

## **Os efeitos do câmbio no crescimento da economia brasileira**

### **RESUMO**

Apesar da melhora nas contas externas e da expansão da economia brasileira nos últimos anos seria um erro concluir que essa restrição deixou de ser relevante na determinação da taxa de crescimento da economia em um prazo mais longo de tempo. A manutenção do real valorizado por um período considerável de tempo está levando à deterioração de outros indicadores externos que podem prejudicar o crescimento da economia. Ou seja, os gestores de política econômica precisam estar atentos para que o crescimento econômico não traga consigo suas próprias amarras. Desse modo, o presente artigo busca analisar as consequências desse processo sobre algumas variáveis relevantes que podem afetar o dinamismo da economia brasileira em prazos mais longo de tempo.

**Palavras-chave: restrição externa; crescimento econômico; taxa de câmbio.**

### **ABSTRACT**

Although the improvement accomplished in the external accounts and the Brazilian economic growth in recent years, it would be incorrect to conclude that the external restriction is not important to determine the economic growth rate in longer periods of time. The maintenance of the Brazilian exchange rate overvaluation for a considerable period of time is leading to a weakening of other external indicators in a way that it is going to damage its own economic growth. That is, the policy makers need to be aware of the fact that the economic growth current path is not sustainable in the medium term. Therefore, the present article explores the consequences of this process on some important variables that can affect the Brazilian economic dynamism in longer periods of time.

**Key-words: external restriction; economic growth; exchange rate.**

**JEL: E58; E65; F43; O24; O54.**

---

\* Professores do Departamento de Economia da UFPR

## 1. INTRODUÇÃO

A economia brasileira apresentou uma taxa acumulada trienal de crescimento igual a 13,1% entre 2005-07. Considerando o período mais recente, pós “redemocratização”, resultado como este ocorreu uma vez na década de 80 (1984-86 = 22,5%) e uma vez na década de 90 (1993-95 = 15,7%). Em ambos os casos, os ciclos duraram pouco e culminaram, por motivos diversos, em recessões.

O ciclo de crescimento econômico brasileiro atual é menor que os anteriores e seu dinamismo, diferente. A expansão atual deve-se ao crescimento do crédito ao consumo e ao crescimento das exportações, configurando assim um ciclo expansionista puxado pela demanda interna e externa, com melhora das contas externas.

A questão relevante é se o crescimento irá se manter nos próximos anos. Para que o crescimento se mantenha, é necessário que os impulsos da expansão do crédito e do setor exportador continuem ou que outros determinantes surjam em substituição a estas duas fontes de crescimento. Tendo em vista a inflexão do setor externo observada desde meados de 2007, com o ressurgimento de déficits em transações correntes, é bem possível que ele não se constitua mais num estímulo ao crescimento, mas num entrave.

O entrave externo, em processo de consolidação, pode ser observado pelo comportamento das exportações e importações. O saldo positivo na Balança Comercial de US\$ 40 bilhões, em 2007, só foi possível em função do bom desempenho da economia internacional, que manteve preços e volumes em alta, compensando o câmbio valorizado.

Mas em que pese o superávit de 2007, devemos reconhecer que desde 2005 vem ocorrendo uma queda na taxa de crescimento das exportações concomitantemente ao crescimento das taxas de importações. Como consequência, o saldo da balança comercial, em 2007, foi menor do que os saldos alcançados nos anos anteriores (2005 e 2006) e nos meses de janeiro e fevereiro de 2008 as transações correntes acumulam um déficit de US\$ 6,322 bilhões<sup>†</sup>.

O perigo para o setor externo brasileiro é que a conjuntura internacional é exógena e independe da política macroeconômica interna. Os episódios recentes da crise financeira americana e seus reflexos nas demais economias industrializadas apontam para uma desaceleração do crescimento mundial. A extensão desta desaceleração ainda não é conhecida, assim como não se conhecia a dimensão exata da crise financeira deflagrada em agosto de 2007, cujos impactos no setor real começam ser sentidos somente agora.

Os principais mercados brasileiros no exterior estão desacelerando ao mesmo tempo em que, internamente, o câmbio continua sua trajetória de apreciação. Ou seja, estamos entrando novamente na contramão de qualquer esforço de crescimento econômico com auxílio das exportações e, também, das políticas cambiais competitivas dos demais países. Sem uma política cambial pró-exportação, a restrição externa se constituirá num obstáculo ao crescimento da economia brasileira e o governo não poderá mais se esquivar do problema do câmbio valorizado, como tem feito, ao se aproveitar da onda de crescimento mundial.

O objetivo do presente artigo é justamente mostrar que a estratégia (ou falta de) macroeconômica de crescimento adotada pelos gestores de política econômica não é sustentável em um prazo mais longo de tempo, pois o cenário futuro do setor externo é duplamente desfavorável:

---

<sup>†</sup> Fonte: Relatório Mensal do Banco Central do Brasil.

desaceleração ou recessão econômica aliada à existência de competição cambial. Assim, a política cambial brasileira não poderá seguir seu curso atual, sem causar grandes danos à indústria local, ao equilíbrio das contas externas e, conseqüentemente, ao crescimento da economia como um todo.

A ocorrência de déficits sistemáticos em conta corrente trará de volta uma vulnerabilidade eliminada ao longo dos últimos três anos. O país ficará refém novamente dos fluxos financeiros de capitais, especialmente os de estrutura especulativa. Isto certamente pressionará os juros para cima, recriando o instável ambiente macroeconômico com vulnerabilidade externa.

A história recente da economia brasileira já mostrou que a dependência da entrada de recursos externos voláteis tem sido um dos principais entraves ao seu crescimento. Uma das condições necessárias para sustentar o crescimento, no médio prazo, é a manutenção de um superávit na balança comercial em um nível que não gere crescimento com dependência de poupança externa.

Outro ponto relevante é que o câmbio apreciado por um período longo de tempo afeta a pauta de exportação e a estrutura produtiva da economia de modo a prejudicar seu crescimento no longo prazo.

Neste artigo procuramos ressaltar a importância do câmbio sobre variáveis reais (produção, emprego e crescimento) e monetárias (taxa interna de juros) tendo em vista as especificidades do atual ciclo de expansão da economia brasileira, baseado em estímulos vindos do lado da demanda efetiva.

Além da presente introdução, o artigo se encontra dividido em mais duas seções: na segunda seção será feita uma breve apresentação das teorias relevantes sobre crescimento com restrição externa e da estrutura produtiva no crescimento, além da apresentação de alguns resultados empíricos de outros estudos; na terceira seção será feita a análise empírica do problema cambial brasileiro e como ele poderá se tornar um obstáculo ao crescimento sustentado; por fim, na quarta e última seção, são apresentadas as conclusões.

## 2. REVISÃO DAS TEORIAS RELEVANTES E ALGUNS RESULTADOS

### 2.1 – CRESCIMENTO ECONÔMICO E A RESTRIÇÃO EXTERNA

A relação entre crescimento econômico e dívida externa tem como base teórica a abordagem pós-keynesiana que enfatiza o papel da demanda através da utilização do modelo desenvolvido por THIRLWALL (1979)<sup>‡</sup>, em que as restrições externas ao crescimento possuem um papel fundamental neste processo. Nesse modelo, as elasticidades renda das importações e das exportações são elementos chaves para um bom desempenho econômico de longo prazo (MCCOMBIE e ROBERTS, 2002).

---

<sup>‡</sup> No modelo de Thirlwall, e no caso da constância dos preços internos e externos, a renda de equilíbrio da economia é igual à  $y^{eq} = \frac{\epsilon}{\pi} y^*$ , onde  $\epsilon$  é elasticidade renda das exportações,  $\pi$  é a elasticidade renda das importações e  $y^*$  é o nível de renda do resto do mundo. A limitação de um processo de crescimento puxado pela demanda interna decorre do fato de que, na equação acima, as elasticidades são conseqüência do padrão tecnológico vigente e de que a renda internacional é exógena. Os componentes da demanda efetiva desaparecem quando se impõe o equilíbrio na balança de pagamentos. Ao se permitir variar preços internos e externos, o câmbio poderá atuar favoravelmente, quando desvalorizado, compensando o efeito das elasticidades.

Posteriormente, o modelo foi estendido por THIRLWALL e HUSSAIN (1982) para incluir fluxos de capital. MORENO-BRID (1998) traz avanços adicionais ao introduzir uma restrição que limita o crescimento do déficit em conta corrente como proporção da renda doméstica. O país tem que manter certa proporção entre déficit externo e nível de renda de modo a obter um crescimento sustentável no longo prazo. MCCOMBIE e THIRLWALL (1997) fazem avanços similares no sentido de introduzir uma restrição para que a razão entre os déficits comerciais e a renda seja constante.

No entanto, BARBOSA-FILHO (2002) mostra que esta condição não é suficiente para impedir uma elevação da dívida externa em níveis que não sejam sustentáveis, pois mesmo com uma razão constante entre déficit em conta corrente e renda doméstica, a trajetória do crescimento da dívida pode chegar a níveis que geram crises de confiança de modo a tornar insustentável o padrão atual de crescimento. O autor inclui na análise, de forma explícita, o pagamento de juros e a dinâmica da dívida externa para contornar o problema.

Todas estas versões do modelo original de THIRLWALL (1979) preservam sua idéia central, ou seja, que a taxa de crescimento do produto no longo prazo precisa respeitar a restrição do balanço de pagamentos, pois ele limita o crescimento da demanda à qual a oferta poderá atender. Em algum momento da trajetória de crescimento a restrição externa se fará sentir, impondo ajustes ou limitando o nível de renda possível de ser alcançado.

De fato, existem boas razões para que se acredite na validade da suposição de que o desempenho das importações e exportações possa ter um papel crucial no crescimento de uma determinada economia por, pelo menos, três motivos: 1) os efeitos contracionistas sobre os setores diretamente afetados pelo aumento das importações e/ou queda das exportações; 2) nenhum país pode crescer mais rápido que a taxa de crescimento com equilíbrio no BP, pelo menos no longo prazo, pois um déficit crescente na conta corrente financiado através da conta capital aumentaria o risco de desvalorizações cambiais até o ponto em que não valeria mais a pena investir em tal região ou país e, desse modo, ele teria que se ajustar à nova situação através de medidas recessivas, sejam elas espontâneas ou forçadas; e 3) um déficit crescente em conta corrente levaria o país ou região a praticar taxas de juros mais elevadas para atrair fluxos de capital, estimulando a valorização financeira do capital em prejuízo do crescimento real da economia.

A essência do modelo é que o país deve manter o saldo do BP em equilíbrio, no longo prazo, pois um país não pode se endividar continuamente sem nunca ter que pagar sua dívida<sup>§</sup>. Como o montante de importações depende da demanda do país que, por sua vez, é uma função da renda doméstica, caso o país tenha um déficit na balança comercial chegará um momento em que ele deverá reduzir seu crescimento, elevar o montante de bens e serviços exportados para inverter o déficit ou reduzir a elasticidade renda das importações para pagar a dívida existente.

Como se observa em alguns países do sudeste asiático, uma elevada taxa de crescimento da demanda é seguida de um incremento no montante das importações de forma quase proporcional. Ou seja, de acordo com a teoria apresentada, para que determinado país possa almejar elevadas taxas de crescimento por um razoável período de tempo, é indispensável manter as contas externas em equilíbrio para que elas não se tornem uma restrição ao próprio crescimento.

---

<sup>§</sup> Na verdade, um país até pode se endividar continuamente sem nunca ter que pagar a dívida acumulada, mas essa situação só é sustentável caso haja um crescimento da economia de modo a não elevar a relação dívida/PIB além de um determinado limite.

As várias vertentes do modelo já foram testadas inúmeras vezes, inclusive para o caso brasileiro. BÉRTOLA ET AL. (2002) fazem uso do modelo mais simples e encontram uma relação de longo prazo entre o desempenho do PIB brasileiro, termos de troca e o crescimento da renda mundial, no período 1890-1973, favorecendo a Lei de Thirlwall. Na análise do período 1955-1998, JAYME JR. (2001), utilizando o método de co-integração em séries temporais, encontra que há co-integração entre o crescimento das exportações e o crescimento econômico, o que indica a validade do modelo de Thirlwall. NAKABASHI (2007) aponta que, apesar da relevância do modelo para explicar o crescimento da economia brasileira, é preciso lembrar que as elasticidades variam e fazem parte do ajuste da economia..

PORCILE ET AL. (2003) e BARBOSA-FILHO (2004), por outro lado, empregam o modelo de Thirlwall para analisar questões de curto prazo. Os primeiros combinam o modelo de Thirlwall com o conceito minskyano de fragilidade financeira adaptado para uma economia aberta para analisar a conjuntura econômica latino-americana, enquanto o segundo tem como objetivo estudar o *trade-off* entre crescimento e taxa de câmbio. Seus resultados indicam que, no caso de se desejar elevar a taxa de crescimento da renda da economia brasileira em 1%, seria necessária uma desvalorização cambial de 7% para se manter constante a razão saldo da balança comercial/PIB. Suas conclusões são de que a elasticidade-renda das importações do Brasil é muito elevada e as elasticidades-preço das importações e exportações baixas, prejudicando o alcance de um elevado crescimento sustentável da economia.

## 2.2 – APRECIACÃO CAMBIAL, ESTRUTURA PRODUTIVA E CRESCIMENTO ECONÔMICO

A apreciação cambial por um longo período também é fundamental na determinação do crescimento, principalmente no de longo prazo, na medida em que leva a uma mudança na pauta de exportação e na estrutura produtiva da economia.

De acordo com os dados apresentados na análise empírica, como será visto posteriormente, a apreciação cambial está levando a mudança a estrutura industrial brasileira. Essas mudanças são relevantes, pois alteram a estrutura do segmento mais dinâmico da economia. A indústria é considerada, na literatura econômica, como o setor mais dinâmico no sentido da geração de encadeamentos, externalidades e no estímulo da criação e difusão da tecnologia.

MURPHY, SHLEIFER e VISHNY (1989) constatam que os países que conseguiram atingir elevadas taxas de crescimento sustentável foram os mesmos que experimentaram um importante desenvolvimento industrial. Exemplos são a Grã-Bretanha, no século XVIII, além de Japão e Coréia, no século XX.

KALDOR (1957) ressalta que a realização de investimentos na indústria leva a uma melhora do nível de tecnologia. Isso acontece porque, em muitos casos, há uma nova tecnologia incorporada nas novas máquinas e equipamentos e esse fenômeno é ainda mais importante no setor industrial\*\*. O autor ainda enfatiza as economias de escala dinâmicas geradas pelo setor industrial. Estas correspondem ao processo de aprendizado gerado na manufatura/indústria pelo ganho de

---

\*\* Keller (2004) enfatiza que tal efeito é amplificado em economias abertas, pois o comércio internacional disponibiliza bens que incorporam conhecimento externo, fornecendo tecnologia que, de outro modo, não estaria disponível ou que seria muito mais custosa para ser obtida.

experiência (*learning by doing*). Assim, segundo KALDOR (1957), quanto maior a taxa de crescimento da produção do setor industrial, maior também é a taxa de crescimento da sua produtividade.

Alguns estudos de casos internacionais confirmam a tese de Kaldor. Os resultados de um estudo empírico para a economia mexicana realizado por HANSON (1998) apontam para a existência de importantes efeitos de encadeamento do setor industrial. GLAESER ET AL. (1992), em um estudo utilizando 170 cidades americanas, no período entre 1956 e 1987, encontram evidências da existência de externalidades dinâmicas no setor industrial. Os resultados encontrados pelos autores sugerem que quando diferentes indústrias interagem em uma mesma região geográfica ocorre à criação de um ambiente mais favorável ao surgimento de inovações. Assim, as externalidades dinâmicas na indústria são outra fonte de dinamismo para o setor e acabam refletindo no desempenho da economia como um todo.

Desse modo, como a indústria tem um maior potencial de gerar efeitos positivos sobre a economia como um todo e pelo fato dos recursos serem escassos, como enfatizado por HIRSCHMAN (1958), investimentos nesse setor seriam cruciais para elevar a taxa de crescimento econômico de uma maneira sustentada. Adicionalmente, esses investimentos afetam as elasticidades rendas das exportações e importações.

Adicionalmente, alguns segmentos da indústria são mais relevantes do que outros. Como mencionado acima, aqueles segmentos capazes de gerar maiores níveis de encadeamentos, externalidades e de estimular a criação e difusão de tecnologia são os mais relevantes. De acordo com os dados analisados no presente estudo, baseado parcialmente nas evidências apresentadas por CRUZ ET AL. (2007), chega-se à conclusão de que são justamente estes os segmentos mais atingidos pelo atual cenário macroeconômico.

### **3. O CRESCIMENTO E O SETOR EXTERNO BRASILEIRO**

Os argumentos teóricos listados na seção anterior indicam que o crescimento com poupança externa, principalmente nos anos 70, além da mudança da liquidez internacional no começo dos anos 80, levou a um período de baixo crescimento da economia brasileira por, aproximadamente, duas décadas e meia. A economia do país teve que se ajustar e gerar divisas para pagar a dívida acumulada no período anterior.

Os breves períodos de elevado crescimento após o início da crise da dívida externa (1984-1985 e 1993-1995) foram interrompidos justamente pela necessidade de ajuste da economia à restrição externa.

No entanto, seria relevante falar de restrição externa ao crescimento em um momento no qual o país passa por um período de elevada entrada de divisas tanto pela balança comercial quanto pela conta capital? A resposta é afirmativa por, pelo menos, dois motivos: (a) mantida a atual trajetória, a natureza do equilíbrio externo tende a se apoiar, cada vez mais, em fluxos de capital com proporção significativa de capital de estrutura especulativa, portanto, indo em direção a um equilíbrio instável; e (b) a taxa de câmbio valorizada por longos períodos de tempo podem ter impactos sobre a estrutura produtiva de forma a reduzir o crescimento da economia brasileira no longo prazo.

A influência da restrição externa sobre o equilíbrio macroeconômico interno pode ser observada pela decomposição do atual fluxo de divisas a as mudanças que estão ocorrendo em cada uma das fontes de divisas. O saldo líquido positivo de entrada de divisas na economia brasileira se deve a três fatores:

1) Em grande medida pelo superávit comercial – fonte importante de dólares que pressionam pela apreciação do real – que é o resultado do processo de expansão da economia mundial, com impactos sobre a apreciação dos preços dos insumos em nível internacional e da depreciação cambial ocorrida após 1999 até 2004;

2) Da melhoria nos indicadores macroeconômicos, pois estimulam a entrada de investimento estrangeiro direto (IED) e investimentos em ações;

3) Da taxa de juros, a maior taxa básica real do mundo. Ao manter o diferencial de juros elevados, o Banco Central cria um espaço de arbitragem internacional de juros que atrai investimentos em carteira em renda fixa e variável de curto prazo, pressionando ainda mais o mercado de câmbio.

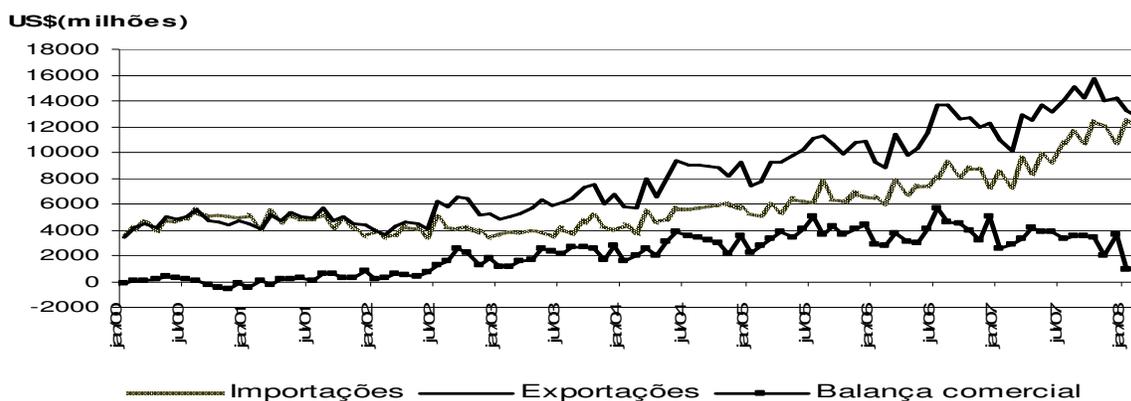
Os dados da economia brasileira, como se verá, indicam uma mudança estrutural de médio prazo em que o financiamento externo deixa de se apoiar em transações correntes (fator 1) e migra para fluxos financeiros (fator 3).

### 3.1 BALANÇA COMERCIAL

Em relação ao primeiro motivo mencionado, o intenso ritmo de crescimento da economia norte-americana e da Ásia, com destaque para a China, tem garantido a manutenção de patamares elevados de demanda por insumos básicos, elevando o preço das *commodities* em nível internacional (FIESP, 2006). As exportações foram duplamente favorecidas, pelo aumento do *quantum* exportado e dos preços.

Pelo Gráfico 1 é notável o bom desempenho do setor exportador, principalmente a partir de 2002.

GRÁFICO 1 – IMPORTAÇÕES, EXPORTAÇÕES E BALANÇA COMERCIAL – 01/2000 A 02/2008



FONTE: Elaboração própria a partir de dados do Boletim do Banco Central do Brasil.

Notas: Importações (FOB) - US\$ (milhões) - BCB Boletim/BP, Exportações (FOB) - US\$ (milhões) - BCB Boletim/BP e Balança comercial (FOB) - saldo - US\$ (milhões) - BCB Boletim/BP.

O desempenho favorável da balança comercial após junho de 2002 é um reflexo das desvalorizações cambiais que ocorreram após o fim do sistema de câmbio fixo. Em 1998, o câmbio

nominal se desvalorizou 8,2%. Em 1999, 2000, 2001 e 2002 se desvalorizou 52,9%, 6,5%, 20,4%, e 53,5%, respectivamente. O impulso do setor externo se somou aos determinantes da demanda interna e culminou no atual ciclo de expansão da economia.

A partir de 2004 o cenário macroeconômico começou a tomar um novo formato. Com o crescente fluxo positivo de divisas, o câmbio começou a se apreciar. Alguns segmentos continuaram a ter um bom desempenho exportador devido ao aumento dos preços de seus produtos no mercado internacional. Desse modo, a relação de causalidade entre câmbio e saldo da balança comercial brasileira passou a ser, parcialmente, do bom desempenho do segmento exportador de commodities e produtos industriais básicos para a apreciação cambial. Isso explica o fato do saldo da balança comercial continuar positivo.

No entanto, considerando os outros segmentos exportadores, pelo menos no caso de setores intensivos em mão-de-obra, a relação de causalidade vai da apreciação cambial para o desempenho das exportações, ou seja, por ser um segmento que depende de preços baixos para ser competitivo, ele vem perdendo espaço na pauta exportadora (NAKABASHI, CRUZ e SCATOLIN, 2007).

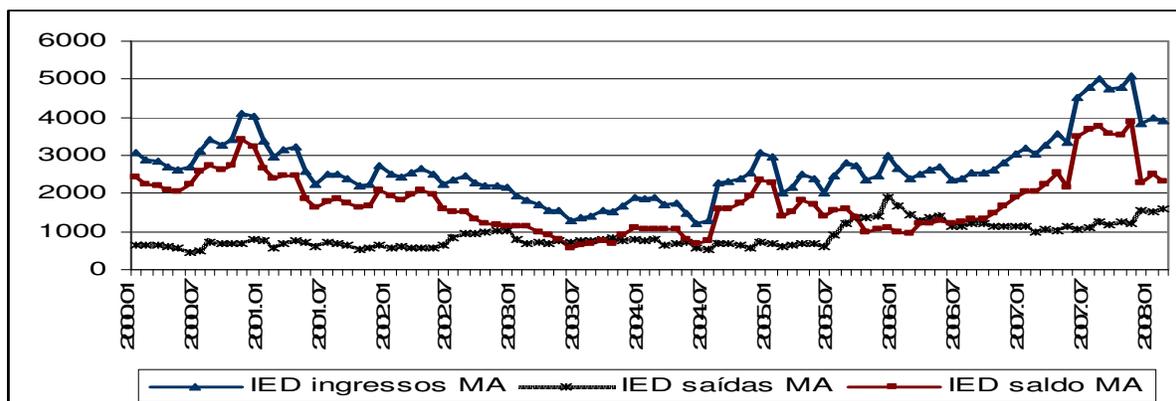
Adicionalmente, cabe notar que, apesar do bom desempenho do setor exportador, o volume das importações está aumentando mais rapidamente do que o montante de exportações e, desse modo, reduzindo o saldo da balança comercial, principalmente a partir de meados de 2006.

### 3.2 INVESTIMENTO ESTRANGEIRO DIRETO (IED)

O saldo na conta de investimento estrangeiro direto (IED) tem sido positivo desde 2000. No entanto, ganhou importância a partir de 2004, sendo outra importante via de elevação da oferta de divisas, como pode ser visto no Gráfico 2.

O bom desempenho do IED no país parece, em grande medida, responder a fatores internos da economia. Como ressaltado por RODRICK (1999): *“Much, if not most, of the correlation between the presence of [FDI] and superior performance seems to be driven by reverse causality: multinational enterprises tend to locate in the more productive and profitable economies”* (p.37).

GRÁFICO 2 – INVESTIMENTO ESTRANGEIRO DIRETO – MÉDIA MÓVEL PARA OS ULTIMOS SEIS MESES: 01/2000 A 01/2008



FONTE: Boletim do Banco Central do Brasil. Notas: IED SALDO é a conta financeira - investimentos diretos - estrangeiro no país - US\$ (milhões) - BCB Boletim/BP, IED ENTRADA: investimentos diretos - estrangeiro no país - ingressos - US\$ (milhões) - BCB Boletim/BP e IED SAÍDA: investimentos diretos - estrangeiro no país - saídas - US\$ (milhões). Todas as séries seguem a metodologia do Manual do Balanço de Pagamentos do FMI.

Adicionalmente, em um estudo realizado por SCHNEIDER e FREY (1985), os autores encontram evidências de que fatores econômicos como o crescimento do PIB, a taxa de inflação, o

desempenho do balanço de pagamentos, o custo salarial dos trabalhadores e a qualificação da força de trabalho e fatores de instabilidade política são variáveis relevantes na determinação do montante de IED.

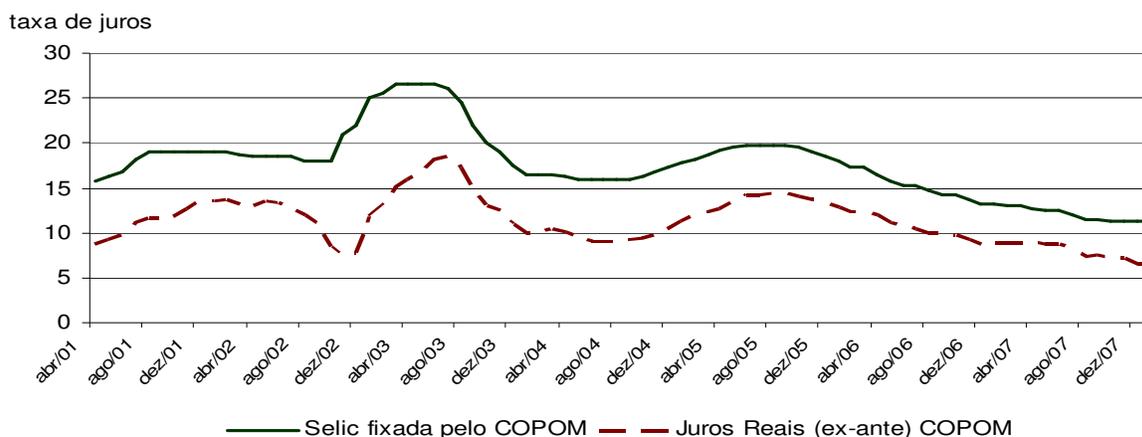
Os argumentos apresentados por RODRICK (1999) e os resultados apresentados por SCHNEIDER e FREY (1985) estão de acordo com os resultados apresentados no Gráfico 2, onde o fluxo de IED vem aumentando desde meados de 2004 com a melhora no ambiente macroeconômico e redução da vulnerabilidade externa da economia brasileira.

### 3.3 TAXA DE JUROS

Na década de 90 e no começo dos anos 2000, a taxa de juros foi um importante instrumento utilizado para conter fuga de capitais em períodos de crise. O último episódio se iniciou no final de 2002 e a taxa real de juros chegou a ficar acima dos 18%<sup>††</sup>, em meados de 2003, como podemos ver no Gráfico 3. Assim, devido a recorrentes crises no balanço de pagamentos, os formuladores de política monetária se sentiram obrigados a manter os juros em patamares elevados.

Mesmo com a queda das taxas de juros real e nominal a partir de meados de 2005, o Brasil voltou a ter a taxa de juros real mais elevada do mundo, atingindo 8,06% a.a., em média, durante 2007<sup>‡‡</sup>. Em segundo lugar fica a Turquia com 6,69% a.a., Austrália, 4,89% a.a. e México 4,18% a.a., na quarta posição (Informativo de março/2008 do Boletim de Economia & Tecnologia).

GRÁFICO 3 – TAXAS DE JUROS NOMINAIS E REAIS – 04/2001 A 01/2008



FONTE: elaboração própria a partir dos dados do Boletim do Banco Central do Brasil

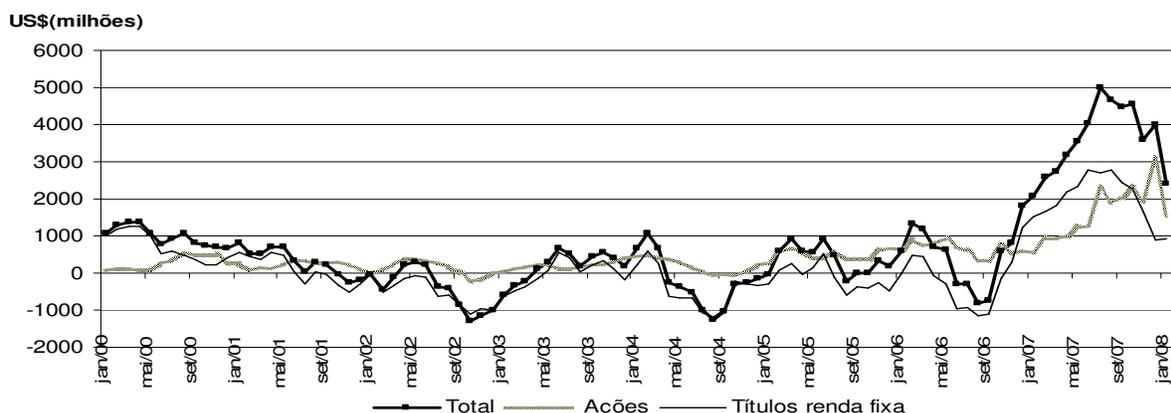
Notas: a primeira série (taxa de juros nominal) é a taxa de juros - Selic - fixada pelo Comitê de Política Monetária (Copom) e a segunda (taxa de juros reais) é a primeira série descontada pela expectativa média de inflação - IPCA - taxa acumulada para os próximos doze meses.

O resultado é uma grande quantidade de entrada de capitais estrangeiros para investimento em títulos públicos, a partir de 2007, como se pode ver pelo Gráfico 4, pois são títulos com baixo risco e com uma taxa de juros elevada, além das expectativas em relação ao câmbio serem de estabilidade ou de maior apreciação.

<sup>††</sup> Selic fixada pelo COPOM descontada pela expectativa de inflação dos próximos 12 meses (ambas do Banco Central do Brasil).

<sup>‡‡</sup> Selic efetiva anualizada desconta pelo IPCA acumulado em 12 meses. Média das taxas mensais anualizadas de 2007.

GRÁFICO 4 – EVOLUÇÃO DA CONTA FINANCEIRA: INVESTIMENTO ESTRANGEIRO EM CARTEIRA – MÉDIA MOVEL DOS ÚLTIMOS SEIS MESES PARA O PERÍODO DE 01/2000 A 01/2008



FONTE: Elaboração própria a partir dos dados do Boletim do Banco Central do Brasil  
 Notas: Metodologia do Manual do Balanço de Pagamentos do FMI (5ª ed., 1993).

O problema é que a manutenção da taxa de juros em patamares elevados para controlar a inflação acaba por gerar um círculo vicioso, pois ela (a taxa de juros) provoca uma tendência de crescimento da dívida pública que, por sua vez, cria maiores pressões para mantê-la em patamares ainda mais altos.

Ainda pelo Gráfico 4, podemos constatar a elevação do investimento estrangeiro no mercado acionário, principalmente a partir do final de 2004. Como apontado anteriormente, esse comportamento também é resultado da melhora do ambiente macroeconômico e redução da fragilidade externa da economia.

### 3.4 ENTRADA LÍQUIDA DE DIVISAS E TAXA DE CÂMBIO

A conjuntura atual revela que a economia passa por um período de elevada abundância de divisas e não seria de se esperar, portanto, que a restrição externa fosse um problema ao seu crescimento. Adicionalmente, no início do ano de 2008, o país passou da situação de devedor externo para credor externo líquido.

A conseqüência do atual cenário é o processo de apreciação cambial pelo qual o país passa desde meados de 2004. Cabe ainda lembrar que, além dos fatores acima mencionados que levam à apreciação do Real também ocorre a depreciação da moeda norte-americana em relação à outras moedas.

Os Estados Unidos têm, sistematicamente, registrado desequilíbrios em sua balança comercial, em seu saldo em transações correntes e em seu resultado global do balanço de pagamentos. Este desequilíbrio, no entanto, não se constitui, ao menos por enquanto, num problema para a economia americana.

Os norte-americanos imprimem o padrão monetário internacional. Não podemos esquecer que a maior parte das reservas dos Bancos Centrais de todo o mundo é formada por dólares. Isto permite que eles paguem por esse excesso de gasto com a moeda por eles impressa.

A ampliação da liquidez internacional em dólares é o efeito colateral deste excesso de gastos. Ao inundar o mundo com dólares, os norte-americanos contribuem de forma decisiva para o processo de depreciação de sua moeda.

Muito embora o dólar esteja se desvalorizando mundialmente, o real vem apresentando um processo de apreciação em relação ao dólar em um nível superior ao registrado pelas moedas de outros países, ou seja, a nossa moeda está se valorizando em relação às demais.

De acordo com os dados apresentados no gráfico 5, a taxa de câmbio efetiva real, no início de 2008, é a menor desde o início do Plano Real; fato alarmante para a competitividade de algumas das atividades produtivas instaladas no Brasil.

GRÁFICO 5 – EVOLUÇÃO DA TAXA DE CÂMBIO BRASILEIRA



Fonte: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA)

Notas: Índice (média 2000 = 100)

Adicionalmente, pela análise dos dados do Banco Central do Brasil para o ano de 2007 e pelos dados apresentados no Gráfico 1, nota-se que ocorreu uma vultuosa queda no saldo da balança comercial brasileira, com uma conseqüente redução e até mesmo inversão, no começo de 2008, do saldo na conta corrente. Cabe ainda ressaltar, como visto anteriormente, que o crescimento da entrada de divisas, ou seja, de moedas estrangeiras, ocorreu principalmente pela conta capital.

O aumento mais acentuado da entrada de divisas via conta capital foi em renda fixa, que cresceu 735,7%, em 2007 (Gráfico 4). Essa elevação é um reflexo da política monetária de juros elevados, que possibilita aos agentes montar operações especulativas tomando recursos baratos no sistema financeiro internacional para comprar títulos da dívida interna brasileira. A economia brasileira volta a crescer a partir da utilização de poupança externa, prejudicando a sustentabilidade do crescimento em prazos mais longos de tempo.

O ciclo de crescimento econômico 2004-2007, impulsionado pela demanda interna e externa, acionou o mecanismo de ajuste de médio prazo no equilíbrio externo. O crescimento médio de 4,5% a.a., no ciclo 2004-2007, tem levado a um aumento das importações em função da elasticidade renda das importações. Esse aumento deveria evitar a apreciação contínua do câmbio, a fim de equilibrar naturalmente a balança comercial com o crescimento, tal como previsto pelo modelo de Thirwall e McCombie.

A depreciação cambial que, naturalmente, ocorreria pelo aumento das importações, está sendo adiada pelo intenso fluxo de capital financeiro, observado a partir de 2007 (gráfico 4) e que

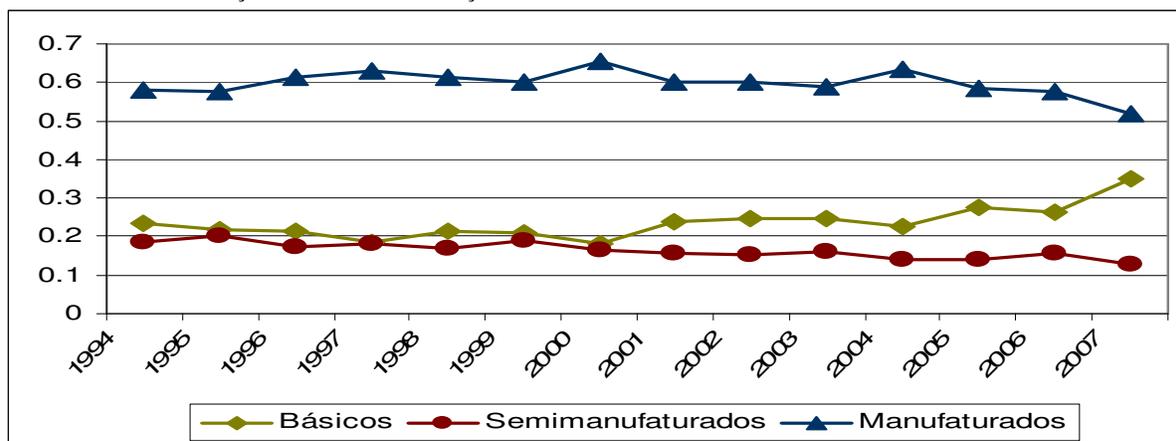
tende a se intensificar em 2008. A apreciação do câmbio, por esta via, ao estimular um volume maior de importações e menor de exportações, terá um efeito negativo sobre a taxa de crescimento com equilíbrio externo da economia.

Em termos do modelo de crescimento de longo prazo com restrição externa de THIRWALL (1979), a taxa de crescimento de equilíbrio será muito menor na presença de intensos fluxos financeiros de capitais com déficits em conta corrente.

### 3.5 TAXA DE CÂMBIO E MUDANÇA NA PAUTA DE EXPORTAÇÕES

Outro efeito relevante é a mudança na estrutura das exportações brasileiras, como é nítido pelos dados apresentados no Gráfico 6. Os segmentos não industriais, puxados pelo aumento da demanda e dos preços internacionais, foram os que mais cresceram relativamente. A participação dos produtos básicos na pauta de exportações passou de 23,62%, em 1994, para 35,12%, em 2007. Esse aumento de participação foi compensando pela queda da participação dos produtos manufaturados.

GRÁFICO 6 – EVOLUÇÃO DAS EXPORTAÇÕES BRASILEIRAS POR FATOR AGREGADO



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do SECEX/MDIC

O problema desse processo é o aumento da dependência da base exportadora em bens que são menos dinâmicos tecnologicamente, o que prejudica o desempenho exportador tanto no médio quanto no longo prazo. PORCILE e PEREIRA (2008) mostram que apesar do Brasil manter um superávit com a China, as exportações brasileiras com destino a esse país são, cada vez mais, baseadas em produtos primários. Por outro lado, as importações brasileiras provenientes da China são de produtos de alta tecnologia. Esse tipo de inserção no comércio internacional leva os autores a alertarem para o dinamismo futuro das exportações brasileiras em relação às suas importações.

Fazendo uma maior desagregação dos dados para se ter uma melhor compreensão do que ocorre com a pauta de exportações, observa-se, na Tabela 1, que os efeitos da elevada demanda internacional por produtos industriais básicos e *commodities* e da apreciação cambial sobre as mudanças na pauta de exportação brasileira são nítidos.

A elevação das exportações de óleos brutos de petróleo seria de se esperar pelo aumento da exploração destes no território nacional. No entanto, de acordo com os dados apresentados na Tabela 1, é visível o aumento da participação de produtos industriais básicos ou *commodities* como:

1) minérios de ferro aglomerados e seus concentrados; 2) outros grãos de soja, mesmo triturados; 3) açúcar de cana em bruto, até 2006; 4) pedaços e miudezas, comest. de galos/galinhas, congelados; 5) carnes desossadas de bovino, congeladas; 6) outs. açucares de cana, beterraba, sacarose e quim. pura, sol; 7) milho em grão, exceto para semeadura; 8) ferro fundido bruto não ligado, c/peso ≤ 0.5% de fósforo; 9) outras gasolinas; 10) fuel-oil; 11) carnes de galos/galinhas, n/cortadas em pedaços, congel.; 12) álcool etílico n/desnaturado c/vol.teor alcoólico ≥ 80%; e 13) ferronióbio<sup>§§</sup>.

TABELA 1 - PARTICIPAÇÃO DOS 30 PRINCIPAIS PRODUTOS NA PAUTA DE EXPORTAÇÃO DO BRASIL (2007): EM PORCENTAGEM (%)

Descrição NCM	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
OLEOS BRUTOS DE PETROLEO	0,29	1,24	2,80	2,90	2,61	3,51	5,00	5,54
<b>MINERIOS DE FERRO NAO AGLOMERADOS E SEUS CONCENTRADOS</b>	<b>3,36</b>	<b>3,29</b>	<b>3,34</b>	<b>3,12</b>	<b>3,15</b>	<b>3,74</b>	<b>4,17</b>	<b>4,43</b>
OUTROS GRAOS DE SOJA, MESMO TRITURADOS	3,96	4,67	5,01	5,86	5,57	4,51	4,11	4,17
OUTROS AVIOES/VEICULOS AEREOS, PESO > 15000KG, VAZIOS	1,09	0,86	0,60	0,08	1,22	1,52	1,71	2,34
MINERIOS DE FERRO AGLOMERADOS E SEUS CONCENTRADOS	2,17	1,74	1,70	1,60	1,78	2,41	2,32	2,14
CAFE NAO TORRADO, NAO DESCAFEINADO, EM GRAO	2,83	2,07	1,98	1,78	1,81	2,12	2,12	2,10
AUTOMOVEIS C/MOTOR EXPLOSAO, 1500 < CM3 <= 3000, ATE 6 PASSAG	2,06	2,13	2,46	2,84	2,49	2,39	2,18	1,96
ACUCAR DE CANA, EM BRUTO	1,38	2,40	1,84	1,84	1,56	2,01	2,86	1,95
BAGACOS E OUTS. RESIDUOS SOLIDOS, DA EXTR. DO OLEO DE SOJA	2,99	3,54	3,64	3,55	3,38	2,42	1,76	1,84
PASTA QUIM. MADEIRA DE N/CONIF. A	2,77	2,05	1,84	2,30	1,72	1,67	1,76	1,83
SODA/SULFATO, SEMI/BRANQ								
PEDACOS E MIUDEZAS, COMEST. DE GALOS/GALINHAS, CONGELADOS	0,81	1,35	1,46	1,49	1,75	1,89	1,44	1,73
CARNES DESOSSADAS DE BOVINO, CONGELADAS	0,60	0,86	0,84	0,99	1,42	1,51	1,79	1,68
OUTS. ACUCARES DE CANA, BETERRABA, SACAROSE QUIM. PURA, SOL.	0,79	1,51	1,63	1,08	1,17	1,30	1,62	1,23
MILHO EM GRAO, EXCETO PARA SEMEADURA	0,00	0,85	0,43	0,50	0,60	0,09	0,33	1,17
FERRO FUNDIDO BRUTO NAO LIGADO, C/PESO ≤ 0.5% DE FOSFORO	0,81	0,73	0,78	0,78	1,22	1,53	1,19	1,16
TERMINAIS PORTÁTEIS DE TELEFONIA CELULAR	-	-	-	-	-	-	0,00	1,15
OUTRAS GASOLINAS	-	-	0,68	0,74	0,58	0,89	0,87	1,14
"FUEL-OIL"	-	-	0,89	1,34	1,22	1,19	1,41	1,09
FUMO	1,05	1,17	1,22	1,08	1,09	1,10	0,94	1,08
N/MANUF. TOTAL/PARC. DESTAL. FLS. SECAS, ETC. VIRGINIA								
CONSUMO DE BORDO - COMBUSTIVEIS E LUBRIF. P/EMBARCACOES	0,96	0,87	0,97	1,01	0,85	0,92	0,95	0,96
SUCOS DE LARANJAS, CONGELADOS, NAO FERMENTADOS	1,85	1,39	1,44	1,24	0,82	0,67	0,76	0,96
ALUMINIO NAO LIGADO EM FORMA BRUTA	1,72	1,16	1,35	1,23	0,98	0,86	1,08	0,94
CARNES DE GALOS/GALINHAS, N/CORTADAS EM PEDACOS, CONGEL.	0,65	0,86	0,75	0,84	0,83	0,92	0,68	0,90
ALCOOL ETILICO N/DESNATURADO C/VOL. TEOR ALCOOLICO ≥ 80%	0,06	0,16	0,28	0,20	0,48	0,63	1,04	0,90
ALUMINA CALCINADA	0,39	0,34	0,28	0,44	0,43	0,48	0,79	0,80
CONSUMO DE BORDO - COMBUSTIVEIS E LUBRIF. P/AERONAVES	0,81	0,94	0,58	0,52	0,53	0,78	0,82	0,78
OLEO DE SOJA, EM BRUTO, MESMO DEGOMADO	0,54	0,71	1,12	1,42	1,20	0,86	0,60	0,76
OUTROS	1,47	1,06	1,53	1,26	1,26	0,91	0,84	0,76
PRODS. SEMIMANUF. FERRO/ACO, C < 0.25%, SEC. TRANSV. RET								
FERRONIÓBIO	0,44	0,43	0,44	0,38	0,31	0,36	0,39	0,66
AUTOMOVEIS C/MOTOR EXPLOSAO, 1000 < CM3 <= 1500, ATE 6 PASSAG	0,24	0,19	0,12	0,17	0,41	0,87	0,81	0,65

Fonte: elaboração própria a partir de dados do SECEX/MDIC.

Algumas exceções são o aumento da participação dos seguintes bens na pauta de exportação: outros aviões/veículos aéreos, peso > 15000kg, vazios; automóveis c/motor explosão, 1000 < cm3 <= 1500, até 6 passageiros; e terminais portáteis de telefonia celular. Esses são produtos de maior valor agregado, além de possuírem maiores elasticidades renda da demanda. Desse modo, respondem de forma mais dinâmica ao crescimento da renda mundial. No entanto, o crescimento

§§ "A reação aluminotérmica, o concentrado de pirocloro, fluorita e pó de ferro, além do redutor, pó de alumínio, reagem entre si produzindo uma liga de ferronióbio". Fonte: <http://www.angloamerican.com.br>. Acessado em 05/03/2008.

destes não é suficiente para compensar a elevação dos produtos industriais básicos e das *commodities*.

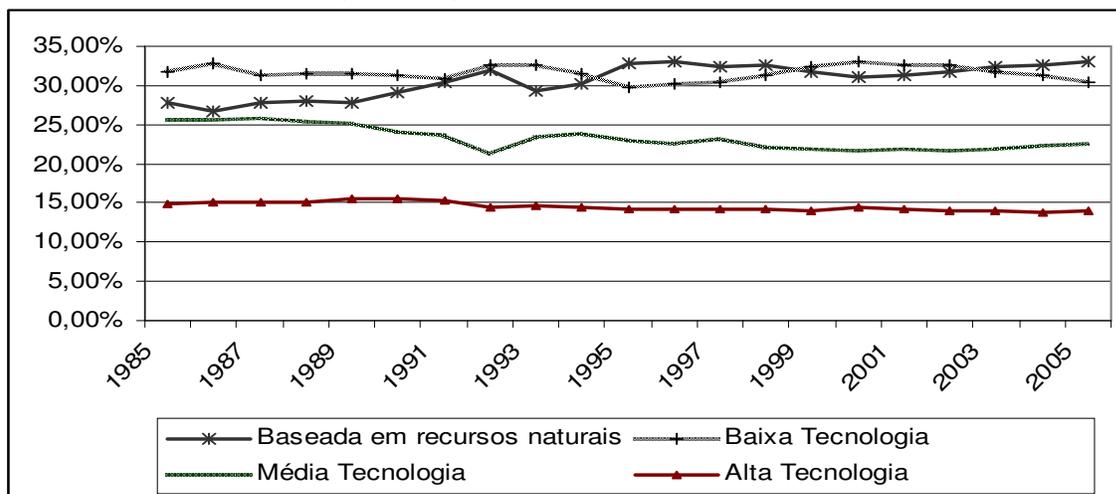
Portanto, podemos concluir que, apesar dos ganhos de curto prazo gerados pela elevação nos níveis de preços mundiais das *commodities*, em um período mais longo de tempo, os efeitos podem ser negativos sobre o dinamismo da economia brasileira.

Além da maior especialização da pauta de exportação em produtos menos dinâmicos e com baixa elasticidade renda; no médio prazo ocorrerá uma queda em seus respectivos preços devido a um aumento da oferta mundial e/ou queda da demanda por *commodities*. Essa queda seria esperada na medida em que os principais países em desenvolvimento que apresentam elevado crescimento comecem a entrar em uma etapa de crescimento moderado e que a estrutura da demanda internacional comece a se alterar naturalmente com a elevação de suas respectivas rendas per capita.

Outro efeito relevante é sobre a estrutura produtiva da economia como um todo. Ou seja, mudanças nos incentivos na realização dos investimentos nos segmentos exportadores e importadores afetam, naturalmente, a estrutura produtiva da economia.

CRUZ ET AL. (2007), em um estudo para o período 1985-2005, mostram que os segmentos da indústria de transformação que mais estão perdendo espaço são aqueles intensivos em média e alta tecnologia. Os autores dividem a indústria de transformação em quatro segmentos: 1) baseados em recursos naturais; 2) baixa tecnologia; 3) média tecnologia; e 4) alta tecnologia<sup>\*\*\*</sup>. No Gráfico 7 é possível notar que o segmento que mais perdeu participação foi o de média tecnologia. Adicionalmente, observa-se que o único segmento da indústria de transformação que ganhou participação no emprego industrial, no período 1985-2005, foi o baseado em recursos naturais.

GRÁFICO 7. OS SEGMENTOS DA INDÚSTRIA DE TRANSFORMAÇÃO DE ACORDO COM O GRAU DE INTENSIDADE TECNOLOGIA (1985-2005)



Fonte: CRUZ, NAKABASHI, SCATOLIN E PORCILE (2007).

Notas: os dados são originalmente do Ministério do Emprego e Trabalho (RAIS).

<sup>\*\*\*</sup> Baseado em recursos naturais: 1) Indústria do Papel, Papelão, Editorial e Gráfica; 2) Ind. da Borracha, Fumo, Couros, Peles, Similares, Ind. Diversas; e 3) Indústria de Produtos Alimentícios, Bebidas e álcool Etílico. Baixa Tecnologia: 4) Indústria de Produtos Minerais não Metálicos; 5) Indústria da Madeira e do Mobiliário; 6) Indústria Têxtil do Vestuário e Artefatos de Tecidos; e 7) Indústria de Calçados. Média Tecnologia: 8) Indústria Metalúrgica; 9) Indústria Mecânica; e 10) Indústria do Material de Transporte. Alta Tecnologia: 11) Indústria do Material Elétrico e de Comunicações; e 12) Ind. Química de Produtos Farmacêuticos, Veterinários, Perfumaria,...

Os autores ainda mostram que, dos doze segmentos industriais considerados, apenas o segmento de indústria de produtos alimentícios, bebidas e álcool etílico apresentou ganho de participação no emprego total da economia, com esta passando de 4,07%, em 1985, para 4,23%, em 2005.

Como visto anteriormente, a indústria é o principal setor na determinação da dinâmica geral da economia devido aos maiores níveis de encadeamentos, externalidades e por ser mais relevante na criação e difusão de tecnologia (HIRSCHMAN, 1958). Esses efeitos são ainda mais acentuados nos segmentos da indústria intensivos em média e alta tecnologia. Conseqüentemente, uma mudança estrutural desse setor no sentido de elevar a participação dos segmentos industriais intensivos em recursos naturais acaba por reduzir a geração e difusão de tecnologia, com impactos negativos sobre o dinamismo da economia como um todo, no longo prazo.

### **3.6 MEDIDAS A SEREM TOMADAS PARA REVERTER O CENÁRIO**

As soluções factíveis para reverter esse processo de apreciação da taxa de câmbio só podem ser apresentadas a partir de suas causas. Soluções que não estejam relacionadas às causas desse processo são meramente paliativas.

Um bom exemplo é o acúmulo de reservas pelo Banco Central que, além de custoso, pressiona a dívida interna brasileira que já se encontra em patamares assaz elevados. Outro é o apoio financeiro aos setores atingidos pela apreciação do real anunciado pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, em meados de 2007, pois enquanto o câmbio permanecer no mesmo patamar, os recursos destinados a tais setores deverão ser contínuos para que eles possam sobreviver.

Dentre as causas da apreciação citadas anteriormente, o bom desempenho do setor exportador proveniente da demanda aquecida por *commodities* e produtos industriais básicos pode ser contrabalançado por um aumento das importações via redução de tarifas e de outras barreiras não tarifárias, principalmente de setores que são estratégicos no processo de desenvolvimento econômico como, por exemplo, o de máquinas e equipamentos.

Essa maneira de elevar o montante de importações do país pode gerar maiores ganhos econômicos em relação à situação atual, onde seu aumento decorre, principalmente, da apreciação cambial; visto que não prejudica o desempenho exportador dos setores que não estão sendo beneficiados pelo aumento internacional dos preços de alguns produtos. Adicionalmente, gera uma maior margem para se estimular alguns setores-chaves da economia e, ao reduzir o custo de investimento destes, pode induzir a uma elevação de suas exportações.

Além disso, seria uma forma de aumentar a integração econômica do Brasil com o resto do mundo, obtendo benefícios estáticos pela melhor alocação de recursos e ganhos de economia de escala, além de benefícios dinâmicos via maior especialização em alguns setores acelerando o processo de *learning by doing*.

Em relação aos juros, essa é uma variável-chave nesse processo. Apesar da recente queda dos juros nominais (SELIC) para 11,25%, em meados de 2007, o diferencial em relação à taxa de

juros de outros países continua alto. Assim, os ganhos de arbitragem ainda são muito elevados. A situação se torna ainda mais grave quando se considera o aumento da SELIC para 11,75%.

Com a manutenção do processo de queda da taxa de juros, a situação cambial pode melhorar por três vias: 1) redução da entrada de divisas; 2) elevação do consumo e investimentos privados; e 3) elevação dos investimentos públicos.

A primeira via é a mais óbvia e imediata, pois, ao reduzir os ganhos de arbitragem, diminui a oferta de divisas. No entanto, considerando um prazo mais longo, a redução dos juros acaba afetando a economia de outras formas.

Uma forma seria pela redução nos custos de investimento e dos ganhos financeiros, sendo que esses dois elementos contribuem para a canalização de recursos para investimentos produtivos. Além de estes aumentarem a oferta total da economia - condição necessária para o crescimento sem inflação - também induzem ao crescimento da demanda. Portanto, levam a um crescimento das importações.

A redução dos juros também aumenta, principalmente, a demanda por bens duráveis e por imóveis, aumentando os lucros e investimentos desses segmentos da economia. Assim, devido à elasticidade renda das importações, esse efeito também induz a um crescimento no montante de importações.

Finalmente, por melhorar as contas do governo, libera recursos para investimentos públicos. Como já é bem sabido, o país enfrenta consideráveis gargalos ao seu crescimento sustentável, sendo dois dos principais a infra-estrutura de transporte e de energia elétrica. Investimentos nesses setores gerariam impactos diretos sobre a demanda além de indiretos ao estimular uma elevação do investimento privado. Portanto, essa melhora da infra-estrutura teria impactos sobre o crescimento das importações, além de pavimentar o caminho para o crescimento sustentado.

Em relação ao nível de entrada de Investimento Estrangeiro Direto (IED) e a depreciação do Dólar em relação às várias moedas de outros países, não há muito que se fazer. No entanto, o fluxo de IED é um elemento chave para o crescimento econômico, pois estimula a difusão e criação de tecnologia, fator chave no crescimento de longo prazo. Cabe ainda destaque que o câmbio apreciado é uma oportunidade de estimular investimentos nacionais em outros países de forma a reduzir o déficit histórico da conta de serviços da economia brasileira em momentos futuros. Além disso, a maior exposição ao convívio e à concorrência externa são fatores fundamentais na elevação da produtividade e eficiência das empresas nacionais.

A mensagem é que a elevação dos preços das *commodities* e produtos industriais básicos com o conseqüente aumento das exportações brasileiras não é um problema a ser solucionado, mas sim uma grande oportunidade para gerar as condições que levem o país para a rota de crescimento sustentado sem que a economia se esbarre na restrição externa.

Com um maior nível de crescimento, o problema do câmbio se resolve de forma natural sem prejudicar setores que são importantes economicamente, pois o aumento das importações será decorrência desse processo e o câmbio não permanecerá valorizado.

Para gerar um maior nível de crescimento, o nível dos juros é fundamental – apesar de não ser o único fator – pelos seus impactos sobre o nível de oferta e demanda da economia. No entanto, deixar que o câmbio permaneça em um patamar extremamente valorizado fará com que o país perca

mais essa oportunidade, pois além de prejudicar alguns setores chaves da economia e conter as exportações destes, o aumento das importações se dará via mudança relativa de preços – o que já está ocorrendo – e não pelo crescimento econômico e conseqüente aumento da demanda interna.

Como salientado por GALA (2007): “As evidências aqui apresentadas apontam para uma recorrente subvalorização das moedas asiáticas quando comparadas às latino americanas ...”. Segundo o autor, essa diferença parece ter sido fundamental no sucesso e fracasso econômico de cada uma das regiões.

RODRIK (2007) também apresenta evidências de que há uma forte correlação entre desvalorização e crescimento econômico para os países em desenvolvimento. O autor argumenta que o setor de *tradables*, nesse grupo de países, sofre de maneira desproporcional com as falhas de mercado e institucionais. Assim, uma taxa de câmbio desvalorizada seria a segunda melhor opção (*second-best*) para amenizar tal situação.

Por fim, é importante ter em mente, como já apontado, que a atual depreciação da moeda-norte-americana e as estratégias seguidas pelos países da Ásia fazem se constituem em elementos centrais do novo arranjo do Sistema Monetário Internacional (SMI).

DOOLEY, FOLKERTS-LANDAU e GARBER (2003) sugerem que o atual Sistema Monetário Internacional pode ser composto por dois grandes grupos: o centro; e a periferia. O centro, a economia norte-americana, possui o privilégio de emitir a moeda utilizada como reserva em nível internacional e exibe a tendência a “*to live beyond its means*”. A periferia – formada pelo amplo conjunto de países que não possui o privilégio de emitir um padrão monetário aceito como meio de pagamento em nível internacional – encontra-se, em distintos graus, comprometida uma estratégia do tipo *export led* baseada na manutenção de taxas de câmbio desvalorizadas.

EICHENGREEN (2004) sintetiza de forma clara como essa estratégia de *export-led* seguida, sobretudo pelos países da Ásia, com destaque para a China, geram desequilíbrio sistemáticos no SMI:

In Addition, this new view helps us to understand how the current pattern of global imbalances arose in the first place. Asian countries have long been committed to policies of export-led growth. Pegged exchange rates and resistance to pressures for revaluation as their economies and current accounts strengthen have been at the center of their development strategies. In pursuing this approach China is following in the footsteps of newly industrializing economies of East Asia which are themselves following in the footsteps of Japan. There is no question that their accumulation of reserves is a concomitant of intervention in foreign exchange market to keep their currencies down, which is in turn a concomitant of the strategy of promoting exports as a way of stimulating growth” (EICHENGREEN, 2004, p.3)

Se de um lado a estratégia asiática utiliza de forma recorrente a acumulação de reservas para manter desvalorizados os padrões monetários locais, de outro há o interesse norte-americano de “*to live beyond its means*”. A recorrência de déficits no saldo em transações correntes norte-americano é a materialização deste interesse norte-americano.

O Brasil, como todos sabem, seguiu ao longo dos últimos anos uma estratégia distinta, permitindo que a liquidez abundante de dólares, fruto do desequilíbrio do saldo norte-americano em transações correntes se traduzisse numa significativa apreciação do Real. Permitiu-se, sobretudo a partir de 2004, que o ajuste de mercado se processasse através do ajuste do preço da moeda doméstica em relação às externas, diferentemente do que vem ocorrendo nos países da Ásia.

#### 4. CONCLUSÕES

As evidências apresentadas ao longo do presente artigo dão suporte à afirmação que o atual cenário da economia brasileira não é compatível com a manutenção do crescimento em um prazo mais longo. Apesar da melhora nas contas externas, não se pode negligenciar a deterioração em outros indicadores externos que podem prejudicar o crescimento da economia no médio e longo prazo.

O cenário futuro do setor externo é duplamente desfavorável: desaceleração ou recessão econômica aliada à existência de competição cambial. Assim, a política cambial brasileira não poderá seguir seu curso atual sem causar grandes danos à indústria local, ao equilíbrio das contas externas e, conseqüentemente, ao seu crescimento.

A ocorrência de déficits *sistemáticos* em conta corrente trará de volta uma vulnerabilidade eliminada ao longo dos últimos três anos. O país ficará refém novamente dos fluxos financeiros de capitais, especialmente os de estrutura especulativa. Isto irá pressionar ainda mais os juros para cima, recriando o instável ambiente macroeconômico. Essa instabilidade, ao repelir a entrada de Investimento Estrangeiro Direto (IED) e de capitais especulativos, tornará a situação econômica insustentável.

Observando a história recente da economia brasileira, a dependência da entrada de recursos externos voláteis tem sido um dos principais entraves ao seu crescimento. Assim, um dos requisitos para a manutenção do seu bom desempenho, no médio prazo, é a manutenção de um superávit na balança comercial em um nível que não gere crescimento com dependência de poupança externa, ou seja, um bom desempenho da balança comercial é fundamental para que o país mantenha as atuais taxas de crescimento de forma a respeitar a restrição externa.

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

Portanto, para que a economia brasileira não volte ao crescimento do tipo *stop-and-go* e entre na rota do crescimento sustentável é preciso que os gestores de política econômica tomem medidas que levem a uma depreciação cambial gradativa.

A primeira das possibilidades apontadas no presente artigo é o estímulo às importações através da redução tarifária de bens de capital e insumos que sejam essenciais para o desenvolvimento de setores chaves da economia. Essa estratégia pode gerar maiores ganhos econômicos em relação ao seu aumento natural decorrente da apreciação cambial visto que não prejudica o desempenho exportador dos setores que não estão sendo beneficiados pelo aumento

internacional dos preços de alguns produtos. Adicionalmente, gera uma maior margem para se estimular alguns setores chaves da economia e, ao reduzir o custo de investimento destes, pode induzir a uma elevação de suas exportações.

Outro ponto crucial é o nível da taxa de juros real. A manutenção do processo de queda da taxa de juros pode afetar a taxa de câmbio por três vias: 1) redução da entrada de divisas; 2) elevação do consumo e investimentos privados; e 3) elevação dos investimentos públicos.

Finalmente, cabe lembrar que o câmbio apreciado é uma oportunidade de estimular investimentos nacionais em outros países de forma a reduzir o déficit histórico da conta de serviços da economia brasileira em momentos futuros. Além disso, a maior exposição ao convívio e à concorrência externa são fatores fundamentais na elevação da produtividade e eficiência das empresas nacionais.

A mensagem é que a elevação dos preços das *commodities* e produtos industriais básicos com o conseqüente aumento das exportações brasileiras não é um problema a ser solucionado, mas sim uma grande oportunidade para gerar as condições que levem o país para a rota de crescimento sustentado sem que sua economia esbarre na restrição externa.

Com um maior nível de crescimento, o problema do câmbio se resolve de forma natural sem prejudicar setores que são importantes economicamente, pois o aumento das importações será decorrência desse processo e o câmbio não permanecerá valorizado.

## REFERÊNCIAS

- BARBOSA-FILHO, N.H. **Growth, exchange rates and trade in Brazil: a structuralist post-Keynesian approach.** *Nova Economia*, v. 14, n. 2, p. 59-86, 2004.
- BARBOSA-FILHO, N.H. **The Balance of Payments Constraint: From Balanced Trade to Sustainable Debt.** Center for Economic Policy Analysis Working Paper, 2001,06: 1-24, 2002.
- BÉRTOLA, L.; HIGACHI, H.; PORCILE, G. **Balance of payments constraint growth in Brazil: a test of Thirlwall's Law, 1890-1973.** *Journal of Post-Keynesian Economics*, v. 25, n. 1, p. 123-140, 2002.
- CRUZ, M.J.V.; NAKABASHI, L.; SCATOLIN, F.D.; PORCILE, G. **Uma análise do impacto da composição ocupacional sobre o crescimento da economia brasileira.** Anais do XXXV ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA, Recife, 2007.
- DOOLEY, M, FOLKERTS-LANDAU, D & GARBER, P. *An Essay on Revived Bretton Woods System.* National Bureau of Economic Research. Working Paper. N. 9971, September 2002
- EICHENGREEN, B. *Global Imbalances and The Lessons of Bretton Woods.* National Bureau of Economic Research. Working Paper. N. 10497, may 2004.
- ECONOMIA & TECNOLOGIA. **Informativo Mensal do Grupo de Estudos da equipe do boletim de Economia & Tecnologia**, março/2008. Disponível em: <http://www.boletimdeconjuntura.ufpr.br>. Acesso em: 17/3/2008.
- FEDERAÇÃO DAS INDÚSTRIAS DO ESTADO DE SÃO PAULO (FIESP). **Desempenho da sexportações, até quando vai o crescimento?** Departamento de Pesquisas e Estudos Econômicos – DEPECON, 20/09/2006.
- GALA, P. (2007). Dois padrões de política cambial: América Latina e Sudeste Asiático. *Economia e Sociedade*, 16 (01): 65-91.
- GLAESER, E.L.; KALLAL, H.D.; SCHEINKMAN, J.A.; SHLEIFER, A. (1992). Growth in Cities. *Journal of Political Economy*, 100 (6): 1126-1152.
- HANSON, G.H. (1998). Regional Adjustment to Trade Liberalization. *Regional Science and Urban economics*, 28 (4): 419-444.
- HIRSCHMAN, A. O. (1958). *The strategy of economic development.* New Haven: Yale University Press.
- IPEADATA (2007). endereço eletrônico: <http://www.ipeadata.gov.br>. Acesso em 21/02/2008.
- JAYME JR., F.G. *Balanced-of-payments constrained economic growth in Brazil.* Belo Horizonte: Cedeplar/UFMG, 2001. p. 1-27. (Texto para Discussão, n. 155).
- KALDOR, N. (1957). A Model of Economic Growth. *The Economic Journal*, 67 (268): 591-624.
- KELLER, W. (2004). International Technology Diffusion. *Journal of Economic Literature*, 42 (3): 752-782.
- MCCOMBIE, J.S.L., ROBERTS, M. **The Role of the Balance of Payments in Economic Growth.** In: The Economics of Demand Led Growth, Challenging the Supply-Side Vision of the Long-Run. Edited by Setterfield, M, p. 87-114, 2002.
- MCCOMBIE, J.S.L., THIRLWALL, A.P. **Economic Growth and the Balance of Payments Revisited.** In: Arestis, P., Palma, G., Sawyer, M. (eds). *Markets, Unemployment and Economic Policy: Essays in Honour of Geoffrey Harcourt.* Vol.2, London, Routledge: 498-511, 1997.
- MORENO-BRID, J.C. **On Capital Flows and the Balance-of-Payments-Constraint Growth Model.** *Journal of Post Keynesian Economics*, 21(2): 283-298, 1998.
- MURPHY, K.M.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R.W. (1989). Industrialization and the Big Push. *Journal of Political Economy*, 27 (5): 1003-1024.
- NAKABASHI, L. **O Modelo de Thirlwall com variações nas elasticidades.** *Economia e Sociedade*, Campinas, v. 16, n. 1, p. 93-110, 2007.

- NAKABASHI, L.; CRUZ, M.J.V.; SCATOLIN, F.D. (2007). Efeitos do Câmbio e Juros sobre as Exportações da Indústria Brasileira. Curitiba: Texto para Discussão da Universidade Federal do Paraná, 03/2007.
- PORCILE, G.; PEREIRA, W. (2008). A ascensão da China na economia mundial: efeitos sobre o Brasil e a America Latina. UFPR: *Economia & Tecnologia*, 12: 19-28.
- PORCILE, G.; CURADO, M.; BAHRY, T. R. **Crescimento com restrição no balanço de pagamentos e “fragilidade financeira” no sentido minskyano: uma abordagem macroeconômica para a América Latina.** *Economia e Sociedade*, Campinas, v. 1, n. 1, p. 25-41, 2003.
- RODRIK, D. (1999). *The new global economy and developing countries: making openness work.* Washington: The Overseas Development Council.
- RODRIK, D. (2007). *The Real Exchange Rate and Economic Growth: Theory and Evidence.* Working Paper – Harvard University. Acesso em 18/03/2008. Disponível em: <<http://ksghome.harvard.edu/~drodrik/papers.html>>.
- SCHNEIDER, F., FREY, B. S. (1985). Economic and political determinants of foreign direct investment. *World Development*, 13 (2):161-175.
- THIRLWALL, A.P. **The Balance of Payments Constraint as a Explanation of International Growth Rate Differences.** Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review, n° 128, March, 1979.
- THIRLWALL, A.P., HUSSAIN, M.N. **The Balance of Payments Constraint, Capital Flows and Growth Rate Differences Between Developing Countries.** Oxford Economic Papers, 10: 498-509, 1982.