

Os testes mais fortes para o Plano começaram a partir de 1995, quando uma série de crises abalou a economia internacional, em especial a economia dos países emergentes. Em março ocorreu a crise mexicana, fazendo com que o Brasil tivesse uma saída bastante rápida quanto aos capitais voláteis, que foram em direção de mercados considerados mais seguros. (Clóvis Oliveira de Almeida, 1999).

Contudo, o Governo resistiu à desvalorização, pois até então não se sabia se o tempo pelo qual a estabilidade de preços vigorou era suficiente para que as expectativas inflacionárias fossem revertidas, acabando com a memória inflacionária e com a inércia presentes. Logo após, o Governo promoveu um aumento das taxas de juros para retomada da entrada de capitais, apesar de uma grande perda inicial de reservas de dólares, o país teve uma retomada dos investimentos externos, desse capital de risco e, com isso a situação se estabilizou.

Em julho de 1997 ocorreu a crise asiática, também havendo uma forte perda de reservas em função da rápida saída de capitais, a estratégia de elevação de juros foi repetida, a taxa SELIC chegou a 43% ao ano, além disso, o Governo

lançou um pacote fiscal de corte de despesas e elevação do IR. Estratégia novamente bem sucedida e a retomada do fluxo de capitais recuperava o nível de reservas que havia antes da crise asiática, porém o alívio durou pouco tempo, pois em meados de 1998 ocorria a crise russa que também trouxe uma perda muito acelerada de reservas. (Fernando Antônio Ribeiro Soares, Maurício Barata de Paula Pinto, 2008).

O problema da saída de capitais era a valorização do câmbio, o Governo continuava a não desvalorizar o câmbio, apesar de adotar o sistema de bandas de flutuação, que ainda assim restringia bastante o câmbio, mantendo o real valorizado, pois a âncora cambial ainda era um instrumento bastante importante para a manutenção da estabilidade de preços via concorrência. Além do problema da estabilidade fiscal que havia sido evitado durante a crise asiática foi aprofundado quando o país foi atingido pela crise russa, contribuindo para a formação da base para a nova política econômica brasileira, baseada na política monetária restritiva com controle de juros, regulando a inflação.

O comando do BC muda, assumindo Armínio Fraga, que iria permitir a flutuação do câmbio, com isso ocorre uma maxidesvalorização do Real no começo de 1999, decretando definitivamente o fim da âncora cambial que se baseava no câmbio valorizado e na facilidade que isto representava para as importações. Com a maxidesvalorização esse mecanismo de âncora para os preços desaparece e o Governo adota o sistema de metas de inflação, onde a taxa de juros é a principal variável manipulada pelo Governo para manter os preços.

Alguns ajustamentos foram feitos ao longo do Governo, o sucesso na estabilidade de preços foi acompanhado de uma série de fragilidades, como o desequilíbrio externo, ligado à âncora cambial, o aumento das importações e o fraco desempenho das exportações que geraram um endividamento externo que financiava o consumo, através da atração de capital volátil com a taxa de juros elevada. (Thaís Ortega Scaramuzzi, 2012)

Além disso, principalmente no segundo Governo houve a crise fiscal, um aumento da dívida pública como proporção do PIB, em função da manutenção das taxas de juros extremamente elevadas. No entanto, também foram aprofundadas algumas reformas que haviam sido iniciadas no Governo Collor, como o processo de privatizações, a consolidação da abertura comercial, o fim de monopólios estatais, a aprovação da lei de responsabilidades fiscais e o próprio ajuste fiscal que se tornou

um dos objetivos centrais do Governo. Ou seja, uma série de medidas que iriam delinear o destino, a condução da política econômica.

O Governo Lula se inicia num contexto de certo temor do mercado de que a estabilidade conquistada pudesse ser abandonada em nome de uma ideologia partidária que até então pregava, uma condução de política por parte do Governo que era bem diferente do que foi colocado em prática. Porém, antes mesmo de assumir, o mercado é tranquilizado com o discurso do próprio Lula junto aos líderes do partido e o processo de transição que seria feito já sinalizava que não iriam ocorrer mudanças radicais e, de fato, a condição de estabilidade é mantida, inclusive a manutenção do modelo de política econômica implantado anteriormente.

O principal norteador da política econômica continuou sendo a estabilidade monetária, representada pelo regime de metas e a manipulação da taxa de juros como principal instrumento de combate à inflação. Do ponto de vista fiscal, a política de geração de superávits primários é mantida, o Governo conta com elevado aumento da arrecadação nessa primeira fase, a carga tributária aumenta para mais de 1/3 do PIB, um dos grandes motivos de críticas no país por ser muito elevada, chegando ao dobro ou mais do que em outros países em desenvolvimento.

O crescimento econômico do Governo Lula teve um bom desempenho, muito em função do cenário internacional, além do crescimento econômico mundial, tem-se a elevação do preço das commodities, pois um elevado crescimento da China e de outros países em desenvolvimento geraram uma demanda crescente por alimentos no mundo, favorecendo o preço das commodities, base das exportações do Brasil, um grande exportador de produtos primários. O que trouxe um excelente desempenho das exportações, com saldos comerciais bastantes expressivos, acumulando-se com isso um volume de reservas internacionais sem precedentes e, ao longo dos anos com o desempenho do BP, uma apreciação cambial expressiva.

A média de crescimento econômico do Brasil era positiva quando comparada a fase anterior do próprio país, sendo puxada pelo crescimento da economia mundial. Entretanto quando comparada com o desempenho mundial e de outras economias em desenvolvimento, a taxa de crescimento da economia brasileira era medíocre. O crescimento econômico foi acompanhado de uma recuperação do nível de emprego, principalmente do nível de emprego formal e por uma taxa de investimento relativamente baixa.

Ainda no Governo Lula tem-se como um dos principais problemas a questão do aumento da dívida líquida do setor público, aumento que adveio do Governo FHC, quando a esterilização do fluxo elevado de capitais provocou uma expansão interna nos títulos da dívida pública, que acabou de certa maneira não tendo se modificado.

Essa atração de capitais externos, por uma taxa de juros muito elevada fez com que se tivesse uma pressão sobre os meios de pagamento e, com isso, o Governo tendo como foco central da política econômica a estabilidade monetária, lança títulos da dívida com a tentativa de manter a política monetária sob controle, provocando um processo de expansão da dívida pública como proporção do PIB. Essa forte entrada de capitais externos proporcionaria a quase quitação da dívida externa, apesar de ilusória, pois na realidade o que ocorreu foi uma transposição da dívida, provocando uma ampliação da dívida interna.

## 6 CONCLUSÃO

Este estudo foi realizado com base na evolução da economia brasileira desde o período do café e da industrialização até os dias atuais, analisando as políticas cambial, fiscal e monetária do Governo durante essas décadas e que efeitos tiveram e têm na economia atual do Brasil.

As tomadas de decisão se iniciam durante o período do café, em que os barões eram beneficiados pelo Governo com políticas de proteção para com as exportações, o que também vinha a beneficiar as indústrias. Porém logo após a crise do café e a grande depressão da década de 1930, a indústria torna-se mais independente do setor exportador e também é influenciada pelo processo de substituição de importações influenciado pelo Governo, tomando corpo alguns anos depois a partir da realização do Plano de Metas, onde se concretiza o processo de industrialização.

No entanto, o desenvolvimento da economia teve início principalmente após a implantação do PAEG que, apesar de atingir parcialmente seus objetivos, foi a base para o período do “milagre” econômico, em que o país conseguiu estabilizar a economia e atingir o crescimento econômico desejado. Através da arrecadação tributária pela geração de impostos, do controle monetário com a utilização das taxas de juros, promovendo um processo de concentração bancária com vistas a aumentar a eficiência do setor. Através de subsídios, principalmente aos agricultores e a facilidade de financiamento para modernização e infraestrutura, o que também aumentou as exportações.

O controle da inflação pela política de contenção dos custos e o surgimento da forma não inflacionária de financiar o déficit público através da colocação de títulos no mercado, importante no momento em que o governo se empenhava em estimular a demanda, em investir e retomar os investimentos, em especial o investimento público. O crescimento também foi liderado pela indústria de bens de consumo duráveis, ligada ao aumento do crédito e a concentração da renda.

Ou seja, o primeiro momento em que o Brasil teve bons resultados, na adoção das políticas econômicas essenciais para que o desenvolvimento viesse a ocorrer. Utilizando-se da política fiscal para aumentar a arrecadação e da monetária

para o controle dos preços e da concentração bancária. Assim, conseguindo a estabilização e o crescimento econômico necessários.

A partir daí o Brasil passou por alguns períodos conturbados, iniciando-se pelo choque do petróleo, onde se começaram os problemas principalmente com relação à inflação que, entre fins dos anos 80 e início dos anos 90 teve várias políticas para seu controle sem sucesso. Políticas adotadas sucessivamente sem o resultado desejado, como o congelamento que, poderia até ter um bom resultado durante o começo, mas após a inflação voltava com mais força. Desde o Plano Cruzado até o Plano Collor II. Até que o presidente se afasta e então, assume Itamar Franco, que inicia o Plano Real com FHC.

Plano, que aos poucos introduzido conseguiu controlar os preços através de um câmbio inicialmente fixo e uma alta taxa de juros, controlando a economia, além de uma alta carga tributária, atraindo investimentos estrangeiros que ao invés de serem utilizados para o investimento público, eram utilizados a serviço da dívida. Momento em que o Brasil estabilizou novamente, porém também se agravou um dos maiores problemas enfrentados pela economia brasileira que é a dívida interna.

Distinguindo em dois tipos de déficit, o déficit primário, que representa todas as despesas do governo, exceto os pagamentos de juros e, o déficit operacional, que compreende todos os gastos do governo, incluindo os juros reais pagos sobre a dívida pública, menos a receita. A distinção entre os dois componentes demonstra o papel da dívida pública e dos juros no orçamento. O orçamento total estará em déficit a menos que os pagamentos de juros sobre a dívida sejam mais do que compensados por um superávit primário. Se houver um déficit primário no orçamento, então o déficit orçamentário total permanecerá crescendo. Portanto, a dívida cresce e, conseqüentemente, os pagamentos de juros.

A diminuição da razão dívida/PIB depende do crescimento do PIB, do superávit primário, da diminuição de taxa de juros e da valorização cambial. Diminuindo, então, a razão dívida/PIB e a necessidade de financiamento do déficit público, tendo como consequência a diminuição da taxa de juros. Para ter que então aumentar a produção interna, o superávit primário e ajustar o câmbio.

A razão principal para a baixa produtividade é o fato de nossa economia ser uma das mais fechadas do mundo, tendo uma das menores participações da corrente de comércio no PIB. O que nos priva de importações que poderiam aumentar a produtividade e cria monopólios e oligopólios domésticos que não

fornece aumentos de produtividade, uma vez que não há inovação sem competição. O elevado protecionismo atual vai em direção contrária em relação ao que o país precisa para aumentar sua produtividade, que é integrar-se de forma competitiva aos fluxos internacionais de comércio (Edmar Bacha, 2012).

O crescimento econômico, conforme o referido autor, depende dos investimentos, da eficiência dos gastos públicos, do controle das contas externas, da produtividade, da infraestrutura e da educação. Essas são as bases para o desenvolvimento e crescimento econômico das nações.

Porém, este crescimento só ocorrerá se resolvido o problema com relação ao crescimento dos gastos públicos que ocorrem desde o começo dos anos 90 e, atualmente, quase o dobro com relação ao PIB do que na época. Apesar de a arrecadação da carga tributária também ter aumentado praticamente no mesmo nível, o crescimento dos investimentos é praticamente nulo. Ou seja, o governo arrecada mais, gasta mais, mas isso não tem retorno sobre os investimentos, tendo como uma das consequências o pífio desenvolvimento da infraestrutura.

Além de problemas com relação à evolução na infraestrutura do país, a grande maioria dos países em que as economias tornaram-se desenvolvidas apresentam elevados percentuais de jovens com ensino superior completo, o Brasil, por sua vez apresenta índices bem abaixo do ideal, assim como no ensino médio. Porém o maior problema não está no total gasto pelo governo com educação, que comparado aos países desenvolvidos, os gastos com relação ao PIB em educação são maiores no Brasil do que nesses países, o problema é a má administração ou a falta de capacidade das pessoas e órgãos responsáveis por esses gastos. Para tanto podemos citar Barack Obama: “O futuro pertence à nação que melhor educa seus cidadãos”.

Como solução dos referidos problemas, o Brasil teria que passar por uma reforma, pela reorganização dos poderes executivos. Reforma que produzisse eficiência no setor público, essencial para o crescimento e o aumento do bem estar da sociedade. O aumento da eficiência significa melhorar a qualidade dos serviços, reduzindo os custos. A redução de custos libera recursos para que o Estado retome sua capacidade de investimento.

Ou seja, o aumento da taxa de crescimento do produto potencial brasileiro depende de uma reforma que torne o Estado eficiente na provisão de educação,

saúde, transporte e segurança pública, liberando recursos para aumentar os investimentos públicos.

Para concluir, será citada uma passagem do livro *Complacência* de Fabio Giambiagi e Alexandre Schwartzman (2013, p162), citando a filósofa e escritora russa Ayn Rand, podemos ter uma boa noção de como as coisas estão funcionando por aqui:

“quando você perceber que, para produzir, precisa obter a autorização de quem não produz nada; quando comprovar que o dinheiro flui para quem negocia não com bens, mas com favores; quando perceber que muitos ficam ricos pela influência, mais que pelo trabalho; e que as leis não nos protegem deles, mas, pelo contrário, são eles que estão protegidos por você; quando perceber que a honestidade se converte em sacrifício, então poderá afirmar, sem receio de errar, que sua sociedade está condenada”.

Esta frase parece ter sido escrita especificamente para a situação que vem ocorrendo no Brasil, apesar de um tanto forte. Será que podemos afirmar que a nossa sociedade está condenada, ou podemos condenar os responsáveis por esta situação?

## 7 BIBLIOGRAFIA

- ALBUQUERQUE, Christiane Rocha. **Taxas de câmbio e inflação no Brasil: um estudo econométrico**. UFRGS programa de pós-graduação em economia. 2005.
- ALMEIDA, Clóvis Oliveira de; BACHA, Carlos José Caetano. **Evolução da política cambial e da taxa de câmbio no Brasil, 1961-97**. PESQUISA & DÉBATE, volume 10, número 2 (16), 5-29, 1999.
- ARAÚJO, Eliane Cristina de. **Nível do câmbio e crescimento econômico: teorias e evidências para países em desenvolvimento e emergentes**. Rev. econ. contemp. vol.14 no.3 Rio de Janeiro set./dez. 2010
- ARAÚJO, Eliane Cristina de. **Nível do câmbio e crescimento econômico: teorias e evidências para países em desenvolvimento e emergentes - 1980 - 2007**. Brasília: Ipea, 2009.
- ARAÚJO, Taiana Fortunato; OLIVEIRA, Alessandra Coelho de; RESENDE, Marco Flávio da Cunha; MORO, Sueli. **Déficits gêmeos e taxa de câmbio real**. Rev. econ. contemp. vol.13 no.1 Rio de Janeiro jan./abr. 2009.
- BACHA, Edmar. **Protecionismo é ruim para o crescimento**. Revista Conjuntura Econômica, vol. 4, nº 12. 2012.
- BALASSA, B. **Development Strategies in Semi-Industrialized Economies**. New York, NY: Oxford University Press. 1982
- BALASSA, B. **Export and economic Growth: further evidence**. Journal of development Economics, n. 5, p. 181-189, 1978.
- BARBOSA, Fernando de Holanda. **Regime de política econômica e crescimento sustentável no Brasil**. 2013.
- BAUMANN, R., CANUTO, O., GONÇALVES, R., **Economia Internacional: Teoria e Experiência Brasileira**. Rio de Janeiro, Ed. Campus, 2004.
- BHADURI, A.; MARGLIN, S. A. **Unemployment and the real wages: the economic basis for contesting political ideologies**. In: Cambridge Journal of Economics, n. 14, dez. 1990.
- BLANCHARD, O. J., FISCHER, S., **Lectures on macroeconomics**. Cambridge, The MIT Press, 1989.
- BRESSER-PEREIRA, L. C. **Exchange rate, fix, float or manage it?** Preface to Mathias Vernengo, Ed. In: Financial Integration or Dollarization: No Panacea. Cheltenham: Edward Elgar, 2004a.
- BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos. **A taxa de câmbio no centro da teoria do desenvolvimento**. São Paulo: Fgv, 2011.
- BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos. **Macroeconomia da estagnação: crítica da ortodoxia convencional no Brasil pós-1994**. São Paulo: Editora 34, 2007.
- CAGAN, P., **The monetary dynamics of hiperinflation**. In: Friedman, M. Studies in the quantity theory of money. Chicago: The University of Chicago Press, 1956.
- CAJUEIRO, D., SOUZA, S., TABAK, B., **Investigação da memória de longo prazo na taxa de câmbio no Brasil**. Rio de Janeiro, Revista Brasileira de Economia, vol. 60 n.2 abril/junho 2006.
- CARAMAZZA e JAHANGIR. **Fixed or Flexible? Getting the Exchange Rate Right in the 1990s**. 1998
- CORREA, André Luiz. **Taxa de câmbio e preços de exportação no Brasil: avaliação empírica dos coeficientes de pass-through setoriais**. 2012.
- CUIABANO, Simone Maciel. **Determinação da taxa de câmbio: aplicação do modelo de Cagan para o Brasil**. 2007.

- DEAN, Warren. **A industrialização de São Paulo (1980-2004)**. São Paulo, Difel/Edusp. 1971
- DOLLAR, D. **Outward-oriented developing economies really do grow more rapidly**: evidence from 95 LDCs, 1976-1985. *Economic Development and Cultural Change*, v. 40, p. 523-544, 1992.
- EDWARDS e KHAN, 1985. **Interest Rate Determination in Developing Countries: A Conceptual Framework**. National Bureau of Economic research.
- FISHER, I. **The Theory of Interest**, Macmillan, New York. 1930
- FLEMING, J. M., **Domestic Financial Policies under Fixed and under Floating Exchange Rates**. IMF Staff Papers 9, 1962.
- FRANKEL, J. A. e OKONGWU, C. (1995). **Liberalized portfolio capital inflows in emerging markets: sterilization, expectations and the incompleteness of interest rate convergence**, in: NBER Working Paper 5156.
- FRANKEL, J. e GOLDSTEIN, M. (1986). **A Guide to Target Zones**. IMF StaffPapers, 33.
- FRENKEL, R. **Real exchange rate and employment in Argentina, Brazil, Chile and Mexico, Cedes, Buenos Aires, paper presented to the G24**, 2004.
- FROOT, K. & THALER, R. **Anomalies in Foreign Exchange Rates**, in: *Journal of Economic Perspectives*, Vol.4 n.3, 1990.
- FURTADO, Celso. **Formação econômica do Brasil**. São Paulo. Companhia Editora Nacional, 1963.
- GAGNON e IHRIG. **Monetary Policy and exchange rate Pass-through**. <http://www.federalreserve.gov/pubs/ifdp/2001/704/ifdp704r.pdf>. 2004
- GALA, P. **Dois padrões de política cambial**: América Latina e Sudeste Asiático. *Economia e Sociedade*, Campinas, v. 16, n. 1 (29), p. 65-91, 2007b.
- GARCIA, M.G.P. and T. Didier (2001) **“Very high interest rates and the cousin risks: Brazil during the Real plan”**, Texto para Discussão No. 441, Department of Economics, Pontifical Catholic University of Rio de Janeiro.
- GIAMBIAGI, Fabio; SCHWARTSMAN, Alexandre. **Complacência**. RIO DE JANEIRO. 2013
- HOLLAND, M. & Pereira, P. L. V. **‘Taxa de câmbio real e paridade de poder de compra no Brasil’**, *Revista Brasileira de Economia*(1999), 53, 259–285.
- IPEA. Ipeadata. Disponível em: <[www.ipeadata.gov.br](http://www.ipeadata.gov.br)>. Acesso em: 14 out. 2012.
- José Luis Oreiro, Lionello Punzo, Eliane Araújo e Gabriel Squeff, **Taxa real de câmbio, desalinhamento cambial e crescimento econômico no Brasil (1994-2007)**. *Revista de Economia Política*, vol. 31, nº 4 (124), pp. 551-562, outubro-dezembro/2011.
- KANNEBLEY, S. **Paridade do poder de compra no Brasil – 1968 a 1994’**, *Estudos Economicos de São Paulo*. (2003), 33, 735–769.
- KEYNES, J. M. **The General Theory and After: Defence and Development**. Londres. 1983
- LANZANA, Antonio Evaristo Teixeira; LOPES, Luiz Martins. **Economia Brasileira: da estabilização ao crescimento**. São Paulo: Atlas, 2009.
- LIBSEY, Richard. **Publication: New York : Harper & Row Pub**. XVI, 548, [50] p. : , Vol. 1 of *Economics* by Richard G. Lipsey. Contains the chapters dealing with macroeconomics of the authors' *Economics*, 6th ed., published in 1988.
- LIU, John. **Diferencial de Juros e Taxa de Câmbio – um Estudo Empírico sobre o Brasil pós-Plano Real**. Fundação Getúlio Vargas, São Paulo. 2007.
- LUZ, R. **Relações econômicas internacionais**. São Paulo, Vd. Campus e Elsevier. 2005.

- MARCAL, E. F.; HOLLAND, M. **Taxa de câmbio, rentabilidade e quantum exportado: existe alguma relação afinal?** Evidências para o Brasil. Taxa de Câmbio no Brasil. São Paulo. 2011
- MARQUES, André M. **Investigando a hipótese da paridade do poder de compra: um enfoque não linear.** Rev. econ. contemp. vol.15 nº.2 Rio de Janeiro maio/ago. 2011.
- MELLO, João Manoel Cardoso de. **O capitalismo tardio.** São Paulo, Brasiliense, 1982. Tese de doutoramento.: Campinas, Unicamp, Instituto de Filosofia e Ciências Humanas, Departamento de Economia e Planejamento Econômico. 1975
- MODENESI, A. M. **Regimes monetários: teoria e experiência do Real.** Barueri: Manole, 2005.
- MOURA, M., LIMA, A., **Empirical Exchange Rate Models Fit: Evidence from the Brazilian Economy.** IBMEC Working Paper nº 39, IBMEC, abril de 2007.
- MUINHOS, M., ALVES, S., RIELLA, G., **Modelo Macroeconômico com Setor Externo: Endogeneização do Prêmio de Risco e do Câmbio.** Pesquisa e Planejamento Econômico, v.33, abril de 2003.
- MUINHOS, M., FREITAS, P., ARAÚJO, F., **Uncovered Interest Parity with Fundamentals: a Brazilian Exchange Rate Forecast Model.** Working Paper Series nº19, Banco Central do Brasil, maio de 2001.
- MUNDELL, R. A., **Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates.** Canadian Journal of Economics and Political Science, vol. 9, novembro, 1963.
- NAKABASHI, Luciano; CRUZ, Marcio José Vargas da; SCATOLIN, Fábio Dória. **Efeitos do câmbio e juros sobre as exportações da indústria brasileira.** Rev. econ. contemp. v.12 n.3 Rio de Janeiro set./dez. 2008
- NAKANO, Yoshiaki. **A Política Econômica de Dilma Rousseff,** 2002.
- NICOL, Robert C. **"A agricultura e a industrialização no Brasil"**. Tese de doutoramento. São Paulo, USP, Faculdade de Filosofia e Ciências Humanas, Departamento de Ciências Sociais. 1974
- OBSTFELD, M., ROGOFF, K. **Foundations of International Macroeconomics.** Cambridge, The MIT Press, 1996, Capítulo 8. p. 97-112, 1976.
- P. Miguel, P. **Paridade de Juros, fluxo de capitais e eficiência do mercado de câmbio no Brasil: evidência dos anos 90.** Dissertação de mestrado, FEA-USP, 1999.
- PALAIA, Márcio Holland. **Taxa de câmbio e paridade de poder de compra no Brasil: Análise econométrica com quebra estrutural.** Economia Aplicada, v. 14, n. 1, 2010, pp. 5-24(2008).
- PASTORE, A. C., BLUM, B. S. & PINNOTTI, M. C. **'Paridade do poder de compra, câmbio real e saldos comerciais'**, Revista Brasileira de Economia. (1998),
- PASTORE, A. C.; PINOTTI, M. C. **Câmbio flutuante, inflação e crescimento econômico.** In: REIS VELLOSO, J. P. A crise mundial e a nova agenda de crescimento. Rio de Janeiro: José Olympio, 1999.
- PASTORE, A.C. **"Câmbio real e crescimento econômico"**, Estado de São Paulo, 28.02.2010, p. B5.
- REINHART, C. M. e ROGOFF, K. S. **The Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation,** In: The Quarterly Journal of Economics, vol. CXIX, Feb 2004, 1-48. 2004

- RESENDE, Marco Flávio da Cunha; TOLENTINO, Rodrigo Andrade. **Diferenciais de produtividade e taxa de câmbio real nas economias desenvolvidas e em desenvolvimento**. Rev. econ. contemp. v.12 n.3 Rio de Janeiro set./dez. 2008.
- ROMANATTO, Eduiges; PORCILE, Gabriel; CURADO, Marcelo. **Produtividade, salários e taxa de câmbio: uma análise da experiência brasileira nos anos 1990**. Rev. econ. contemp. v.12 n.3 Rio de Janeiro set./dez. 2008.
- ROMER. **Openness and inflation: Theory and evidence**. The Quartely Journal of economics. 1993
- SACHS, J. D. **External Debt and Macroeconomics performance in Latin América and East Asia**. Brookings Papers an Economic Activity, n. 2, p. 523-64, 1985.
- SANT'ANNA, J.P.F.P., **Estudo da Flutuabilidade do Câmbio Brasileiro**. Dissertação apresentada ao Programa de Pós-graduação em Economia da PUC-Rio, Rio de Janeiro, 2003.
- SARNO, L.; TAYLOR, M.P. "**Purchasing Power Parity and the Real Exchange Rate**", IMF Staff Papers, 49(1): 65-105, 2002.
- SCARAMUZZI, Thaís Ortega. **A taxa de câmbio como ferramenta do desenvolvimento econômico**. Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis. 2012.
- SCHWARTSMAN, Alexandre. **A crise cambial e o ajuste fiscal**. Revista de Economia Política, 19(1): 5-29, janeiro-março. 1999
- SERAFINI, Danilo Guedine; SHENG, Hsia Hua. **O uso de derivativos da taxa de câmbio e o valor de mercado das empresas brasileiras listadas na Bovespa**. Rev. adm. contemp. vol.15 no.2 Curitiba mar./abr. 2011.
- SILVA, A. M. da. **Bases da política de minidesvalorizações**. Estudos Econômicos, v. 6, n. 1, 1976.
- SOARES, Fernando Antônio Ribeiro; PINTO, Maurício Barata de Paula. **Desequilíbrios cambiais e os fundamentos econômicos: uma análise do Plano Real**. Rev. econ. contemp. v.12 n.1 Rio de Janeiro 2008.
- SOUZA. **A inflexão do governo Lula: política econômica, crescimento e distribuição de renda**. (2010).
- TAVARES, Maria da Conceição. (1974). "**Auge e declínio do processo de substituição de importações no Brasil**", in Tavares Da substituição de importações ao capitalismo financeiro. Rio de Janeiro, Zahar. 1972.
- TEJADA, César A. O.; SILVA, Agnaldo Gomes da. **O pass-through das variações da taxa de câmbio para os preços dos principais produtos exportados pelo Brasil**. Rev. Econ. Sociol. Rural vol.46 no.1 Brasília Jan./Mar. 2008.
- VALLE, Dafne. **A correção monetária: convívio pacífico com a inflação**. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro. Departamento de Economia. Monografia de final de curso. (2013).
- WILLIAMSON, J. **Exchange rate policy and development, presented in Initiative for Policy Dialogue Task Force on Macroeconomics**. Columbia: Nova York, 2003.
- WYPLOSZ, Charles. "**Towards a More Perfect EMU**", Moneda y Credito 208, pages 221 52. (1998).
- ZINI Jr., A. A. **A taxa de câmbio e política cambial no Brasil**. São Paulo: EDUSP, Editora da Universidade de São Paulo, 1993.
- MARCELO D.A.; DIONÍSIO D.; CARNEIRO G.H.B; FRANCO W.F.; LUIZ A.C.L; EDUARDO M.M.; LUIZ O.; DEMOSTHENES M.P.N.; ANDRÉ L.R.; ANTONIO C.S.; SERGIO B.V.; **A Ordem do Progresso**. 1995.
- NILSON A.S.; **Economia Brasileira Contemporânea**. 2007.