



UNICAMP

UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS
Instituto de Economia

Alex Cerqueira Pinto

**Os Impactos da Política Cambial Recente no Brasil, o Câmbio
como Mecanismo Financeiro e o Risco de Desindustrialização.**

Campinas
2011

Alex Cerqueira Pinto

**Os Impactos da Política Cambial Recente no Brasil, o Câmbio
como Mecanismo Financeiro e o Risco de Desindustrialização.**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado à
Graduação do Instituto de Economia da Universidade
Estadual de Campinas para obtenção do título de
Bacharel em Ciências Econômicas, sob orientação da
Prof^a Dra Maryse Farhi

Campinas
2011

*“Dedico este trabalho em especial
para a minha mãe, por toda a força
que ela me deu todos esses anos, sua
intensa participação nos meus
estudos e por tudo que ela representa
para mim”.*

AGRADECIMENTOS

Agradeço a toda minha família por todo o apoio que me deram todos esses anos de estudo. Agradeço aos meus colegas de classe e agora colegas de profissão. Agradeço também a meus professores e orientadores por toda a sabedoria a mim transmitida. E agradeço em especial a minha namorada que durante todos os anos da minha graduação esteve ao meu lado me dando apoio e toda a força para que tudo desse certo.

RESUMO

O objetivo deste trabalho é explicitar os impactos da política cambial no Brasil, sendo ela relevante na condução da política econômica que veio ser adotada pós Plano Real. Adotou-se diferentes políticas cambiais no período pós Plano Real, primeiramente em 1994 a 1999 foi utilizado o regime de câmbio administrado e, a partir de janeiro de 1999, câmbio flutuante. Faremos uma breve explicação sobre o que é o câmbio, a que se refere e como se aplica uma política cambial. Em seguida, discutiremos a adoção do câmbio flutuante no Brasil como parte da estratégia de estabilização do plano Real a adoção do regime de metas de inflação. Veremos as operações de câmbio como operações financeiras tanto dos agentes residentes como dos não residentes e a posição dos bancos nacionais neste cenário. Também veremos como se comportou o câmbio brasileiro nos últimos anos e apresentaremos, no final, o debate recente acerca do risco de desindustrialização no Brasil, seus impactos, possíveis causas bem como as tendências tanto da evolução da taxa de câmbio quanto da estrutura de produção para os próximos anos.

Palavras-chave: Câmbio; Política Cambial; Metas de Inflação; Desindustrialização

ABSTRACT

The objective of this study is to explain the impacts of exchange rate policy in Brazil, it relevant in the conduct of economic policy that came to be adopted after the Real Plan. We adopted different exchange rate policies in the period after the Real Plan, first in 1994-1999 was used and administered exchange rate regime , and as from January 1999 floating exchange rate. We will make a brief explanation of what is the exchange rate, referred to and how it applies an exchange rate policy. Next, we discuss the adoption of floating exchange rates in Brazil as part of the stabilization strategy of the Real Plan the adoption of the system of inflation targets. We see the foreign exchange operations as financial agents of both residents and non-residents and the position of national banks in this scenario. Also see how the currency behaved in the past, and present, the recent debate about the risk of de-industrialization in Brazil, its impacts, possible causes and trends of the evolution of the exchange rate and the structure of production the next year.

Keywords: Exchange, Exchange Rate Policy, Inflation Targets, Deindustrialisation

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	9
 CAPÍTULO 1 - Política Cambial, Estratégias, Objetivos.	
1.1 – Conceitos-Chave	11
1.2 – Teorias sobre Política Cambial	13
1.3 – Objetivos, estratégias e consequências da política cambial	15
1.4 – Consequências da política cambial para os países emergentes.	17
1.5 – Interdependências entre a Política Cambial e o Regime de Metas de inflação	21
 CAPÍTULO 2 - Política Cambial no Brasil e nos Países Emergentes. Grande Influência dos Ciclos de Liquidez Internacionais.	
2.1 – Caso Brasileiro da Mudança de Câmbio Fixo para o Câmbio Flutuante.	26
2.2 – Cronologia do câmbio fixo para o câmbio flutuante.	28
2.3 – Flutuação cambial na fase de “pessimismo”: janeiro de 1999 a dezembro de 2002	29
2.4 – Regime de câmbio flutuante na fase de “otimismo”: janeiro de 2003 a dezembro de 2008	32

CAPÍTULO 3 – Influência dos Fluxos de Capitais e a Adoção de Medidas de Controle de Capitais no Brasil

3.1 – Efeito dos fluxos financeiros	37
3.2 – As Operações Financeiras no Brasil	39
3.3 – Os Métodos de Intervenções das Autoridades Monetárias Brasileiras no Mercado de Câmbio e nos Derivativos	40
3.4 – Novas Medidas de Controles de Capital e o Questionamento da Eficiência Destas Medidas.	45

CAPÍTULO 4 - A política do Real e o Risco da Desindustrialização.

4.1 – Conceitos de Desindustrialização	49
4.2 – O Brasil Vive a Nova Doença Holandesa?	51
4.3 – Desindustrialização: indícios, causas e efeitos do caso brasileiro	54
4.4 – Importância da Indústria para o Desenvolvimento Econômico	57

CONCLUSÃO	60
------------------	-----------

REFERÊNCIAS	64
--------------------	-----------

INTRODUÇÃO

O foco deste trabalho será a análise do período mais recente da política cambial, após a adoção do regime de câmbio flutuante em conjunto com a adoção do regime de metas de inflação e, mais especificamente, a política cambial adotada durante os oito anos do governo Lula e primeiro ano de governo Dilma.

Iniciaremos com a apresentação de uma base teórica sobre os conceitos de taxa de câmbio, sobrevalorização e desvalorização cambial e um gráfico explicitando o comportamento da taxa de câmbio nos últimos anos. Posteriormente, será traçado o relacionamento entre o regime de câmbio flutuante e o regime de metas de inflação, bem como os conceitos e teorias por detrás desse modelo, assim como uma visão crítica¹.

Este trabalho analisará este período, dando importância para a ótica das operações financeiras de câmbio. É de grande importância a posição do mercado a respeito do comportamento da taxa de câmbio no mercado futuro, as operações de arbitragem, mercado de derivativos, a posição vendida dos bancos em derivativos cambiais e o impacto das operações de *carry trade*, visto que essas operações consistem em tomar empréstimos em uma moeda que apresenta taxas de juros baixas (por muito tempo preferido nessas operações, o iene japonês tem sido substituído pelo dólar americano e o euro) e aplicá-los em uma moeda com taxas de juros elevadas. Os ganhos dessas operações aumentam ainda mais quando tal moeda se aprecia.

No final da análise, discutiremos se há uma ameaça de desindustrialização em curso no Brasil devido a moeda sobrevalorizada. Como destaca o economista e ex-diretor do IPEA João Sicsú, em seu artigo comentando a opinião do também economista Bresser Pereira:

“A taxa de câmbio é um elemento-chave de um projeto de desenvolvimento. Esta constatação é fundamental: além de ser essencial para auxiliar o esforço de crescimento econômico, a administração da taxa de câmbio deve ser aceita

¹ A visão crítica ao regime de Metas de Inflação será espelhado com base nos argumentos de Farhi (2007) e de Prates (2009), do Instituto de Economia da UNICAMP.

como um instrumento que deve compor uma estratégia de desenvolvimento.”
(SICSÚ, 2009, p. 31)

Desta forma também analisaremos os possíveis impactos futuros para a economia brasileira deste recente movimento que vem ocorrendo com a política cambial, principalmente para a indústria, atentando para as mudanças que deverão ocorrer.

Assim como é explicitado por Celso Furtado o real desenvolvimento situa-se além da implantação pura e simples de políticas econômicas:

“O crescimento econômico, tal qual o conhecemos, vem se fundando na preservação dos privilégios das elites que satisfazem seu afã de modernização; já o desenvolvimento se caracteriza pelo seu projeto social subjacente. Dispor de recursos para investir está longe de ser condição suficiente para preparar um melhor futuro para a massa da população. Mas quando o projeto social prioriza a efetiva melhoria das condições de vida dessa população, o crescimento se metamorfoseia em desenvolvimento (FURTADO, 1996, p. 484)”²

² 1 Furtado, Celso. Os desafios da nova geração, in *Revista de Economia Política*, vol 24, nº 4 (96), out-dez, 2004, pág. 484.

Capítulo I – Política Cambial, Estratégias, Objetivos e a Interdependência com a Adoção do Regime de Metas de Inflação.

1.1 – Conceitos-Chave

Para formularmos uma análise da política cambial recente no Brasil, primeiramente precisamos discutir os conceitos de câmbio e os possíveis regimes cambiais que podem ser adotados por um país. É necessária uma exposição dos conceitos relativos ao câmbio e tudo o que o envolve. Todas as transações entre residentes e não-residentes de um país são realizadas em moeda de referência internacional. Desse modo, há necessidade de um mecanismo pelo qual a moeda doméstica e a estrangeira sejam trocadas entre si.

Podemos citar alguns exemplos, ao qual é necessário fazer a conversão da moeda local para a moeda aceita internacionalmente³: os importadores precisam de dólares para realizar suas operações de compra, assim como os exportadores precisam converter os dólares recebidos em moeda doméstica para a realização de operações no mercado nacional. Da mesma forma os turistas estrangeiros necessitam converter sua moeda doméstica em moeda local do país no qual estão situados.

Existem dois tipos de taxa cambial seguindo definição de Mankiw (1999):

Nominal (e) – representa o preço de uma moeda em termos de outra moeda. É definida como o preço, em moeda nacional, de uma unidade de moeda estrangeira, ou ao contrario o preço, em moeda estrangeira, de uma unidade de moeda doméstica. Por exemplo, a taxa de câmbio do real em relação ao dólar indica qual é preço, em reais, de US\$ 1,00. O Brasil é um país que utiliza esta definição.

Real (E) – representa um ajuste da taxa de câmbio nominal mediante a inclusão das taxas de inflação interna e externa. A inflação interna tende a encarecer os produtos nacionais, tornando-os desvantajosos em relação aos produtos importados. Já a inflação externa tende a encarecer os produtos importados, tornando os produtos nacionais mais atrativos. Corresponde a:

³ Adotaremos o dólar como moeda internacional. Não faremos uma discussão mais profunda sobre o papel do dólar no mercado internacional, nem como ou porque o dólar é a moeda de maior liquidez internacional.

$$E = e \times P^*/P$$

E = taxa de câmbio real

e = taxa de câmbio nominal

P* = índice de preços do país estrangeiro;

P = índice de preços no mercado nacional.

O gráfico 1 abaixo ilustra a variação da taxa de câmbio nominal Real/Dólar desde a implantação do Real até os dias de hoje, de 1994 a 2011. Fica evidente a intensa volatilidade que sofre a taxa de câmbio brasileira em curtos espaços de tempo.

Gráfico 1: Taxa de câmbio nominal Real /Dólar - Janeiro/94 á Novembro/2011



Fonte: Sisbacen PTAX800. Elaboração própria.

Podemos perceber os diferentes períodos de políticas cambiais que foram implementadas no Brasil no período recente. Destaca-se a política de bandas cambiais que vigorou desde a adoção do plano Real, com medidas desde meados de 93, em que se nota certa estabilidade, sem grandes flutuações na taxa de câmbio no período.

A partir de janeiro de 1999, houve uma mudança na estratégia de política cambial, devido sobre tudo a uma crise cambial sofrida pelo Brasil, um ataque especulativo do mercado apostando contra a manutenção da taxa administrada, passando assim a pol[ítica cambial para o

regime de câmbio flutuante. Este regime foi instituído no Brasil pelo Comunicado n. 6.565 de 18/01/1999 do Banco Central do Brasil (BCB), mediante o qual a autoridade monetária informou à sociedade que, a partir desta data, *“deixaria que o mercado definisse a taxa de câmbio, nos segmentos livre e flutuante, vindo a intervir, ocasionalmente, com o objetivo de conter movimentos desordenados da taxa de câmbio”*. O BCB é a instituição responsável pela definição do regime cambial no Brasil, de suas metas e da sua gestão.

Em curto período de tempo, verificou-se uma veloz desvalorização cambial e, a partir de então, grande flutuação desta taxa, atingindo seu ápice em julho de 2002 devido à aproximação das eleições presidenciais naquele ano juntamente com outros fatores econômicos e históricos que iremos salientar em um tópico específico. Em outros países, os objetivos da política cambial, além de explícitos, são mais amplos, incluindo a manutenção/sustentação da competitividade externa, o que exige a perseguição de um patamar não apreciado da taxa de câmbio. Nesse caso, a compatibilidade entre os objetivos da política cambial e monetária exigem, de forma geral, a adoção de técnicas de gestão dos fluxos de capitais.

No Capítulo 3, mostraremos a cronologia do câmbio fixo para o câmbio flutuante, dividindo em dois períodos: a flutuação cambial na fase de “pessimismo” dos fluxos de capitais: janeiro de 1999 a dezembro de 2002; regime de câmbio flutuante na fase de “otimismo” dos fluxos de capitais: janeiro de 2003 a dezembro de 2008.

1.2 – Teorias sobre Política Cambial

De acordo com as definições teóricas de Carvalho (2007) a política cambial diz respeito basicamente aos mecanismos de interferência na taxa de câmbio da moeda nacional, feita pelos agentes econômicos de um modo geral. A moeda possui um mercado onde recebe um preço em moeda estrangeira, e é no mercado que a moeda de um país é trocada pela moeda de outro país. O mercado pode ser livre, no sentido de não receber influência por parte da autoridade monetária, ou não. No caso brasileiro, por exemplo, depois de 1999 o mercado passou a ser “teoricamente” livre, uma vez que o Banco Central não tem obrigação teórica de comprar ou vender divisas e nem centralizar tais operações, porém como veremos a diante o Banco Central

brasileiro intervêm constantemente no mercado de câmbio, por diversos motivos que iremos detalhar a frente. Este tipo de intervenção no câmbio flutuante é chamado de flutuação suja.

Segundo Assaf Neto (2006b), quando um país adota um regime cambial de taxa flutuante o que se tem idealmente é um total desligamento do banco central da questão do câmbio. Não existe compromisso do banco central em manter volumes crescentes de reservas. O câmbio estaria, na teoria liberal, em equilíbrio a todo instante. A rigor, os bancos centrais não ficam sem uma margem de manobra em termos de reservas externas. Independentemente de haver ou não grande volatilidade no câmbio, os bancos centrais mantêm algum montante de reservas externas. Contudo, do ponto de vista teórico⁴, a quantidade ótima de reservas externas, nesse regime de câmbio flutuante, seria praticamente nula. Portanto, a noção de que o país precisa se resguardar de uma crise externa fica mitigado num regime de câmbio flutuante. Cada agente é responsável pelas suas obrigações financeiras.

Ainda segundo Carvalho (2007) quando o regime é de câmbio fixo, existe o monopólio cambial, cabendo somente ao banco central a posse de moeda estrangeira no país - ou aos agentes por ele autorizados. A determinação do câmbio é fixada de forma arbitrária. Se for fixada acima do equilíbrio, ou seja, num nível suficientemente alto para estimular um excesso de exportações sobre importações, o efeito seria o de contínua acumulação de divisas que envolveria uma crescente monetização da economia. Se o banco central quisesse “esterilizar” o efeito da ampliação da base monetária, poderia vender seus títulos públicos e retirar liquidez/moeda da economia. O efeito dessa estratégia é que estaria o banco central aplicando em dólares e sendo remunerado pela taxa de juros externa e pagando juros internos normalmente mais altos. Este diferencial de juros entre o rendimento da aplicação dos dólares e os juros pagos pelos títulos públicos são os custos da formação de reservas⁵.

Dessa forma, o mercado de câmbio é fruto da interação entre oferta e demanda de divisas. Definindo-se divisas, de acordo com Krugman (2007), como moedas de outros países aceitas internacionalmente⁶.

⁴ Baseado na teoria econômica neoliberal.

⁵ Não é do intuito do artigo se aprofundar na discussão sobre esterilização monetária, seus custos e nem os argumentos prós e contras a acumulação de reservas internacionais.

⁶ Há uma literatura extensa sobre a Hierarquia de Moedas, veja mais em Krugman (1995) e Cohen (1998).

No regime de câmbio administrado, durante um ataque especulativo, a taxa de câmbio é resultante da correlação de forças entre a autoridade monetária e esses mercados. Sob câmbio flutuante, cresce exponencialmente a importância dos mercados financeiros na determinação da taxa de câmbio que passa a ser reflexo direto do jogo de interesse dos agentes. Mesmo no caso de haver política de flutuação suja, quando ocorre intervenção pública no mercado de câmbio, sua efetividade dependerá estreitamente da correlação de forças entre o Banco Central ou autoridade monetária e os mercados.

Por definição, no câmbio flutuante, quanto menor for a interferência das autoridades monetárias nas operações com divisas, maior será a influência dos mercados financeiros globalizados na determinação da taxa de câmbio e nos preços dos demais ativos financeiros domésticos (Farhi 2006). Nas economias emergentes que adotaram a livre circulação de capitais e o câmbio flutuante, constata-se forte volatilidade das principais variáveis financeiras e acentua-se a inter-relação entre taxa de juros e taxa de câmbio. Segundo a autora Farhi (2006):

“quanto maior for o grau de abertura financeira das economias periféricas, mais estarão sujeitas às bruscas mudanças de humores dos investidores estrangeiros levando à acentuada e, por vezes, nefasta volatilidade de suas principais variáveis financeiras.” (FARHI, 2006, p.03)

1.3 – Objetivos, estratégias e consequências da política cambial

Os objetivos da política cambial podem se subordinar a diferentes objetivos macroeconômicos, dentre os quais a autora Prates (2007)⁷ destaca: o controle da inflação; a manutenção do equilíbrio externo e da competitividade externa; e a prevenção de crises ou desordens de mercado que comprometam a estabilidade financeira. Esses objetivos macroeconômicos condicionam, por sua vez, as metas perseguidas, os indicadores monitorados, a forma de intervenção (esterilizadora ou não) e as estratégias adotadas pelas autoridades monetárias.

⁷ PRATES, Daniela M. Relatório 2. Os dilemas da gestão do regime de câmbio flutuante no **Brasil**. Campinas. Texto para Discussão. Cecon/IE/UNICAMP n. 133 set. 2007. ISSN 0103-9466

Pode-se afirmar que sobre as regias de um regime de câmbio flutuante, porém com intervenções, se a principal meta de política monetária é a inflação, o *pass-through* das variações cambiais para os preços internos e a evolução da taxa de câmbio serão monitorados de forma a prevenir mudanças abruptas na taxa, para que a mesma afete o menos possível os preços, e reduzir sua volatilidade (Moreno, 2005). Do mesmo modo a perseguição de um patamar para a taxa de câmbio com objetivo econômico de manutenção da competitividade externa, seria necessário monitorar essa taxa de câmbio de modo a promover as exportações, dado seu importante papel para um crescimento econômico sustentável.

Há também a possibilidade da adoção de um regime cambial intermediário entre as soluções polares, esta estaria associada à chamada “demanda precaucional” por reservas, que tem sido considerada uma estratégia racional das autoridades monetárias dos países emergentes no contexto das finanças globalizadas e liberalizadas (Aizenman *et al.*, 2004, Dooley *et al.*, 2004).

Segundo salienta Ramon Moreno (2005) em seu *paper* para o BIS, tanto os objetivos e as metas, como a eficácia da intervenção no mercado de câmbio dependem de dois conjuntos de fatores. O primeiro conjunto se refere aos condicionantes estruturais, que no caso dos países emergentes, emissores de moedas não-conversíveis, esse grau constitui um condicionante fundamental da política cambial. O segundo conjunto de fatores se refere aos condicionantes conjunturais, que incluem, além da situação do balanço de pagamentos, o grau de *pass-through* das variações cambiais aos preços e de *currency-mismatch*, estruturalmente mais elevados nesses países (Moreno, 2005, apud Prates, 2007, p. 65).

Outra questão analítica fundamental, associada à discussão da eficácia da política cambial, diz respeito aos limites e as consequências indesejáveis da intervenção esterilizadora, ou seja, a capacidade da autoridade monetária conduzir esse tipo de intervenção durante um longo período de tempo. A literatura aponta três principais restrições. (Prates, 2007).

Nas palavras de Daniela Prates:

“A primeira consiste no argumento tradicional de Mundell (1963), conhecido como “trindade impossível”, que se refere à impossibilidade do banco central controlar simultaneamente a taxa de câmbio nominal e a taxa

de juros do mercado monetário. No caso da intervenção para conter a depreciação, o limite seria dado pelo estoque de reservas e das linhas de crédito disponíveis ao país; o esgotamento desses recursos conduz, inevitavelmente, a elevação da taxa de juros. Já o limite da intervenção para conter a apreciação seria menos evidente, pois, em princípio, as reservas poderiam continuar crescendo. Contudo, a intervenção esterilizadora manteria a taxa de juros elevada, o que atrairia mais fluxos, mantendo a necessidade de esterilização. Ademais, em algum momento, o custo da esterilização atingiria níveis insustentáveis, levando ou a queda da taxa de juros ou a apreciação cambial. (PRATES, 2007, Relatório 2, p. 18)''.

A segunda restrição segundo a autora refere-se à possível distorção provocada pela esterilização sobre a oferta de ativos e seus respectivos preços relativos. Como salienta Prates (2007), se os títulos domésticos vendidos pelo banco central para esterilizar o impacto monetário das compras de divisas são imperfeitos substitutos dos títulos externos, as autoridades precisarão pagar taxas de juros mais elevadas sobre os seus títulos para estimular a sua compra, contudo a troca de moeda por títulos pelos agentes domésticos exercera pressão baixista sobre essas taxas. Ademais, especificidade nos mercados financeiros emergentes pode acentuar esses impactos.

A terceira restrição consiste nos custos elevados de emitir títulos de alta rentabilidade denominados em moeda local em troca de reservas em termos do déficit fiscal, especialmente nos países que já possuem uma dívida pública elevada. Em algumas circunstâncias, a combinação de custos altos e reservas crescentes podem sinalizar aos mercados que a política é insustentável e induzir fluxos de capitais desestabilizadores (Farhi, 2004). Este é a principal restrição a política cambial brasileira, seguida por uma intervenção esterilizadora, pois a nossa histórica política monetária baseada em juros muito altos (disparado os maiores juros reais do mundo) se traduz em elevadíssimos custos para se manter uma política esterilizadora. Essa duplicidade gera desconfiança na eficácia da política cambial e sua durabilidade.

1.4 – Conseqüências da política cambial para os países emergentes.

A liberalização dos fluxos de capital e a desregulamentação financeira consagraram a taxa de câmbio como o principal canal de transmissão da instabilidade de um modo geral. A necessidade de reduzir ou eliminar o impacto macroeconômico de ataques especulativos ou crises cambiais, decorrentes da volatilidade dos fluxos de capitais para as economias emergentes, é apontada como um dos parâmetros básicos da escolha do regime cambial.

Os regimes cambiais sugeridos para as economias emergentes são bastante distintos. Alguns adotam a abordagem bipolar, segundo a qual a escolha estaria limitada ao regime de câmbio fixo e de câmbio absolutamente flutuante, porque regimes intermediários as tornariam mais expostos a ataques especulativos Farhi (2006).

A adoção de um regime de câmbio flutuante, ao desestimular o endividamento externo, seria desejável nas economias emergentes que não podem se endividar externamente na sua própria moeda pois padecem de um pecado original. (Eichengreen; Hausmann; Panizza. *Currency mismatches, debt intolerance and original sin*. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, 1999. NBER Working Paper, n. 10036).

Segundo salienta Farhi (2006), os países emergentes, possuidores de moedas ditas periféricas, teriam “*fear of floating*”, ou seja, medo de flutuar. Isto porque, a combinação desse regime com o ambiente de crescente mobilidade de capitais não resultou em ajustes automáticos do balanço de pagamentos e no aumento da autonomia de política econômica. Pelo contrário, acentuou a interação entre os movimentos das taxas de câmbio e de juros e estimulou os movimentos especulativos de capitais.

Estudos sugerem que países periféricos possuem algumas características estruturais, associada à natureza não-conversível de suas moedas, dentre as quais: a maior volatilidade dos fluxos de capitais; o “descasamento de moedas” (*currency mismatch*) associado ao acúmulo de passivos externos e internos denominados em moeda estrangeira; o *pass-through* mais elevado das variações cambiais aos preços (Grenville, 2000; Mohanty e Scatigna, 2005, apud Prates, 2009, p. 8).

Segundo dados salientados por Prates (2007), há estudos que revelam que a maioria das intervenções é realizada no mercado de câmbio a vista doméstico (*onshore*) no segmento interbancário ou secundário (*wholesale*).

“Todavia, apesar da predominância dessas intervenções, os países emergentes utilizam um leque de instrumentos de política cambial muito mais amplo do que os países centrais. Além da compra e venda de divisas no mercado a vista, esse leque inclui derivativos financeiros –, *swaps* (utilizados na Índia, Indonésia e Brasil); opções (utilizados no México); e contratos futuros – e operações com títulos de dívida indexados a taxa de câmbio. As intervenções regulares predominam em economias grandes com elevado grau de abertura externa e aquelas irregulares em países pequenos e, igualmente, abertos. Em relação aos volumes envolvidos, não há um padrão geral. (PRATES, 2007, p 24).”

Segundo pesquisa do BIS junto a diversos Banco Centrais⁸, a postura destes em relação à transparência das intervenções mostrou-se bastante heterogênea (Archer, 2005), mesmo entre os países que adotam o binômio “metas de inflação e câmbio flutuante” e perseguem metas semelhantes de política cambial. De forma geral, os bancos centrais que procuram reduzir a volatilidade cambial são mais transparentes e divulgam informações detalhadas sobre as intervenções correntes. Contudo, existem exceções. Na Coreia, o banco central pode intervir mediante instituições selecionadas entre os principais bancos (*dealers*) e exige o compromisso de não-divulgação de informações (Rhee, 2004).

É de se esperar que as estratégias de intervenção condicionem, por sua vez, a eficácia da política cambial. Contudo, essa eficácia depende, igualmente, de características estruturais dos países (grau de abertura financeira, dimensão do mercado de câmbio, etc.).

É interessante mencionar que os bancos centrais também declararam na referida pesquisa, que conter movimentos de apreciação cambial tende a ser mais fácil do que resistir a

⁸ BIS Paper 24, que incluem informações obtidas a partir da pesquisa por esta instituição junto a 23 bancos centrais de países emergentes presentes na reunião realizada nos dias 2 e 3 de dezembro de 2004 (*December 2004 Meeting of Deputy Governors of central banks from major emerging market economies*). Trechos da pesquisa BIS foram tirados do artigo de Daniela Prates, Relatório 2 do projeto de pesquisa: O Brasil na era da globalização. Condicionantes domésticos e internacionais ao desenvolvimento (2007).

depreciação, pois não há, em princípio, limites em relação ao volume de reservas. Contudo, para os países que adotam a estratégia de intervenção esterilizada e mantêm um diferencial positivo entre os juros internos e externos, esse limite se impõe na prática devidos os custos fiscais dessa estratégia (Prates, 2007).

Finalmente, Daniela Prates menciona que, apesar do predomínio da estratégia de intervenção esterilizada, as experiências dos países emergentes diferenciaram-se em relação aos instrumentos utilizados. No Quadro 1 mostramos a intervenção via mercado, mediante emissão de títulos, e a instituição emissora do título utilizado nas operações de mercado aberto para neutralizar o impacto monetário das aquisições de divisas. Na maioria dos casos, os bancos centrais utilizam títulos de emissão própria, seja porque são os responsáveis pela política cambial (caso do Banco da Coreia, que emite os “bônus de estabilização”), seja porque os respectivos governos incorreram historicamente em superávit e, assim, não dispõem de um estoque suficiente de títulos para efetuar essas operações (caso, por exemplo, do Chile). Contudo, em alguns países (Cingapura, Nova Zelândia e Brasil) as autoridades monetárias utilizam títulos do governo nas operações de esterilização (Prates e Farhi, 2009).

Tabela 1 - Principais instrumentos de intervenção no mercado monetário

Países	Mercado
Índia	Títulos do governo
Coreia do Sul	Bônus de estabilização monetária, emitidos pelo banco central
Tailândia	Operações compromissadas, swaps cambiais e títulos do banco central
Brasil	Operações compromissadas com títulos do tesouro como colateral
Chile	Títulos do Banco Central
México	Títulos do Banco Central (títulos do governo utilizados no passado)
África do Sul	Títulos do Banco Central e do governo

Turquia	Principalmente operações compromissadas com títulos do governo.
---------	---

Fonte: Adaptado de Prates (2009) a partir de Mohanty e Scatigna (2005)

1.5 – Interdependências entre a Política Cambial e o Regime de Metas de inflação

Com a mudança do regime cambial em janeiro de 1999, a taxa de câmbio deixou de ser âncora nominal (referência de preços) da política econômica que tinha sido adotada no Brasil desde a implementação do Plano Real em 1994. Como a estabilidade de preços é condição necessária para se atingir o crescimento sustentado, era importante o governo reafirmar seu compromisso com a manutenção dessa estabilidade. A partir de então o governo e o Banco Central adotaram uma estratégia de câmbio flutuante, tentando obter com isso certa autonomia da política monetária, ou seja, o controle da taxa de juros com o objetivo não mais de regular o movimento de capitais com o exterior devido à paridade cambial, para ser usada para combater a inflação e regular a liquidez do sistema financeiro.

A alternativa encontrada pelos formuladores da política econômica foi o regime de metas para a inflação (*inflation target*), implementado em vários países do mundo, como Nova Zelândia, Canadá, Inglaterra, Suécia, Finlândia, Austrália e Espanha, entre outros.

Segundo Vasconcellos (2004), uma das distorções mais sérias provocadas pela inflação diz respeito à redução do poder aquisitivo das classes que dependem de rendimentos fixos, que possuem prazos legais de reajuste. Nesse caso, todos os trabalhadores assalariados têm seu poder de compra diminuído com o passar do tempo até que ocorra novo reajuste. Esse processo é mais intenso para os trabalhadores de baixa renda que não possuem mecanismos de proteção da renda real por meio de aplicações financeiras.

O aumento generalizado de preços domésticos em níveis superiores aos preços internacionais torna os produtos nacionais mais caros relativamente aos produzidos em outros países, considerando uma taxa de câmbio estável. Esse evento incentiva a importação de produtos estrangeiros e afeta negativamente as exportações, diminuindo o saldo comercial do

país. Num regime de taxa de câmbio flutuante, é possível que a moeda doméstica se desvalorize ante as moedas de seus parceiros comerciais. Se a taxa de câmbio for administrada pelo banco central, a autoridade monetária pode vir a ter que realizar uma desvalorização da moeda doméstica.

Os fundamentos teóricos do regime de metas de inflação se baseiam no princípio de neutralidade da moeda e nas hipóteses novo clássicas de expectativas racionais, equilíbrio de mercado, preços flexíveis e oferta de trabalho determinada por salários reais, ou seja, a quantidade de moeda não afeta o lado real da economia, ela apenas influencia os preços. Uma política monetária de elevação da taxa de juros não afeta a produção, pois o lado da oferta, segundo eles, apenas é influenciado por fatores reais como tecnologia, capital humano, entre outros.

Na prática, a fixação de metas utiliza os prognósticos da inflação como principal variável indicativa da condução da política monetária: aperto de liquidez (elevação da taxa de juros) se a inflação projetada ultrapassar a meta e aumento de liquidez (redução da taxa de juros) se a inflação projetada ficar abaixo da meta.

De acordo com Eichengreen (2002) o regime de metas pode ser definido como “uma forma de condução da política monetária utilizando-se de quatro elementos: compromisso institucionalizado de que a estabilidade de preços seja o objetivo principal da política monetária; mecanismos que permitam ao Banco Central a mensuração do alcance ou não de seus objetivos; anúncio público das metas de inflação e política de comunicação entre Banco Central e o público em geral, a respeito das decisões tomadas e das razões destas”.

No Brasil, a sistemática de metas para a inflação foi estabelecida pelo Decreto nº 3.088 de 21 de junho de 1999. Dessa forma, compete ao Banco Central, por lei, utilizar os instrumentos de política monetária necessários para o cumprimento das metas fixadas. As metas e os respectivos intervalos de tolerância são fixados pelo Conselho Monetário Nacional até 30 de junho de cada segundo ano imediatamente anterior.

O índice representativo escolhido para a aferição da inflação é o Índice de Preços ao consumidor Ampliado (IPCA) apurado pelo IBGE. Esse formato tem sido objeto de diversas

críticas. De acordo com Farhi (2006) as metas de inflação decididas com muita antecedência têm se revelado muito apertadas, porque respondem apenas à vontade política. O horizonte de um ano é muito curto para levar os preços a convergir para a meta, provocando taxas de juros desnecessariamente altas. Muitos economistas defendem que deveria ser utilizadas medidas de núcleo de inflação que permitem reduzir a repercussão dos choques exógenos nas decisões de política monetária. Soma-se ainda o fato que o BCB utiliza uma pesquisa de opinião junto a analistas de bancos, que são os quem tem mais a ganhar com taxas de juros elevadas, introduzindo um viés altista em suas decisões.

O principal instrumento para garantir meta é a taxa básica de juros, Selic. Sua elevação influi nas expectativas inflacionárias, retrai demanda e aprecia câmbio. Tudo isso contribui para reduzir a inflação, pois o mecanismo de propagação da elevação da taxa de juros até a queda da inflação ocorre pela queda da demanda.

Segundo Farhi (2004) estudos mostram que nos emergentes a combinação de metas e câmbio flutuante tem sido bastante ruim. Como estes países têm câmbio bastante volátil, ocorrem inflações periódicas devido ao efeito *pass-through* das desvalorizações cambiais e, então, eles têm dificuldades em atingir a meta. Alguns economistas defendem que a meta estipulada seja relacionada ao câmbio e/ou que se administre a flutuação cambial para que ela não interfira na perseguição da meta.

Assim como salienta Maryse Farhi em “O impacto dos ciclos de liquidez no Brasil: Mercados financeiros, taxa de câmbio, preços e política monetária”:

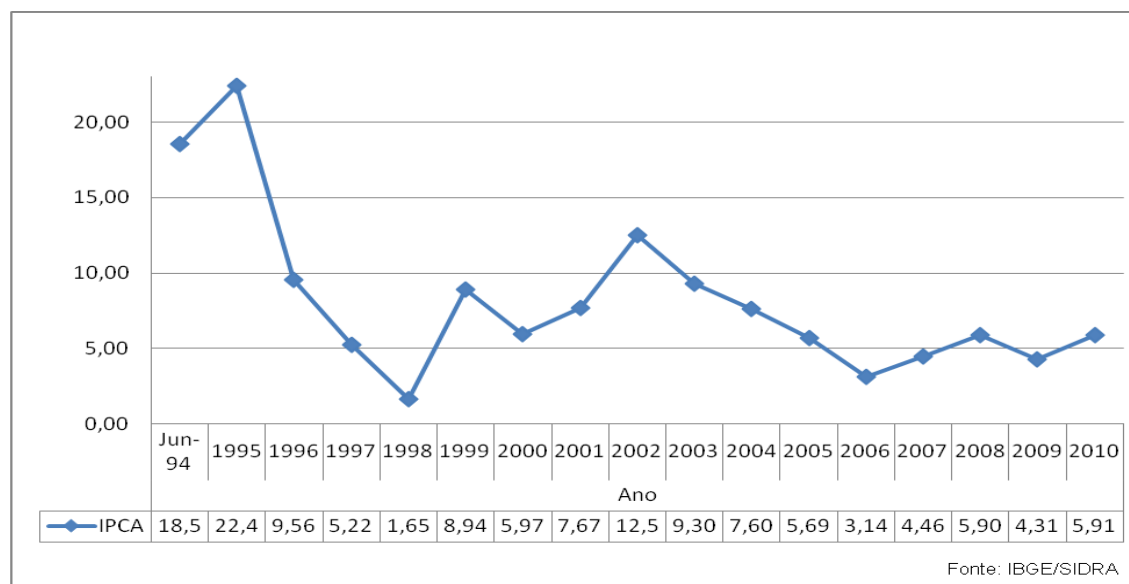
“entre os países que adotaram o regime de metas de inflação, incluem-se economias emergentes para as quais é importante examinar a questão mais estrutural da aplicação deste regime, em virtude dos choques exógenos suplementares a que estão sujeitas decorrentes da volatilidade e do caráter cíclico dos fluxos financeiros internacionais (...) nas economias com um grau elevado de abertura financeira, acentuando a inter-relação entre taxas de juros e de câmbio, enquanto as que mantêm algum grau de controle sobre os fluxos de capitais conseguem, pelo menos parcialmente, controlar suas políticas monetária e cambial.” (FARHI, 2006, p 17 e 18)

Se o efeito de transmissão (*pass-through*) das desvalorizações cambiais aos preços for elevado, as autoridades monetárias serão obrigadas a aumentar a taxa de juros em resposta a um choque externo, para controlar seus efeitos sobre os preços. Quanto maior o *pass-through*, maior será o impacto do câmbio sobre a inflação e maior a propensão das autoridades monetárias a aumentarem as taxas de juros. Nessas condições, as taxas de juros resultantes da política monetária passam a sofrer influência direta do regime cambial adotado. Truman (2002) chega a afirmar que: “se os preços da maioria dos bens e serviços estão vinculados aos movimentos da taxa de câmbio, seria razoável perguntar se essa economia está bem servida pelo regime de câmbio flutuante”.

Farhi critica ainda a política muito restritiva e pouco flexível das metas e que a visão hiper-ortodoxa do Banco Central transparece no fato que sua reação ao aumento da utilização da capacidade instalada de produção é o de buscar controlar a demanda (produto corrente), ao invés de criar condições favoráveis para um aumento da oferta (produto potencial).

É importante salientar o princípio básico do modelo teórico do regime de metas de inflação: a neutralidade da moeda. Se a moeda é neutra, as taxas de juros só têm efeito nos preços e não nas decisões de investimento que seriam tomadas em função de “fatores reais”, tecnológicos e outros. Portanto, para a autora, o Brasil, com o regime de metas de inflação, restringe seu crescimento econômico com o mix de taxas de juros muito altas e câmbio flutuante, o que faz a economia passar por movimentos de crescimento seguidos de desacelerações.

**Gráfico 2: Evolução do IPCA⁹ acumulado 12 meses em % a.a. Período de 1994 a 2010 –
Elaboração Própria**



O gráfico 2 acima ilustra o comportamento do ICPA para o período que compreende desde a implantação do Plano Real até o final de 2010 passando pela mudança de regime cambial em 1999. Nota-se que o índice sofreu influencia da desvalorização cambial pós 99, com grande flutuação e impacto da variação da taxa de câmbio na taxa de inflação. A forte desvalorização em 2002 fez o índice de inflação chegar a 12,5%a.a. o que representa forte relação de causalidade, com efeitos que partem da variação cambial para o índice de inflação.

⁹ Índice de Preços ao Consumidor Amplo. É o índice de preços usado pelo governo e Banco Central como referencia nas metas de inflação. É calculado pelo IBGE.

CAPÍTULO 2 - Política Cambial no Brasil e nos Países Emergentes. Grande Influência dos Ciclos de Liquidez Internacionais.

2.1 - Mudança de Câmbio Fixo para o Câmbio Flutuante no Brasil.

É de se ressaltar que, antes mesmo da adoção de um regime de câmbio flutuante no Brasil em 1999, foi implementada durante toda a década de 90 uma liberalização da conta de capital, retirando, assim, as possíveis restrições à movimentação das divisas. Todavia, dada à dinâmica interna dos juros, bem como o fortalecimento do bloco europeu e asiático no mercado internacional, a volatilidade do câmbio no Brasil ainda tem trazido certa preocupação.

Como salienta Prates (2007) a experiência brasileira é singular não somente em função da combinação de um contexto de ampla mobilidade de capitais com a existência de mercados de derivativos financeiros amplos e líquidos, que acentua a inter-relação entre as taxas de juros e de câmbio e, assim, entre as políticas monetárias e cambiais e o elevado custo fiscal das operações de esterilização.

A pesquisa do BIS¹⁰ revelou uma ampla diversidade em relação aos objetivos, metas e estratégias da política cambial perseguidos pelos países emergentes que adotam regimes de câmbio flutuante. Na análise desta pesquisa realizada por Prates (2007) predomina o controle da inflação (estabilidade interna dos preços), coerentemente com a adoção de regimes de metas de inflação, explícitos ou implícitos, nos países emergentes no que diz respeito aos objetivos macroeconômicos mais gerais. Todavia, em alguns países, a gestão cambial também contempla como objetivos a manutenção da competitividade externa (preservação do valor externo da moeda), a estabilidade financeira e a redução da vulnerabilidade externa.

¹⁰ Esta seção baseia-se, nos diversos artigos publicados no BIS Paper 24, que incluem informações obtidas a partir da pesquisa por esta instituição junto a 23 bancos centrais de países emergentes presentes na reunião realizada nos dias 2 e 3 de dezembro de 2004 (*December 2004 Meeting of Deputy Governors of central banks from major emerging market economies*). Trechos da pesquisa BIS foram tirados do artigo de Daniela Prates, Relatório 2 do projeto de pesquisa: O Brasil na era da globalização. Condicionantes domésticos e internacionais ao desenvolvimento (2007).

A maioria dos países emergentes possuiu o controle da inflação como objetivo macroeconômico mais geral, contudo também elege como meta da política cambial a redução da volatilidade da taxa de câmbio, tanto para minimizar variações excessivas, bem como para reduzir a velocidade de mudança da taxa de câmbio.

Do mesmo modo a atenuação da volatilidade cambial também constitui uma meta da política cambial quando esta se subordina a outros objetivos macroeconômicos, de forma complementar ou não com o controle da inflação. Nos momentos em que a preservação da estabilidade financeira constitui o objetivo prioritário da política cambial, a meta complementar consiste no provimento de liquidez para garantir o funcionamento do mercado (Pires de Souza e Hoff, 2006). Em 2002 na Coreia e no Brasil, as respectivas autoridades monetárias intervieram em períodos de volatilidade cambial, induzida por incertezas políticas, para prover liquidez e preencher os *gaps* entre as cotações de compra e venda.

Outra unanimidade entre os Bancos Centrais como meta de política cambial mencionada na pesquisa do BIS refere-se à acumulação de reservas em moeda estrangeira: a “demanda precaucional” por reservas. Todos os 16 bancos centrais que responderam ao questionário acreditam que essa acumulação tem impacto positivo sobre a situação de vulnerabilidade externa, ao reduzirem os riscos de ataques especulativos e ampliarem a capacidade de intervenção do banco central, e sobre os *ratings* soberanos (Prates 2007).

No caso da economia brasileira a impossibilidade de o banco central controlar, simultaneamente, a taxa de juros básica e a taxa de câmbio nominal num ambiente de livre mobilidade de capitais foi levada ao limite devido a duas especificidades. Como destaca Prates (2007) em seu texto, a primeira especificidade consiste no alto custo fiscal das operações de esterilização: a adoção de uma estratégia mais agressiva de compra de divisas com esterilização parcial dos seus impactos monetários colocaria em xeque a política de metas de inflação que vem sendo ancorada na manutenção de uma alta taxa de juros básica. A segunda (e principal) especificidade reside na existência de mercados de derivativos financeiros (BM&F) amplos e líquidos, resultado da interação de dois fatores que se auto-alimentaram na fase de auge do ciclo recente de liquidez: o maior grau de desenvolvimento desses mercados, relativamente aos

demais países emergentes, e o acesso sem restrições dos investidores estrangeiros a BM&F a partir de 2000.

Assim, se pode afirmar que a principal especificidade do mercado de câmbio brasileiro consiste na dimensão, liquidez e profundidade do seu segmento futuro. Como vimos no Capítulo anterior essas características vinculam-se, intrinsecamente, ao livre acesso dos investidores estrangeiros a esse segmento, que intensificou os canais de transmissão entre as decisões de aplicação desses investidores, a taxa de juros e a taxa de câmbio nominal.

2.2 – Cronologia do câmbio fixo para o câmbio flutuante.

O Plano Real foi adotado num período de farta liquidez internacional para as economias emergentes. Os fluxos de capitais internacionais resultaram em forte apreciação da taxa de câmbio do real e permitiram que o governo adotasse uma âncora cambial para os preços. Mas, este ciclo reverteu-se com a crise asiática de 1997, ainda durante o primeiro mandato presidencial de Fernando Henrique Cardoso e levou à crise cambial de janeiro de 1999. No início do segundo mandato de FHC, essa crise forçou a adoção do regime de câmbio flutuante que se traduziu por forte desvalorização. A fase de forte aversão aos riscos e baixa liquidez internacional ainda produziu dois ataques especulativos contra o real em 2001 e 2002.

O período de elevada liquidez internacional para economias emergentes coincidiu com a posse do governo Lula e provocou uma euforia nos mercados de ativos financeiros brasileiros e uma acentuada elevação de posições especulativas, notadamente de investidores estrangeiros.

Mas, a partir do início do segundo semestre de 2004, a valorização do real voltou a ter forte aceleração quando a autoridade monetária assinalou para o início de novo ciclo de alta da taxa de juros básica. A combinação entre juros mais elevados e um risco-país que continuava a se reduzir começou a atrair o interesse dos especuladores mais agressivos. Tal euforia resultou numa apreciação do real tão acentuada que o câmbio passou a constituir até os dias de hoje, uma séria ameaça à competitividade externa dos produtos brasileiros e, por conseguinte, aos investimentos, à produção e ao emprego.

Portanto é possível identificar três fases ou subperíodos dos fluxos internacionais de capital para durante os diferentes tipos de política cambial adotada pelo Brasil, tanto durante a política de câmbio administrado, quanto com câmbio flutuante: (a) Implantação do Plano Real até janeiro de 1999, período de câmbio administrado, com bandas cambiais e alta dos fluxos de capitais; (b) de janeiro de 1999 a dezembro de 2002, período de escassez de fluxos de capitais; (c) de 2003 a agosto de 2008, novo período de abundância desses fluxos.

Os objetivos deste capítulo, a partir de então, é analisar os movimentos da taxa de câmbio com a adoção da política de câmbio flutuante. Portanto dividiremos este período nos dois momentos dos fluxos de capital externo; primeiramente falaremos da fase de “pessimismo”, fase de janeiro a dezembro de 2002; e da fase de “otimismo” de janeiro de 2003 a agosto de 2008.¹¹

2.3 – Flutuação cambial na fase de “pessimismo”: janeiro de 1999 a dezembro de 2002

Na vigência da banda cambial, o ataque especulativo, a demanda por divisas e a fuga de capitais tinham impacto direto no nível das reservas internacionais do país. Num regime de taxa de câmbio flutuante, a demanda por divisas e a fuga de capitais passam a ocasionar uma depreciação da taxa de câmbio. A combinação das políticas macroeconômicas câmbio flutuante/ regime de metas de inflação passou a mostrar seu potencial de transmitir à atividade econômica a instabilidade gerada nos mercados financeiros

Como destaca Farhi (2006), entre janeiro de 1999 e dezembro de 2002, o país enfrentou uma situação de restrição externa de divisas e predominou uma situação de escassez estrutural de vendedores e excesso de compradores no mercado de câmbio brasileiro.

Como salienta Prates e Farhi (2007) enquanto a oferta se restringia aos fluxos (associados, basicamente, ao superávit comercial a partir de 2001 e aos investimentos diretos externos e eventuais), a demanda não provinha somente da necessidade de honrar os compromissos externos vinculados às transações correntes (importações de bens e serviços e

¹¹ A divisão nestes períodos será feita com base em diversos autores, tendo como principal sustentação os argumentos de Prates (2009)

remessas de juros, lucros e dividendos), mas principalmente da demanda especulativa e por cobertura de riscos, seja dos estoques de ativos estrangeiros, produtivos e financeiros, no país, seja da dívida externa privada, seja dos empréstimos internos indexados a taxa de câmbio, cuja participação no total dos empréstimos a pessoas jurídicas manteve acima de 35% no triênio 2000-2002.

Assim, o desequilíbrio entre demanda e oferta de divisas decorreu tanto do comportamento desfavorável do Balanço de Pagamentos nesse período (ver Tabela 2), como do acúmulo de passivos externos ao longo da segunda metade dos anos 1990. Por sua vez, esse acúmulo decorreu da estratégia de política econômica adotada no período imediatamente anterior, ancorada na ampliação da abertura financeira e da participação das empresas e bancos estrangeiros na economia brasileira, que viabilizou o financiamento do déficit em conta corrente durante o regime de câmbio administrado (Prates, 2007).

Tabela 2 - Balança de Pagamentos – US\$ milhões (1999 – 2002)

	Ano 1999	Ano 2000	Ano 2001	Ano 2002
Transações Correntes	-25335	-24225	-23215	-7637
Balança Comercial (FOB)	-1199	-698	2650	13121
Exportações	48011	55086	58223	60362
Importações	49210	-55783	-55572	-47240
Serviços e Rendas	-25825	-25048	-27503	-23148
Transferências unilaterais	1689	1521	1638	2390
Conta Capital e Financeira	17319	19326	27052	8004
Conta Capital	338	273	-36	433
Conta Financeira	16981	19053	27088	7571
Capitais Voluntários	14016	29377	20331	-3909
Investimento direto	26888	30498	24715	14108
Investimento em carteira	3802	6955	77	-5119
Derivativos	-88	-197	-471	-356
Outros investimentos	-16586	-7879	-3990	-12542
Operações de Regularização FMI	2966	-10323	6757	11480
Erros e Omissões	194	2637	-531	-66
Resultado Global do Balanço	-7907	-2262	3307	302
Resultado Global Excluindo FMI	-10787	8062	-3451	-11179

Fonte: Adaptado de Prates (2009)

Segundo a análise de Prates e Farhi (2007) a autoridade monetária brasileira possuía um raio de manobra muito limitado para atender as principais metas dessa gestão. O reduzido raio de manobra da gestão cambial decorria de três fatores: (i) da impossibilidade de recorrer ao mercado de derivativos de câmbio, devido à proibição de atuação do BCB com derivativos de câmbio imposta pelo acordo com o FMI de março de 1999 e mantida no acordo de 2001, podendo o BC somente atuar no mercado a vista e através de títulos indexados a taxa de câmbio; (ii) do pequeno volume de reservas internacionais que poderia ser utilizado nas intervenções no mercado de câmbio a vista – inferior ao total disponível no ativo do BCB devido aos limites impostos pelo acordo do FMI¹² (iii) do volume já muito elevado do estoque da dívida mobiliária interna indexada a taxa de câmbio.

A deterioração da balança de pagamentos e a desvalorização cambial foram provocadas por uma sucessão de episódios: deflação da bolha das ações de alta tecnologia, crises cambiais da Turquia e da Argentina, desaceleração do crescimento ou recessão nos países centrais e os ataques terroristas de 11 de setembro de 2001 (Pires de Souza e Hoff, 2006; Farhi, 2006).

A instabilidade externa e seus reflexos sobre o mercado de câmbio estancaram-se por um breve período – de janeiro e março de 2002. No entanto, um novo ataque especulativo contra o real iniciou-se em abril 2002. Como argumenta Daniela Prates (2007) em suas próprias palavras:

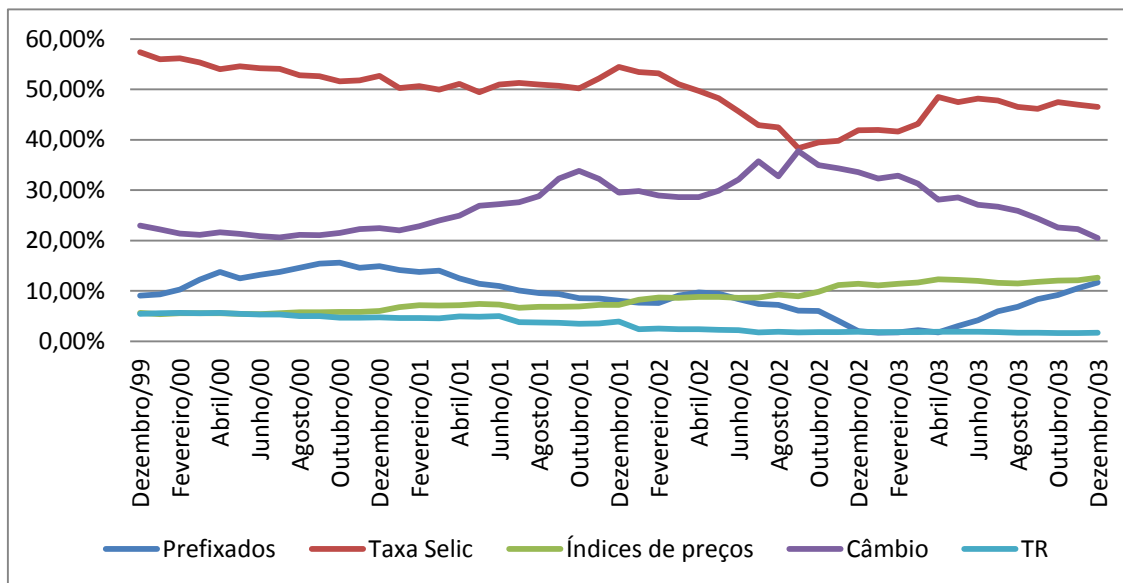
“O chamado efeito-Lula, o principal fator subjacente a esse ataque foi o forte aumento da aversão ao risco no mercado financeiro internacional. Esse novo ataque especulativo teve uma dimensão mais ampla, pois alguns agentes começaram a manifestar uma preocupação crescente com a solvência da dívida pública interna. (PRATES, 2007, p. 47)”

Para conter os prejuízos aos agentes financeiros e de mercado, o tesouro nacional utilizou em larga escala os títulos públicos com indexador cambial (NTN-D). Os custos das crises cambiais sob o regime de câmbio flutuante foram, igualmente, absorvidos pelo setor público,

¹² Para procurar atender as metas da gestão do regime de câmbio flutuante na fase de pessimismo, o BCB não se limitou a intervir no mercado de câmbio a vista, mas utilizou outros instrumentos de política cambial, como a emissão de títulos indexados a taxa de câmbio e de swaps cambiais. Todavia, o recurso a esses três instrumentos de política cambial não foi homogêneo ao longo desse período, tendo sido condicionado pela dimensão das pressões no mercado de câmbio (associadas à evolução do Balanço de Pagamentos e ao grau de aversão ao risco dos investidores).

que assumiu o risco cambial privado mediante a oferta de títulos públicos e *swaps* cambiais, como prova os dados do gráfico 3. Ou seja, mais uma vez foi observado o processo de socialização das perdas, recorrente na economia brasileira. Se a gestão cambial foi praticamente impotente em conter a volatilidade e a desvalorização da taxa de câmbio, ela foi, em alguma medida, eficaz no sentido de prover *hedge* cambial ao mercado (Prates, 2007).

Gráfico 3: Composição da Dívida Pública por Indexador em % – De 1999 a 2003



Fonte: Tesouro Nacional. Elaboração própria.

2.4 – Regime de câmbio flutuante na fase de “otimismo”: janeiro de 2003 a dezembro de 2008

Como salienta Biancareli (2007), durante a fase de otimismo, que se iniciou em 2003 e vigorou até junho de 2007, ocorreram vários fatores que determinaram o retorno dos fluxos de capitais internacionais como: resultados favoráveis nas transações comerciais e correntes com o exterior; elevado apetite por risco dos investidores globais; e a adoção de uma política monetária excessivamente restritiva fizeram resultar numa trajetória ininterrupta de apreciação cambial, que constituiu a principal determinante da eficácia da política de metas de inflação dado o elevado *pass-through*.

De acordo com Farhi (2006), a partir de 2003, o novo ciclo de liquidez internacional para economias emergentes levou o BCB a atuar de forma intermitente no mercado de câmbio, comprando divisas para recompor reservas. Mas, suas intervenções não foram persistentes, reforçando a interpretação dos agentes dos mercados financeiros que sua intenção básica era de promover a valorização cambial como instrumento contra a inflação.

Tabela 3 - Balança de Pagamentos – US\$ milhões (2003 – 2008)

	Ano 2003	Ano 2004	Ano 2005	Ano 2006	Ano 2007	Ano 2008
Transações Correntes	4177	11738	14199	13621	1551	-28192
Balança Comercial (FOB)	24794	33666	44757	46458	40032	24836
Exportações	73084	96475	118308	137807	160649	197942
Importações	-48283	-62809	-73551	-91350	-120617	-173107
Serviços e Rendas	-23483	25197	-34115	-37143	-42510	-57252
Transferências unilaterais	2867	3268	3558	4306	4029	4224
Conta Capital e Financeira	5111	-7356	-8808	15982	89086	29352
Conta Capital	498	339	663	869	756	1055
Conta Financeira	4613	-7696	-9470	15113	88330	28297
Capitais Voluntários	-156	-3333	13801	15113	88330	28297
Investimento direto	9894	8695	12676	-9420	27518	24601
Investimento em carteira	5308	-4750	4885	9573	48390	1133
Derivativos	-151	-677	-40	383	-710	-312
Outros investimentos	-15207	-6600	-3720	14577	13131	2875
Operações de Regularização FMI	4769	-4363	-23271	0	0	0
Erros e Omissões	-793	-2137	-1072	965	-3152	1809
Resultado Global do Balanço	8496	2244	4319	30569	87484	2969
Resultado Global Excluindo FMI	3726	6607	27591	30569	87484	2969

Fonte: Adaptado e atualizado a partir de Prates (2009).

Como demonstram os dados na tabela 3, no primeiro período (jan/03 a nov/04), o BCB praticamente não interveio no mercado de câmbio a vista, comportamento que seria de se esperar de janeiro de 2003 a julho de 2004, , após os meses iniciais de correção do *overshooting* de 2002. Mesmo a partir de julho de 2004, quando essa taxa inicia seu prolongado processo de apreciação, as atuações da autoridade nesse mercado mantiveram-se intermitentes, dado o objetivo implícito de usufruir desse processo para atingir as metas de inflação. Nesse período, a estratégia principal da política cambial foi o resgate agressivo dos títulos cambiais (BCB, 2003 e 2004), que persistiu no período posterior.

O segundo período (dez/04 a jun/07) caracteriza-se, exatamente, pelo retorno do BCB ao mercado de câmbio, mas agora na ponta compradora dos seus dois segmentos, a vista e de derivativos.

O objetivo explícito do Banco Central do Brasil foi de acumular “*reservas internacionais (...)* e (...) *não impor tendência nem pisos à flutuação cambial, assim como não adicionar volatilidade ao mercado*” (BCB, 2007: 69). Dada a política monetária restritiva vigente no período, a autoridade monetária brasileira adotou persistentemente a estratégia de intervenção esterilizadora, ou seja, de neutralizar o impacto monetário das suas compras de divisas mediante venda de títulos públicos no mercado aberto a partir das chamadas operações compromissadas.

Nas palavras de Daniela Prates:

“A política de acumulação de reservas internacionais adotada a partir do final de 2004 com o objetivo fortalecer a posição externa do país direta (mediante a constituição de um “colchão” de liquidez em moeda estrangeira) e indiretamente (via melhora nos *ratings* externos) – depara-se com dois importantes constrangimentos o elevado estoque de dívida pública mobiliária concentrada no curto prazo e indexado a taxa Selic e o expressivo diferencial entre os juros internos e externos, que torna o custo de carregamento dessas reservas excessivamente alto (PRATES, 2007, p. 54)”.

Para entender uma valorização tão acentuada da taxa de câmbio do real deve se acrescentar o considerável aumento do volume de operações financeiras com instrumentos derivativos ao fluxo de câmbio no mercado à vista. Essas operações com instrumentos fora de balanço, caracterizadas por uma alavancagem elevada, buscam tirar proveito da valorização do real e das elevadas taxas de juros internas. Através da arbitragem, a taxa de câmbio formada nos mercados para liquidação futura tem impacto direto na taxa de câmbio à vista (Farhi 2006).

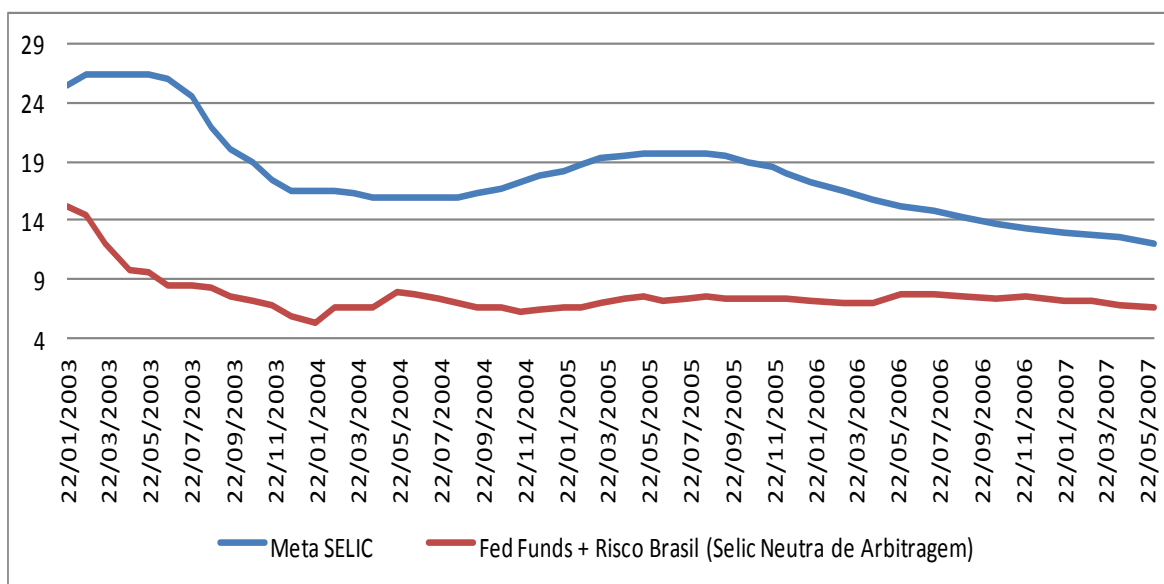
“A apreciação do real foi muito maior em relação ao dólar do que a de outras moedas em decorrência, de um lado, do endurecimento da política monetária e, de outro lado, da queda do risco país. É indispensável sublinhar

novamente que a taxa de juros brasileira tem constituído um recorde mundial tanto em termos nominais quanto reais (FARHI, 2006, p.32)”.

Ainda de acordo com a análise Farhi (2006) o patamar da taxa de juros básica da economia brasileira tem dois efeitos simultâneos e contraditórios: de um lado, estimula a ampliação do passivo externo de curto prazo do país (na forma de investimento de portfólio em renda fixa e de dívida de curto prazo); de outro lado, onera o custo de carregamento das reservas em moeda estrangeira, que constituem o “colchão de segurança ”necessário para fazer frente à reversão potencial desse passivo.

Assim como explicita Biancareli (2007) a interação entre as expectativas de queda do risco Brasil, da desaceleração dos cortes da taxa Selic, e a melhora das expectativas do *rating* brasileiro, fez com que mantivesse o diferencial entre a taxa Selic e a taxa denominada “Selic neutra de arbitragem” (ver gráfico 4) – que consiste na soma do risco-país com a taxa de juros de menor risco (*Fed Fund Rate*). Nesta lógica o gráfico abaixo prova que a queda da Selic neutra de arbitragem, puxada pela queda o Risco Brasil, não foi acompanhada na mesma proporção de uma queda da taxa Over Selic.

Gráfico 4: Selic e Selic Neutra de Arbitragem – De 2003 a 2007.



Fonte: Adaptado de Prates (2009)

Neste contexto da fase de otimismo do ciclo de liquidez internacional, mesmo depois das intervenções do BCB, levanta-se a questão de porque a moeda brasileira ter continuado a se apreciar até agosto/setembro de 2008? Para a autora Daniela Prates (2009) a resposta está no próprio propósito das intervenções do BCB. Em outros termos, na fase de auge do ciclo de liquidez internacional, as intervenções do BCB na ponta compradora do mercado de câmbio visavam reconstituir um colchão de liquidez em moeda estrangeira e reduzir a volatilidade cambial, sem procurar influenciar a tendência de apreciação do real (que se revelou fundamental para a eficácia da política de metas de inflação).

Os derivativos tiveram papel importante na apreciação do real não já que essas operações são realizadas tanto em mercados organizados, que fornecem números precisos sobre os volumes negociados, quanto em mercados de balcão, inclusive os localizados *offshore* para os quais não existem números recentes e confiáveis¹³.

¹³ “O mecanismo de derivativos financeiros neles empregado é o *non deliverable forward* (NDF) ou mercado a termo sem entrega física. O NDF é conceitualmente similar a uma simples operação de câmbio a termo em que as partes concordam com um montante principal, uma data e uma taxa de câmbio futuras. A diferença é que não há transferência física do principal no vencimento. A liquidação financeira que reflete a diferença entre a taxa de câmbio inicial e a constatada na data do vencimento é feita em US\$ ou em outra divisa plenamente conversível (FARHI et al., 2011, p. 9)”

CAPÍTULO 3 – Influência dos Fluxos de Capitais e a Adoção de Medidas de Controle de Capitais no Brasil

3.1 – Efeito dos fluxos financeiros

Em países que adotam regime de política econômica pautada no câmbio flutuante, a influência dos mercados financeiros na determinação da taxa de câmbio nominal aumenta de forma significativa. Neste contexto, a eficácia da política cambial dependerá da correlação de forças entre a autoridade monetária e os agentes privados (Farhi, 2006). De acordo com Akyuz (1992 e 1993), a abertura financeira diz respeito à facilidade com que os residentes podem adquirir ativos e passivos denominados em moeda estrangeira e do acesso de não-residentes ao mercado financeiro doméstico.

Em novembro de 2010, teve início a expansão monetária americana, denominada de *quantitative easing 2* (QE2) para distingui-la da política adotada em 2008¹⁴. A QE2 consiste na compra, pelo banco central, de títulos públicos de longo prazo sem que haja esterilização do volume de moeda emitido para essas compras. O seu objetivo era combater uma eventual espiral deflacionista (Fisher, 1933) ao prover liquidez ao sistema, aumentar a quantidade de dinheiro em circulação e, em última instância, suscitar expectativas inflacionárias nos agentes (Farhi 2011).

Entretanto, havia um movimento de apreciação cambial das moedas das economias emergentes anterior à crise financeira de 2008. Contudo, já no período imediatamente pós-crise algumas moedas se valorizaram de forma mais acentuada que as demais, com particular destaque para a moeda brasileira que aparecia em primeiro lugar no *ranking* mundial das moedas que mais se valorizaram. Como afirma Farhi, pode-se dizer que a QE2 reforça a tendência de apreciação dessas moedas e agrava os desequilíbrios daquelas economias onde a taxa de câmbio já se encontrava apreciada.

¹⁴ De acordo com Farhi et al (2011) O QE1 consistiu, sobretudo, na compra pela autoridade monetária de ativos privados de diferentes maturidades (do curto prazo, como os *commercial papers*, até o longo prazo, como os *Mortgage Backed Securities*) presentes nos balanços das instituições financeiras e cujos mercados tinham perdido liquidez. Essa atuação não tradicional passou a se expressar na acentuada expansão do balanço do Fed. Antes da crise, esse balanço era de, aproximadamente, US\$870 bilhões, saltando para mais de US\$ 2 trilhões a partir de final de 2008. A composição dos ativos desse balanço também se altera significativamente: em julho de 2007, os títulos públicos federais representavam 87% do total; em fim de dezembro de 2008, essa participação era de apenas 21% enquanto o saldo era constituído por títulos de dívida privados, incluindo os lastreados em hipotecas (Mattos, 2010).

Como informa Ocampo (2000) apud Prates (2009, p. 8), em função das especificidades dos países emergentes, o regime cambial destes países esta sujeito a demandas conflituosas num contexto de abertura financeira. Estes países enfrentam diversos dilemas de condução da política cambial com conflitos de interesses. Por um lado, a demanda por estabilidade, associada à necessidade de: i) manter uma taxa de câmbio real competitiva para sustentar o desempenho das exportações; ii) conter os efeitos pró-cíclicos das flutuações cambiais, provocadas pelos ciclos de “*boom-burst*” de fluxos de capitais; iii) garantir uma ancora para os preços internos. Por outro lado, a demanda por flexibilidade: variações da taxa de câmbio nominal contribuem para o ajuste da taxa de câmbio real frente a mudanças nos termos de troca ou na taxa de crescimento. Contudo, como vimos no capítulo anterior, não são somente estes conflitos que aparecem para os formadores de política econômica.

Para tentar conter o atual processo de valorização do real, dita por muitos economistas como excessiva, o governo brasileiro através do ministério da Fazenda vem adotando algumas medidas de controle de capital¹⁵ para evitar uma entrada excessiva de divisas no Brasil pela conta financeira, buscando apenas aplicações financeiras de curto prazo, como a compra de ações no *daytrade* e principalmente na busca de ganhos com o diferencial de juros internos e externos comprando títulos públicos, o chamado *carry trade*.

Assim como enfatiza Maryse Farhi em seu texto:

“As razões que levam a taxa de juros básica da economia brasileira a se distanciar das praticadas nas demais economias emergentes continuam sendo, em boa parte, um enigma que desafiam analistas e economistas e exerce influência determinante na evolução da economia do país. O acentuado e pouco usual diferencial entre a taxa básica de juros e o risco-país provoca – num contexto financeiro internacional de liquidez em forte elevação – a multiplicação das operações de *carry trade* e um aumento das apostas especulativas na apreciação do real, em particular dos investidores internacionais. (FARHI, 2011, p.3)”.

¹⁵ Controle de capitais é definido por Jomo (2001) como sendo todo e qualquer instrumento de intervenção no livre movimento de capitais através de fronteiras nacionais, como impostos sobre algumas transações e restrições quantitativas.

3.2 – As Operações Financeiras no Brasil

Um efeito que vem sendo potencializado na economia brasileira são as operações financeiras atreladas à taxa de câmbio do real que vêm desempenhando um papel importante tanto na volatilidade da taxa como na tendência de apreciação cambial, sobretudo a partir de 2002. Essas operações buscam aproveitar tanto o elevado patamar dos juros internos como a própria valorização da moeda nacional. Ocorre na realidade uma potencialização dos ganhos com diferencial de juros conjuntamente com uma apreciação cambial.

Dentre as operações financeiras praticadas tanto dos investidores nacionais como dos internacionais destaca-se a operação de *carry trade*, que tem obtido sucesso em função dos elevados rendimentos que proporciona. Assim como explica Farhi et al (2011) em seu artigo:

“... essas operações bastante agressivas consistem em tomar empréstimos em uma moeda que apresenta taxas de juros baixas (por muito tempo preferido nessas operações, o iene japonês têm sido substituído pelo dólar americano e o euro) e aplicá-los em uma moeda com taxas de juros elevadas. Os ganhos dessas operações aumentam ainda mais quando tal moeda se aprecia. As elevadas posições vendidas dos bancos instalados no país constituem uma vertente dessas operações. É importante sublinhar que, contrariamente ao câmbio contratado, as posições dos bancos não estão incluídas nos valores que transitam pela balança de pagamentos. As posições compradas dos bancos representam uma demanda suplementar de divisas enquanto as vendidas correspondem a uma oferta suplementar de divisas. Foi aberto espaço para operações de arbitragem que incluem a venda de dólares à vista e sua compra no futuro, o que equivale a obter recursos mais baratos do que no mercado monetário (FARHI, 2011, p.6)”.

Essas operações consistiram no principal canal de transmissão das taxas de câmbio formadas nos mercados de derivativos para as cotações do câmbio à vista (PRATES *et al.*, 2007).

Como explicita Maryse Farhi (2006), ainda que não sejam inteiramente mensuráveis, é possível afirmar com toda a certeza que as operações com derivativos de câmbio, que não são contabilizadas no balanço de pagamentos, desempenharam um papel determinante na apreciação da moeda brasileira, notadamente porque as intervenções das autoridades monetárias concentraram-se, sobretudo, nos fluxos de capitais que entraram no país, não havendo controle, ou ao menos dados do montante das posições, dos mercados de derivativos no país. Este mercado potencializa as pressões sobre a variação da taxa de câmbio.

3.3 – Os Métodos de Intervenções das Autoridades Monetárias Brasileiras no Mercado de Câmbio e nos Derivativos

Há muitas teorias e argumentos a favor e contra a adoção de instrumentos de controle de capitais nos países periféricos do sistema financeiro internacional. De acordo com Carvalho (2004) os argumentos da defesa da abertura financeira (contra o controle de capital) são: ineficiência dos mecanismos de controle (controle de capital não funciona); escassez de capital no país; mobilização da poupança externa para o investimento; diversificação dos portfólios; maior eficiência dos sistemas financeiros; perda de autonomia das políticas econômicas.

Do mesmo modo, segundo o mesmo autor, os argumentos a favor do controle de capital nos países em desenvolvimento (crítica à abertura financeira) são: controles atenuam impactos dos choques externos, associados a volatilidades dos fluxos de capitais, controles ocasionam menor vulnerabilidade externa; ganho de autonomia de política econômica; estabilidade da taxa de câmbio; existência de imperfeições e/ou de incerteza fundamental nos mercados financeiros.

Segundo análise de Farhi et al (2011), podem ser identificados dois períodos distintos da atuação das autoridades monetárias na tentativa de conter as pressões de apreciação do real. O primeiro se estende de 2004/2005 até a eclosão da crise financeira internacional, em 2007; o segundo se inicia com o agravamento da crise em 2008 e chega até a adoção pelos EUA do QE2.

No primeiro período, o arsenal de instrumentos para enfrentar a excessiva apreciação da taxa de câmbio do real era composto essencialmente por três modalidades de intervenção: as compras de divisas no mercado de câmbio à vista (sistematicamente esterilizadas pela venda de

títulos públicos), a instituição do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) no ingresso de capitais e as operações de derivativos realizadas entre a autoridade monetária e os bancos.

No início de fevereiro de 2005, reconhecendo que a pressão de apreciação da moeda nacional provinha igualmente de operações financeiras nos mercados de derivativos, o BCB decidiu ofertar derivativos de câmbio, denominados *swaps* reversos¹⁶. Esses novos *swaps* tinham o objetivo de proporcionar um retorno ao investidor semelhante à compra de reais contra dólares e sua aplicação à taxa dos Certificados de Depósitos Interbancários (CDI). Para o BCB, a operação tinha resultado equivalente ao de uma compra futura de dólares, pagando os juros do CDI. Os prejuízos dessas operações para a autoridade monetária refletiram a apreciação cambial acrescida do custo do CDI. Mas, apesar de seu custo, os *swaps* reversos¹⁷ constituíram a única intervenção oficial destinada a atenuar os impactos das operações financeiras com derivativos Farhi et al (2011).

No início do ano de 2011 o BCB passou a melhor acompanhar e intervir no mercado de derivativos cambiais conforme indica a Circular nº. 3520, que instituíram certos controles ao montante de posições vendidas dos bancos no Brasil no mercado a vista.

Esta ação segundo o próprio BCB constituiu uma medida macroprudencial. Em outros termos, a autoridade monetária passou a identificar um risco crescente à estabilidade do sistema

¹⁶ O BCB já havia operado ativamente com derivativos na BM&F ao longo da década de 1990. Essas operações constituíram um instrumento importante para a “socialização dos prejuízos” imposta pelo ataque especulativo que levou à mudança do regime cambial brasileiro em 1999. Em janeiro de 1999, o BCB detinha mais de 80% dos contratos vendidos em câmbio futuro na BM&F, o que resultou em um prejuízo de R\$ 7,6 bilhões. Devido a esse episódio, a renegociação dos acordos com o Fundo Monetário Internacional de março de 1999 e de julho de 2001 proibiu o BCB de lançar mão de instrumentos derivativos. Em 2002, novamente sob ataques especulativos à taxa de câmbio do real e aos preços de ativos brasileiros, o BCB viu-se premido a oferecer instrumentos de hedge cambial que não pressionassem a dívida pública e, sobretudo, a parcela desta indexada ao câmbio. Para tanto, obteve a autorização do FMI de lançar *swaps* cambiais, por meio dos quais o BCB oferecia hedge cambial aos agentes privados em troca de uma rentabilidade referente à taxa dos Certificados de Depósitos Interbancários (CDI). A denominação “*swap* reverso” é devido ao fato de que esses novos contratos apresentam características simetricamente opostas às dos *swaps* cambiais lançados em 2002.

¹⁷ A retomada dos *swaps* reversos e a criação dos leilões cambiais aproximam a forma de intervenção do BCB do funcionamento do mercado de câmbio, onde os agentes operam na maioria das vezes tanto no mercado à vista como nos mercados de derivativos. Nesse sentido, a autoridade monetária tem ampliada sua capacidade de influenciar o processo de formação da taxa de câmbio. Ademais, a liquidação em moeda estrangeira dos leilões cambiais tende a reforçar os vasos comunicantes entre os mercados futuros e o mercado à vista, relativizando o peso das operações com derivativos, por definição *non deliverable* no Brasil, na formação da taxa de câmbio

financeiro nacional na polarização dos bancos nos mercados de câmbio à vista, em posições líquidas crescentemente vendidas desde abril de 2010 Farhi et al (2011). Como veremos mais a frente no Quadro 1, também houve medidas sobre derivativos cobrando IOF sobre depósitos de garantia e mais recentemente IOF de 1% sobre acréscimos de posições vendidas.

Como sugere Moreno (2011), os objetivos de preservação da estabilidade financeira e de política macroeconômica (monetária ou cambial) se confundem nas medidas macroprudenciais. Em 2011, os países emergentes têm recorrido a essas medidas como forma de gerir dilemas de política macroeconômica semelhantes àqueles enfrentados pelo Brasil.

Contudo no Brasil a principal medida adotada pelo Ministério da Fazenda foi à cobrança do IOF - Imposto sobre Operações Financeiras – sobre as aplicações feitas por investidores estrangeiros no mercado financeiro no Brasil para investimento em renda fixa ou renda variável anunciada em 19 de outubro de 2009. Segundo o Ministro Guido Mantega, em pronunciamento na mesma data, o objetivo da medida é combater a especulação e também conter a queda do dólar frente à moeda brasileira tendo em vista evitar que haja excesso de especulação na Bolsa de Valores ou no mercado de capitais brasileiro. No dia 18 de outubro de 2010, O ministério da Fazenda anunciou mais duas medidas para conter a crescente valorização da moeda brasileira frente ao dólar. O Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) sobre investimentos de estrangeiros em renda fixa passou de 4% para 6% e a alíquota do IOF cobrado sobre a margem de garantia dos investimentos estrangeiros no mercado futuro foi 0,38% para 6%.

Na tabela quatro, retirada do artigo de Farhi et al (2011) e atualizado até novembro de 2011, indicaremos, sobre forma de tópicos e de forma sintética, todas as medidas anunciadas pela autoridade monetária para o combate a excessiva apreciação cambial no Brasil.

Tabela 4 – Medidas de combate à apreciação cambial – Set./2010 a Out./2011

20 de setembro de 2010: o Conselho Deliberativo do Fundo Soberano do Brasil autoriza a compra de dólares pelo FSB sem quaisquer restrições de volume.
4 de outubro de 2010: Ministério da Fazenda eleva a alíquota de IOF de 2% para 4% sobre a aplicação de estrangeiros em fundos de renda fixa e títulos do Tesouro.

6 de outubro de 2010: CMN estabeleceu novo prazo das dívidas (1500 dias) que poderão ser honradas pelo Tesouro por meio de compra de dólares no mercado à vista, refletindo-se em uma autorização de compra adicional de US\$ 10,7 bilhões
7 de outubro de 2010 – Resolução 3912: o BC estabelece que a migração de investidores não-residentes de aplicações em renda variável e ações para aplicações em renda fixa estão sujeitas ao fechamento de novo contrato de câmbio (câmbio simultâneo) impedindo que os investidores deixem de pagar a nova alíquota de IOF para renda fixa
18 de outubro de 2010 – Decreto 7330: Nova elevação da alíquota de IOF, agora de 4% para 6%, para aplicações de investidores não residentes em renda fixa e de 0,38% para 6% sobre as margens de garantias pagas em dinheiro nos mercados futuros por não-residentes.
20 de outubro de 2010 – Resolução 3914: Ficam vedadas às instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil a realização de aluguel, troca ou empréstimo de títulos, valores mobiliários e ouro ativo financeiro a investidor não residente cujo objetivo seja o de realizar operações nos mercados de derivativos¹⁸. Os contratos já existentes eram válidos até seu vencimento ou até 31/12/2010, caso não houvesse data de vencimento.
20 de outubro de 2010 – Resolução 3915: altera resolução 3912, incluindo migração de recursos com a finalidade de cobrir margens de garantia dos mercados futuros (excetuam-se os ajustes diários de margem).
6 de janeiro de 2011 – Circular 3520: recolhimento de depósito compulsório (em reais) de 60% do valor das posições vendidas em câmbio assumidas pelos bancos que exceder o menor dos seguintes valores: US\$ 3 bilhões ou o patrimônio de referência (Nível I). A medida começará a valer a partir de 4 de abril de 2011. Objetivo declarado pelo BC é trazer a posição vendida dos bancos no mercado à vista para US\$ 10 bilhões.

¹⁸ Até então, cerca de 90% das garantias depositadas pelos investidores estrangeiros eram constituídas de títulos públicos federais, enquanto sua participação oscilava entre 20% e 30% das posições totais. Essa situação existia antes mesmo da desoneração tributária sobre compra de títulos da dívida pública em 2006 (Medida Provisória n. 281, de 15 de fevereiro de 2006). O que leva a concluir que os depósitos de garantia dos investidores estrangeiros na BM&FBovespa eram cobertos com títulos públicos emprestados pelos bancos com os quais operavam (sobretudo, os grandes bancos internacionais).

14 de janeiro de 2011: os leilões de <i>swaps</i> reversos, em desuso desde maio de 2009, foram retomados pelo BC. A medida é complementar à imposição do compulsório sobre as posições vendidas em câmbio, pois fornece liquidez para os agentes que buscam reduzir essas posições.
25 de janeiro de 2011 – Circular 3484: criação do leilão de dólares com liquidação a termo, cuja principal diferença em relação ao <i>swap</i> reversos é o fato de que conta, no vencimento, com entrega efetiva de dólares (<i>deliverable forward</i>). O primeiro leilão foi realizado em 31/01.
25 de janeiro de 2011 – adendo à Circular 3395, sobre os critérios de credenciamento e descredenciamento dos <i>dealers</i>: no caso de uma instituição não apresentar proposta em leilão de câmbio, será atribuída compulsoriamente uma oferta para esse <i>dealer</i>. A oferta compulsória terá o valor do lance mínimo e a taxa de câmbio mais favorável ao BC dentre todas as propostas encaminhadas ao leilão.
02 de fevereiro de 2011: Tesouro declara que vai atuar como <i>market maker</i> no mercado de título de dívida pública externa denominada em Reais de maneira a ampliar a liquidez desses papeis.
29 de Março de 2011: Decreto presidencial 7.456 que define aumento para 6% o IOF para novos empréstimos bancários buscados fora do Brasil com prazo de vencimentos de até um ano. Anteriormente se pagava 5,38% para empréstimos de até três meses e zeros para contratações com prazo superior.
06 de Abril de 2011: ampliação da cobrança do IOF de 6% para tomada de crédito no exterior por parte de bancos e empresas brasileiras que tomarem esse crédito por um prazo inferior a dois anos.
08 de Julho de 2011: Medida Macroprudencial - Banco Central aumenta a exigência de depósito compulsório sobre as posições vendidas de bancos no mercado à vista. O limite agora para cada instituição foi reduzido de US\$ 3 para US\$ 1 bilhão, ou o valor equivalente ao patrimônio de referência. O que exceder esses patamares terá incidência de compulsório que será de 60 por cento e não será remunerado.
27 de julho de 2011. Medida Provisória número 539 autoriza o Conselho Monetário Nacional (CMN) a definir regras específicas para as negociações no mercado de derivativos e a tributar com o Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) de até 25% sobre o valor

dessas operações.

Em decreto, também publicado nesta data, o governo define em 1% a alíquota do IOF sobre o valor nominal dos contratos de derivativos cambiais e que resultem em aumento da exposição vendida de câmbio apurada em relação ao dia útil anterior.

O decreto também penaliza operações de liquidação antecipada e empréstimos externos com prazo médio superior a 720 dias, que não são taxados com o IOF de 6%. Quem liquidar antecipadamente pagará 6% do IOF, além de multas e juros.

3 de novembro de 2011 - Instrução Normativa n 1.207: O governo publica detalhes da cobrança do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) em derivativos, que incidirá sobre os contratos que resultarem em aumento da exposição cambial vendida ou redução da exposição comprada das instituições financeiras. Esta Instrução publicada pela Receita Federal no Diário Oficial da União (DOU) mantém em 1% a alíquota do IOF. A cobrança, que já foi adiada duas vezes, está prevista para começar em 14 de dezembro.

Sobre esta medida há um problema que parte dos contratos não terá um cálculo preciso para aplicação do imposto. Alguns contratos registrados na Cetip ficarão à mercê de arbitragem da própria câmara de compensação para definir o montante sujeito ao tributo¹⁹, devido à complexidade dos contratos de derivativos. A maior dificuldade está nas opções, que dependem de uma análise de probabilidade para saber se o contrato será ou não exercido. Dessa forma, o valor do contrato (nominal) não significa necessariamente a exposição cambial do investidor.

3.4 – Novas Medidas de Controles de Capital e o Questionamento da Eficiência Destas Medidas.

Uma das “armas” para se tentar conter essa tendência de excessiva valorização do real foi à introdução, em 2008, de uma alíquota de IOF de 1,5% sobre a entrada de capitais no Brasil e sua posterior elevação, em diversas etapas, em 2010 para um patamar de 6%. As críticas a este

¹⁹ Foi publicado para tentar facilitar a cobrança o Manual de metodologia de cálculo de delta para IOF da Cetip.

mecanismo tem sido não quanto a seus princípios, mas quanto a sua eficácia²⁰. Segundo muitos economistas, para haver uma efetiva influência para pausar ou reverter este efeito, essa tributação da entrada de capitais (mesmo aquelas que incluem os derivativos) teriam de contemplar uma alíquota suficientemente elevada de forma a anular os retornos esperados das operações de *carry trade*, incluindo os ganhos adicionais decorrentes do ciclo de elevações da taxa Selic iniciado em dezembro de 2010 e persistentes em 2011.

Pode ser necessária a adoção de novo conjunto de medidas cambiais para evitar renovadas pressões para a apreciação do real. Além das elevações adicionais das alíquotas de impostos de maneira a reduzir a rentabilidade das arbitragens e de uma maior restrição às posições dos bancos, podem ser adotadas segundo Farhi et al (2011): (1) imposição de limites à participação dos agentes estrangeiros nos mercados de derivativos, (2) desincentivo ao uso do Adiantamento de Contrato de Câmbio (ACC) como instrumento de financiamento sem embarque efetivo de mercadorias, (3) retomada das intervenções do BCB na Bolsa de Mercadorias e Futuro (BM&F) e (4) elevação da eficácia das intervenções no mercado de câmbio à vista.

Outro tipo de medida pode ser a reversão da isenção total de impostos às operações de renda fixa dos investidores estrangeiros por parte do Ministério da Fazenda de modo a tornar sua tributação semelhante à dos investidores nacionais que é decrescente em função do prazo da aplicação. Semelhante medida foi adotada em 12 de outubro de 2010 pela Tailândia, com o mesmo objetivo de arrefecer a entrada de divisas no país (THAICHAREON & CHIANG, 2010).

O Banco Central pode, igualmente, rever a Resolução n. 2.689 de 26 de janeiro de 2000, onde Farhi et al (2011) salienta que esta resolução flexibilizou as aplicações dos investidores estrangeiros nos mercados de ações e títulos de renda fixa bem como admitiu o seu acesso irrestrito ao mercado de derivativos financeiros domésticos. No contexto de apreciação cambial, restrições à participação dos investidores estrangeiros têm o objetivo de trazer limites às operações de arbitragem internacional de juros e reduzir a pressão vendedora de real nos derivativos que é rapidamente transmitida para as cotações à vista.

²⁰ Medidas de controle de capitais que, anteriormente, teriam sido denunciadas como excessivamente intervencionistas, passaram não somente a ser aceitas como, por vezes, defendidas, inclusive por organismos internacionais como FMI e BIS. Veja exemplos em Blanchard et al. (2010) e Ostry et al. (2010).

Em junho de 2010, a Coréia do Sul adotou regras análogas, ao impor limites às posições em derivativos de câmbio aos bancos nacionais e internacionais, após o won coreano ter se apreciado mais do que qualquer outra moeda asiática (SEO & YOON, 2010). Outra medida prudencial pode ser no sentido de forçar os bancos a manter em carteira uma parcela comprada de divisas no mercado à vista ou no de derivativos para cobrir os riscos de suas posições vendidas em câmbio, isso tentaria desincentivar estas posições nos bancos nacionais.

Por fim, figuram a retomada das operações da autoridade monetária brasileira no mercado futuro da BM&FBovespa. Normalmente, a precificação da taxa de câmbio futura equivale à taxa à vista mais um prêmio, normalmente a diferença entre as taxas de juros interna e externa. Como explica Farhi et al (2011), tem sido freqüente no mercado futuro de câmbio na BM&FBovespa, a persistência de prêmios baixos ou até negativos da taxa futura de câmbio em relação à taxa à vista. A intervenção da autoridade monetária no mercado futuro de câmbio atenuaria ou aliviaria tais pressões e a relação “anormal” entre câmbio à vista e futuro.

A forma de atuação do Banco Central no mercado de câmbio à vista se dá no mercado secundário, por meio de leilões de câmbio. É nesse mercado e nessas intervenções que se impõe uma questão: como explicar as ondas consecutivas de apreciação cambial se a autoridade monetária absorve volumes superiores aos fluxos de capitais que transitam pela balança de pagamentos²¹? A resposta parece estar nos objetivos traçados para essa intervenção do Banco Central, que tem freqüentemente reiterado que age no mercado de câmbio para atenuar sua volatilidade e não para impedir uma excessiva valorização do real (Farhi, 2011).

Vários economistas criticam essa forma de atuação do BCB argumentando que o principal problema desta estratégia é o excesso de previsibilidade da autoridade monetária (LAMUCCI, 2007). Segundo o argumento, essa atuação tinha de ser mais imprevisível, para tornar mais arriscadas as operações que visavam aproveitar as diferenças entre os juros internos e externos.

²¹ Segundo informações retiradas de Farhi et al (2011) os dados divulgados pelo BCB mostram que o saldo líquido (diferença entre ingressos e saídas) da entrada de divisas no país foi, em janeiro de 2011, positivo em US\$ 15,513 bilhões, o maior valor mensal desde junho de 2007 (US\$ 16,561 bilhões). A diferença entre os dólares que entraram e saíram do Brasil naquele mês foi 14 vezes superior à registrada no mesmo mês de 2010, quando ficou positiva em US\$ 1,075 bilhão. O valor representa 63,7% de todo o ingresso de divisas no país no ano de 2010 (US\$ 24,3 bilhões). Essa entrada superou inclusive a registrada em setembro de 2010 (US\$ 13,7 bilhões), quando o país recebeu os recursos destinados à capitalização da Petrobras. Já no período de 1º de janeiro a 4 de março de 2011,

De acordo com dados do BCB²², as medidas adotadas até então foram relativamente eficientes para barrar as operações mais especulativas. Mas, elas tendem a ser inócuas para impedir ou reduzir a entrada de capital estrangeiro direcionado ao investimento produtivo ou destinado a cobrir as necessidades de financiamento das empresas brasileiras a baixo custo (Farhi 2011). Enquanto as aplicações de estrangeiros em títulos públicos de curto e longo prazo negociados no Brasil e as aplicações líquidas em ações na bolsa de valores se reduziram depois de outubro de 2010, os investimentos diretos externos (IDE) e as aplicações de estrangeiros em títulos brasileiros negociados no sistema financeiro internacional tiveram seus valores muito elevados.

Nas próprias palavras de Farhi et al (2011):

“Essas características põem em evidência um importante dilema na política macroeconômica brasileira. Para que medidas que se contrapõem à valorização cambial sejam mais eficientes, deverá ser necessário adotar medidas que criem uma barreira a esse tipo de entrada de divisas no país. Mas, essas medidas podem ser contraproducentes no cenário econômico, já que seu objetivo é reduzir os fluxos de investimentos diretos estrangeiros ou o acesso das empresas brasileiras a fontes de financiamento muito menos onerosas do que as disponíveis no Brasil.”

²² Investimentos de estrangeiros no Brasil – a entrada líquida de capitais externos foi de US\$ 24,356 bilhões, maior que a verificada em todo o ano de 2010 (US\$ 24,354 bilhões). No mesmo período, as posições vendidas dos bancos no mercado de câmbio à vista subiram de US\$ 11 bilhões em janeiro para US\$ 12,7 bilhões, o que significa uma aposta ainda maior na queda do dólar.

CAPÍTULO 4 - A Política Cambial e o Risco da Desindustrialização.

4.1 – Conceitos de Desindustrialização

Recentemente tem surgido no debate nacional o medo do chamado efeito desindustrialização, um tema normalmente associado a economias em estágio de desenvolvimento bem superior ao brasileiro. Este tema aparece devido à recente valorização do real frente ao dólar, atingindo níveis ditos muito baixos para o que seria equilibrado para agradar importadores e exportadores.

O conceito “clássico” de “desindustrialização” foi definido por Rowthorn e Ramaswamy (1999) como sendo uma redução persistente da participação do emprego industrial no emprego total de um país ou região. Com base nesse conceito, os assim chamados países desenvolvidos ou do “primeiro mundo” teriam passado por um forte processo de desindustrialização a partir da década de 1970; ao passo que a América Latina teria passado pelo mesmo processo na década de 1990, o que coincide com o período de implantação das políticas liberalizantes associadas ao “consenso de Washington”.

Em estudos mais recentes, Tregenna (2009) redefiniu de forma mais ampla o conceito “clássico” de desindustrialização como sendo uma situação na qual tanto o emprego industrial como o valor adicionado da indústria se reduzem como proporção do emprego total e do PIB, respectivamente.

O câmbio brasileiro estaria super-apreciado comparado com a taxa de câmbio real, que é aquela descontada a variação da inflação, segundo análise do Instituto de Estudos para o Desenvolvimento Industrial (IEDI) em outubro de 2010. Esta sobrevalorização do real seria o fator que desestimularia a produção industrial nacional e estimularia a compra de produtos importados manufaturados. Economistas de diferentes correntes têm mostrado um crescente incômodo com as dificuldades encontradas por produtores de manufaturas em competir no mercado externo, num momento em que o mundo se mostra extremamente receptivo às commodities produzidas pelo Brasil, porem ocorre um crescimento relevante de importações industriais chegando ao país.

Nos últimos anos tem-se observado uma preocupação crescente entre os economistas e o público em geral a respeito de um possível processo de desindustrialização da economia brasileira. Nesse contexto, podemos observar duas posições claramente definidas. De um lado, temos os assim chamados “novo-desenvolvimentistas” que defendem a tese de que a economia brasileira vem passando por um processo de desindustrialização nos últimos 20 anos, causado pela combinação perversa entre abertura financeira, valorização dos termos de troca e câmbio apreciado (Loures, Oreiro e Passos, 2006; Bresser-Pereira e Marconi, 2009). Do outro lado, temos os assim chamados “economistas ortodoxos” que afirmam que as transformações pelas quais a economia brasileira passou nas últimas décadas não tiveram um efeito negativo sobre a indústria e que a apreciação do câmbio real resultante dessas reformas favoreceu a indústria ao permitir a importação de máquinas e equipamentos tecnologicamente mais avançados, o que permitiu a modernização do parque industrial brasileiro e, conseqüentemente, a expansão da própria produção industrial (Schwartzman, 2009).

Um câmbio recorrentemente “valorizado” no Brasil nos últimos anos exigiu adaptações de diversas empresas e corporações. A primeira foi à diversificação regional das exportações, com a participação decrescente do dólar nos negócios externos. A segunda opção foi voltar-se para o mercado interno, como de fato fizeram os industriais do setor calçadista.

Este setor merece destaque pela forte ameaça dos calçados importado chinês. Desde setembro de 2009, vigora no país a aplicação de tarifas para importação de calçados fabricados na China. A medida, que tenta combater o *dumping*²³ (exportação de bens para outros mercados com preços inferiores ao praticado no país de origem), determina o pagamento de US\$ 13 dólares para cada par de sapatos chinês que entra no Brasil.

A Associação Brasileira das Indústrias de Calçados (Abicalçados) diz que "A medida antidumping está gerando a retomada dos empregos no setor como um todo. Há movimentação de mais empregos em todos os pólos calçadistas brasileiros. De janeiro a maio de 2010, conquistamos 34,3 mil novos empregos. No período, o setor empregou 354,2 mil pessoas, o que

²³ A prática de dumping, que se caracteriza pela exportação de bens para outros mercados com preços inferiores ao praticado no país de origem, é considerada desleal pela Organização Mundial do Comércio (OMC). Segundo o MDIC, o direito antidumping é uma "medida clássica de defesa comercial utilizada para evitar que produtores nacionais sejam prejudicados por importações desleais"

mostra o acerto da medida e a força produtiva do setor", afirma o diretor executivo da associação, Heitor Klein em entrevista ao portal de notícias G1 em junho de 2010.

Diversos setores da indústria brasileira têm reclamado da excessiva valorização do real no período recente, que tem trazido perda de competitividade dos produtos produzidos no país comparado com os importados, em maior destaque com os asiáticos. Países como a China adotam como estratégia uma política cambial com câmbio fixo e extremamente desvalorizado em relação ao dólar. Ela adota esta estratégia acumulando imensas reservas internacionais em moeda estrangeiras e assim o fazem para trazer competitividade a seus produtos. Com a moeda chinesa desvalorizada todos os produtos chineses ficam mais baratos no mercado internacional.

O que ocorreu nos últimos anos foi o apetite insaciável de recursos naturais por parte da China e da Índia que mudaram a relação de preços mundiais, favorecendo os produtores de commodities como soja, carne, minério de ferro, aço, açúcar e celulose. Segundo o pensamento dominante latino-americano²⁴ a tendência seria de que os preços das commodities perderiam força em relação aos industriais, daí a estratégia em industrializar, mesmo que a golpes de subsídio estatal e tarifas proibitivas de importação. Ocorreria o que se diz na literatura econômica de deterioração dos termos de troca. O atual momento de crescimento da China e Índia virou de ponta cabeça essa premissa.

4.2 – O Brasil Vive a Nova Doença Holandesa?

O nome na literatura econômica para o “pesadelo” que assombra o futuro do Brasil é conhecido por “doença holandesa”. Refere-se a um momento histórico específico, a Holanda dos anos 70, enriquecida pela descoberta de gás natural no Mar do Norte. Doença Holandesa se refere quando países se vêem diante de um súbito acúmulo de capital graças à venda de alguma riqueza natural e isto promove uma forte apreciação cambial o que deixa mais barato comprar produtos acabados do exterior, gerando uma desindustrialização. Efeito positivo no curto prazo, o ingresso de moeda forte pode virar doença se desestimular atividades produtivas devido à

²⁴ Pensamento da política de desenvolvimento da CEPAL - Comissão Econômica para a América Latina e o Caribe

valorização cambial que se segue. O preço deste efeito no longo prazo é um gradual declínio econômico e uma dependência de recursos que não duram para sempre. Historicamente, não faltam exemplos de países nos quais os recursos naturais abundantes se mostraram mais uma maldição do que uma bênção. Países produtores e exportadores de petróleo são o grande exemplo de como essa imensa fonte de recursos não foi capaz de gerar industrialização e qualidade de vida para toda a população.

De acordo com a conclusão de Palma (2005), o Brasil teria sido contagiado pela "nova doença holandesa", porque a combinação de medidas liberalizantes com políticas macroeconômicas que, em geral, resultam numa taxa de câmbio real baixa (ou seja, a moeda brasileira fortemente apreciada em relação ao dólar em termos reais) modificou o padrão de especialização internacional, com maior concentração na pauta de exportações de produtos primários e industrializados intensivos em recursos naturais²⁵.

A relação entre a participação do emprego (e do valor adicionado) da indústria e a renda *per capita* pode ser afetada pela “doença holandesa” (Palma, 2005). Nesse contexto, a abundância de recursos naturais pode induzir a uma redução da participação da indústria no emprego e no valor adicionado por intermédio da apreciação cambial, a qual resulta em perda de competitividade da indústria e déficit comercial crescente da mesma. Em outras palavras, a desindustrialização causada pela “doença holandesa” está associada a déficits comerciais crescentes da indústria e superávits comerciais (crescentes) no setor não industrial.

Diversos economistas e especialistas tem alertado para o fato da descoberta das grandes reservas de petróleo nas camadas do pré-sal brasileiro tornaria o país, em um futuro próximo, grande exportador de petróleo. Sendo este a maior fonte de energia no mundo, onde seu preço apresenta tendências de encarecer cada vez mais, há expectativa que o Brasil sendo exportador deste produto, gere grandes superávits comerciais trazendo expressivo volume de divisas para o país.

²⁵ A conclusão de Bresser-Pereira (2005) e Barros (2006) é similar à de Palma (2005), com a exceção de que aqueles autores não atribuem à causa da "desindustrialização" por doença holandesa o conjunto de medidas liberalizantes introduzidas ao longo da década de 1990, mas apenas à apreciação do Real.

Há experiências de diversos países que, o que era para ser um sucesso econômico, se torna um grande problema. Estes países passam a sofrer com a “doença holandesa” ocasionada pela taxa de câmbio super-apreciada pela entrada dos “petrodólares”. Fazer com que o Brasil não seja, dessa forma, afetado pela exploração do pré-sal é o desafio que os governantes e formuladores de política econômica terão que enfrentar daqui pra frente, pois como já foi salientado e discutido neste trabalho, a taxa de câmbio se move de acordo com o movimento de muito mais variáveis do que apenas da balança comercial, porém não se pode permitir que este fator agrave ainda mais a já atual supervalorizada taxa de câmbio brasileira.

A desindustrialização causada pela “doença holandesa” é também denominada de “desindustrialização precoce”; uma vez que a mesma se iniciaria a um nível de renda *per capita* inferior ao observado nos países desenvolvidos quando os mesmos iniciaram o seu processo de desindustrialização. Sendo assim, os países afetados pela “doença holandesa” iniciam o seu processo de desindustrialização sem terem alcançado o “ponto de maturidade” de suas respectivas estruturas industriais e, portanto, sem ter esgotado todas as possibilidades de desenvolvimento econômico que são permitidas pelo processo de industrialização.

Para Nassif (2008), a desindustrialização não seria um processo de perda de importância da indústria (no emprego e no valor adicionado), mas de mudança na estrutura interna da própria indústria em direção a setores intensivos em recursos naturais e trabalho dessa forma, o conceito de “desindustrialização” torna-se indistinguível do conceito de “doença holandesa”. Contudo, a literatura sobre desindustrialização deixa claro que a mesma pode ocorrer mesmo na ausência de doença holandesa.

Um argumento similar a esse é desenvolvido por Bresser-Pereira e Marconi (2008). Segundo esses autores, a desindustrialização da economia brasileira seria o resultado da “doença holandesa”, uma vez que, no período 1992-2007, o saldo da balança comercial de *commodities* apresentou um superávit crescente — passando de US\$ 11 bilhões em 1992 para US\$ 46,8 bilhões em 2007 — ao passo que o saldo da balança comercial de manufaturados passou de um superávit de US\$ 4 bilhões em 1992 para um déficit de US\$ 9,8 bilhões em 2007. No caso dos manufaturados de médio-alta e alta tecnologia a deterioração do saldo comercial foi ainda mais dramática: o déficit nessa categoria passou de US\$ 0,7 bilhões em 1992 para US\$ 20,2 bilhões

em 2007. Esses dados apontam, portanto, para um aumento da participação das *commodities* e uma redução da participação dos manufaturados (que passaram a ter contribuição negativa) no saldo da balança comercial no período 1992-2007. Como nesse período ocorreu simultaneamente uma perda relativa de importância da indústria na economia brasileira, segue-se que a desindustrialização foi o resultado da “doença holandesa”.

4.3 – Desindustrialização: indícios, causas e efeitos do caso brasileiro

Segundo Nassif (2008) é difícil afirmar, com as evidências de hoje, que há um processo generalizado de desindustrialização. A indústria responde, é verdade, por uma fatia muito menor do PIB na comparação com os anos 80. Segundo o mesmo, o grande ajuste se deu após a abertura econômica promovida nos anos 90, quando a participação industrial caiu de 46% do PIB para 26%. Desde então não houve grandes mudanças.

Os indícios são de dificuldades crescentes em áreas específicas da indústria. Segundo reportagem da Revista Exame de dezembro de 2010 o setor de bens de capital é um dos setores que mais vêm sofrendo com a competição asiática. Química, eletroeletrônica, automóveis, autopeças, têxtil e calçados são outros setores que têm perdido parte de sua capacidade de produção, substituída por importados. Eles respondem pela maior parte do déficit da balança comercial de manufaturados, que chegou a 26 bilhões de dólares nos nove primeiros meses do ano, revertendo o superávit de 22 bilhões em 2005.

A interpretação de Bresser Pereira (2005) e Barros (2006), é que a “culpa” pela desindustrialização é de fatores cambiais. Acompanha nesta linha de interpretação o aumento expressivo do preço internacional das principais *commodities* exportadas pelo Brasil que contribuiu para deslanchar as vendas externas recentes e, por conseguinte, para a apreciação cambial, supondo todas as demais variáveis constantes.

Esse raciocínio de Bresser Pereira (2005) e Barros (2006) sugere que a relação de causa e efeito entre taxa de câmbio real e exportações é ambígua: se, por um lado, a apreciação do Real tende tudo o mais constante, a reduzir as vendas externas, por outro lado, o aumento do preço

das *commodities* contribui para deflagrar um *boom* exportador no Brasil e este, por sua vez, reforça a tendência de apreciação cambial. No longo prazo, entretanto, o resultado seria pernicioso tanto pelos efeitos micro quanto macroeconômicos: a apreciação do Real reduz a competitividade dos bens industrializados, redireciona a especialização para produtos primários e/ou industrializados intensivos em recursos naturais e potencializa os riscos de crise cambial.

De acordo com a série temporal 11753 do Banco Central, o câmbio médio de setembro, deflacionado pelo IPCA e CPI dos EUA, apresentou uma apreciação de 31,3% ante o dólar, quando é levado em consideração que a base 100 é junho de 1994. Segundo reportagem do jornal da globo²⁶ do dia dezesseis de novembro de 2010, o Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior admite que haja indícios de que o Brasil esteja passando por um processo de desindustrialização. A maior preocupação do governo é que a substituição da produção local pelos importados desequilibre as contas externas do país. Muitos setores estão aumentando suas importações. Antes, quem liderava os déficits na balança comercial era a indústria de alta tecnologia. Hoje, o fenômeno se repete em setores menos sofisticados, como materiais de transporte, plástico e borracha, têxtil e material elétrico. Ainda segundo a reportagem, a participação de produtos manufaturados nas exportações do país, que era de mais de 70% dez anos atrás, hoje é bem menor. O peso da indústria de transformação no PIB também diminuiu.

Segundo Nassif (2008), o que se observou na segunda metade dos anos 1980 foi uma queda da participação da indústria no PIB, em meio a uma fortíssima retração na produtividade do trabalho e a um cenário de estagnação econômica. Entre 1991 e 1998, o cenário foi de manutenção do peso da indústria, com aumento na produtividade do trabalho, mas queda nas taxas de formação bruta de capital.

O autor argumenta que não foi apenas o câmbio que fez reduzir a participação da indústria no produto nacional. Ele salienta que foi um processo muito mais profundo e antigo onde, após 1999, houve retração da produtividade e manutenção das baixas taxas de investimento. Ou seja, o comportamento instável da produtividade e os níveis reduzidos de investimento, desde o início dos anos 1990, contribuíram para impedir o retorno da participação da indústria no PIB aos níveis médios anuais prevalecentes na década de 1980.

²⁶ Jornal da Globo exibido no dia 16/11/10 e texto adaptado do portal do jornal na internet.

Oreiro e Feijó (2010) fazem duas observações importantes a respeito do conceito de desindustrialização. A primeira observação é que a própria desindustrialização é compatível com um crescimento expressivo da produção da indústria em termos físicos. Em suas próprias palavras:

“uma economia não se desindustrializa quando a produção industrial está estagnada ou em queda, mas quando o setor industrial perde importância como fonte geradora de empregos e/ou de valor adicionado para uma determinada economia. Dessa forma, a simples expansão da produção industrial (em termos de *quantum*) não pode ser utilizada como “prova” da inexistência de desindustrialização. (Oreiro e Feijó, 2010, p. 221)”

A segunda observação feita por pelos autores é que a desindustrialização não está necessariamente associada a uma “re-primarização da pauta de exportação”.

“Com efeito, a participação da indústria no emprego e no valor adicionado pode se reduzir em função da transferência para o exterior das atividades manufatureiras mais intensivas em trabalho e/ou com menor valor adicionado. Se assim for, a desindustrialização pode vir acompanhada por um aumento da participação de produtos com maior conteúdo tecnológico e maior valor adicionado na pauta de exportações. (Oreiro e Feijó, 2010, p. 222)”

Nesse caso, Oreiro e Feijó (2010) classificam a desindustrialização como “positiva”. No entanto, eles argumentam que se a desindustrialização vier acompanhada de uma “re-primarização” da pauta de exportações, ou seja, por um processo de reversão da pauta exportadora na direção de *commodities*, produtos primários ou manufaturas com baixo valor adicionado e/ou baixo conteúdo tecnológico; então isso pode ser sintoma da ocorrência de “doença holandesa”, ou seja, a desindustrialização causada pela apreciação da taxa real de câmbio resultante da descoberta de recursos naturais escassos num determinado país ou região. Nesse caso, a desindustrialização é classificada como “negativa”, pois é o resultado de uma “falha de mercado” na qual a existência e/ ou a descoberta de recursos naturais escassos, para os

quais o preço de mercado é superior ao custo marginal social de produção, gera uma apreciação da taxa de câmbio real, produzindo assim uma externalidade negativa sobre o setor produtor de bens manufaturados (Bresser-Pereira, 2008).

4.4 – Importância da Indústria para o Desenvolvimento Econômico

Como salientam Oreiro e Feijó (2010), para os modelos neoclássicos de crescimento a ocorrência ou não do fenômeno da desindustrialização é irrelevante, pois para os mesmos o crescimento de longo-prazo é consequência apenas da “acumulação de fatores” e do “progresso tecnológico”.

“Para esses modelos, uma unidade de valor adicionado tem o mesmo significado para o crescimento de longo prazo seja ela gerada na indústria, na agricultura e no setor de serviços. As diversas correntes do pensamento heterodoxo, contudo, consideram que o *processo de crescimento econômico é setor-específico*. (OREIRO E FEIJÓ (2010), p. 223)“

Mais precisamente, os economistas heterodoxos acreditam que *a indústria é o motor do crescimento de longo prazo* das economias capitalistas (Thirwall, 2002; Tregenna, 2009), uma vez que:

“(i) Os efeitos de encadeamento para frente e para trás na cadeia produtiva são mais fortes na indústria do que nos demais setores da economia. (ii) A indústria é caracterizada pela presença de economias estáticas e dinâmicas de escala, de tal forma que a produtividade na indústria é uma função crescente da produção industrial. Esse fenômeno é conhecido na literatura econômica como “lei de Kaldor-Verdoorn” (iii) A maior parte da mudança tecnológica ocorre na indústria. Além disso, boa parte do progresso tecnológico que ocorre no resto da economia é difundido a partir do setor manufatureiro. (iv) A

elasticidade renda das importações de manufaturas é maior do que a elasticidade renda das importações de *commodities* e produtos primários. Dessa forma, a “industrialização” é tida como necessária para aliviar a restrição de balanço de pagamentos ao crescimento de longo prazo. (OREIRO E FEIJÓ, 2010, p. 223 e 224)”

Em suma, a indústria é vista como “especial” pelo pensamento heterodoxo, pois ela é a fonte de retornos crescentes de escala (indispensável para a sustentação do crescimento no longo-prazo), é a fonte e/ou a principal difusora do progresso tecnológico e permite o relaxamento da restrição externa ao crescimento de longo-prazo (Oreiro e Feijó, 2010).

Um dos primeiros estudos a apontar para a desindustrialização da economia brasileira foi Maquetti (2002). Segundo dados apresentados por esse autor para a indústria de transformação, a economia brasileira teria passado por um processo de desindustrialização nas décadas de 1980 e 1990 tanto em termos da participação do emprego como da participação no valor adicionado.

Segundo Marquetti, a “desindustrialização” ocorrida nesse período teria sido consequência do baixo investimento realizado na economia brasileira, particularmente na indústria. Ainda segundo esse autor, o processo de desindustrialização ocorrido nesse período seria essencialmente negativo sobre os prospectos de crescimento da economia brasileira, haja vista que estaria associado à transferência de recursos e de trabalho da indústria para setores com menor produtividade do trabalho, gerando assim um menor crescimento do produto potencial no longo prazo.

Feijó, Carvalho e Almeida (2005) também apresentam evidências contundentes de desindustrialização na economia brasileira durante as décadas de 1980 e 1990. Segundo esses autores

“o peso da indústria de transformação cai de 32,1% do PIB em 1986 para 19,7% do PIB em 1998, queda de 12 pontos percentual, muito alta sob qualquer critério de avaliação” (Feijó, Carvalho e Almeida (2005), p. 1).

O estudo em consideração, no entanto, questiona o caráter negativo dessa desindustrialização, uma vez que os “resultados mostram que a indústria brasileira preserva representatividade de todos os segmentos básicos segundo a classificação tecnológica” (p. 20).

Argumentos contrários à tese de desindustrialização foram apresentados por Nassif (2008). Segundo esse autor, a sua afirmação está apoiada numa análise pormenorizada da composição do valor adicionado na indústria brasileira, por tipo de tecnologia, para o período 1996-2004:

“Não se pode falar que o Brasil tenha passado por um processo de desindustrialização porque não se assistiu a um processo generalizado de mudança na realocação de recursos produtivos e no padrão de especialização dos setores com tecnologias intensivas em escala, diferenciada e *science-based* para as indústrias baseadas em recursos naturais e em trabalho” (NASSIF (2008), p. 89)

De acordo com os dados apresentados por Nassif, a participação no valor adicionado da indústria dos setores intensivos em recursos naturais e em trabalho teria passado de 46,26% em 1996 para 49,79% em 2004; ao passo que a participação conjunta dos setores intensiva em escala, diferenciada e baseada em ciência passou de 53,72% em 1996 para 50,15% em 2004. Dessa forma, se observa uma relativa estabilidade da estrutura industrial brasileira no período em consideração, o que descartaria, portanto, a ocorrência de um processo de desindustrialização.

CONCLUSÃO

A política cambial e a própria taxa de câmbio mostrou uma trajetória bastante volátil no período posterior ao plano real. Depois da abertura financeira e da adoção do regime de câmbio flutuante, a variação da taxa de câmbio sofreu muito mais influência dos ciclos de liquidez internacional ocasionados por acontecimentos no centro do sistema financeiro, como taxas de juros baixas nas principais economias levando os investidores a irem à busca de maiores rendimentos em países na periferia do sistema financeiro global, do que das condições macroeconômicas internas do Brasil.

O que tem se verificado no período recente, é uma forte entrada de dólares no país em busca de rendimentos maiores atraídos pelo diferencial entre os juros internos e externos ao Brasil (*carry trade*). Esse diferencial de rendimentos faz com que o país atraia muito capital externo e aprecie a taxa de câmbio. O contrario ocorre quando há medo de crises nas economias centrais. Os investidores preferem “segurança” nas suas aplicações e ocorre um movimento de saída de divisas do país.

Esta forte dependência dos fatores externos ao país na formação da taxa de câmbio brasileira não só também e, sobretudo pelo impacto interno da variação da taxa de câmbio faz com que o Banco Central atue mais profundamente na questão do câmbio (embora teoricamente o regime de câmbio flutuante não tivesse intervenções do Banco Central) seja por meio de compra e venda direta de dólares no mercado, ou seja, por imposição de medidas de controle dos fluxos de capitais. A imposição do IOF como medida de controle de capitais é um debate recente na política econômica e ainda não há um consenso sobre seus impactos e sua necessidade, porém muitos países estão adotando medidas de controle de fluxos de capitais devido ao que estão chamando de “guerra cambial” por haver nos últimos anos uma desvalorização do dólar perante varias moedas. A taxa de juros das economias centrais estão próximas a zero o que faz com que os fluxos migrem cada vez mais para os países emergentes deteriorando sua taxa de câmbio.

No entanto, as medidas de controle de fluxos de moeda estrangeira e as chamadas medidas macroprudenciais adotadas até junho de 2011 tiveram uma eficácia limitada na diminuição tanto dos fluxos de capitais e quanto na valorização da real. A valorização da moeda de 8,0% uma queda da taxa de câmbio de 1,66 para 1,53 entre 31/12/2010 á 26/07/2011. Mesmo com a imposição das medidas de controle, os influxos de capital para a economia brasileira entre janeiro a setembro de 2011 atingiram US\$ 92,2 bilhões segundo o BCB.

Há de se questionar o porquê a eficácia das medidas é limitada? Pode-se salientar diversas razões, dentre elas onde agentes privados (bancos, investidores estrangeiros e empresas) adotaram uma estratégia onde os mesmos encontraram brechas para burlar os regulamentos de fluxos de capitais, e também passaram a pressionar posições de real contra dólar no mercado de futuros.

Dois canais parecem ter sido utilizados para contornar os controles de capitais. Em primeiro lugar, os empréstimos inter-companhia pode ser usada por corporações transnacionais para antecipar a internalização de recursos, que são aplicados no mercado financeiro na medida em que não se destinam à atividade produtiva.

Em segundo lugar, os investidores estrangeiros já começaram a montar estruturas complexas usando a Lei 4.131 (que regula o fluxo de IDE) para fazer investimentos em capital ou de renda fixa. Vale a pena analisar que a diferença entre IED e fluxos de portfólio é muito pequena. Transferências de valores de propriedade estrangeira com 10 % ou mais do capital votante de empresas residentes são classificados como IED, enquanto as explorações abaixo deste limiar são considerados como carteira de investimentos.

É necessário realizar mecanismos de controle de fluxos mais abrangentes, abrangendo todos os tipos de fluxos de capital e que respondam as inovações financeiras que venham a seguir, a fim de reduzir as “brechas” na legislação.

Somente durante o mês de setembro, quando o movimento de alta prevaleceu desde 31 de agosto, onde foram 15 altas em 17 sessões, houve uma alta da cotação do dólar frente ao real no período ate o dia 22 de 19,31%. Porém isso ocorreu, principalmente, por causa do forte movimento de aversão a risco nos mercados globais, principalmente com a piora da crise na

Europa e um medo de calote da Grécia e seus possíveis efeitos contágio para as demais economias e bancos europeus e americanos.

Coincidência ou não com a crise na Europa e nos mercados de capitais de todo o mundo, foi a partir da adoção de reais medidas de regulação no mercado de derivativos de câmbio e regulação das posições vendidas dos bancos neste mercado, que a partir de setembro de 2011 houve a interrupção da valorização do real, seguida por uma forte desvalorização em um curto espaço de tempo.

Além do IOF de 1 por cento em posições de derivativos (que pode ser aumentado até 25 por cento), o governo também tornou o Conselho Monetário Nacional a agência responsável pela regulação do mercado de derivativos. É evidente o aumento da coordenação entre o Banco Central e o Ministério da Fazenda em relação aos objetivos macroeconômicos e as políticas de taxa de câmbio. Estas novas medidas que atacam os mercados de derivativos tiram do trilho as especulações no mercado de câmbio “virtual” e reduz as vias de comunicação entre as praças onshore e off –shore de câmbio.

Desta forma, foi constatado que tanto no caso do Brasil como para os demais países emergentes a adoção do regime de câmbio flutuante não garante o ajuste automático do balanço de pagamentos e a autonomia da política monetária. Pelo contrario, isso acentua a inter-relação entre a taxa de juros básica, a taxa de câmbio nominal e a influencia das decisões de portfólio dos investidores globais sobre esses preços-chave. Em contrapartida, como destacam Mohanty e Scatigna (2005), as economias que mantêm algum grau de controle sobre os fluxos de capitais conseguem, pelo menos parcialmente, insular suas políticas monetárias e cambiais dos efeitos desses ciclos.

Neste cenário, discute-se a perda da competitividade dos produtos industrializados brasileiros face aos concorrentes importados, devido a essa recente valorização do real. Inclui a política cambial da China que intervém fortemente na taxa de câmbio mantendo uma paridade fixa de super-desvalorizada do yuan com o dólar. Este mecanismo de desvalorização forçada da moeda chinesa traz grande competitividade aos produtos chineses.

A crescente deterioração da competitividade externa da indústria brasileira tornou-se certamente uma preocupação do governo Dilma, porém não podemos concluir que o Brasil sofre um processo intenso de desindustrialização nesta fase que se encontra. Porém não é simples o cenário que se desenha. Por isso, seria recomendável aproveitar da melhor maneira o fato do Brasil se tornar grande produtor de petróleo, pois em um futuro breve o Brasil caminha para ser um exportador de petróleo o que traria muito mais divisas externas. A saída seria investir pesadamente em tecnologia para incorporar valor à produção nacional, investir os recursos originados com o pré-sal em uma gama maior de setores, realizando encadeamentos produtivos e círculos virtuosos. Muito se tem discutido sobre como melhor utilizar estes recursos em outras atividades não diretamente relacionadas ao petróleo, mas sim de modo que toda a população colha seus frutos, como maiores recursos para a educação por exemplo.

A história prova o sucesso na área de commodities, não é sinônimo de perda da indústria, a própria história dos Estados Unidos, a maior economia do planeta mostra isso. Devemos também seguir como exemplo o que aconteceu com países que não souberam aproveitar a abundância de recursos naturais e tomar políticas diferentes para trazer qualidade de vida à população

REFERÊNCIAS

AIZENMAN, J., LEE, Y., RHEE, Y. **International Reserves Management and Capital Mobility in a Volatile World: policy considerations and case study of Korea**. NBER Working Paper 10.534. Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research, 2004.

AKYUZ, Y. **Financial liberalization: the key issues**". UNCTAD Discussion Papers nº 56, Genebra, 2003.

_____. **On financial openness in developing countries**, Genebra: UNCTAD, 2002 (Trabalho não publicado).

ARCHER, D. **Foreign exchange market intervention: methods and tactics**. In: BIS Paper n. 24 (op.cit.), 2005.

ASSAF NETO, A. **Finanças Corporativas e Valor**. São Paulo: Atlas, 2006a.

_____. **Mercado Financeiro**. São Paulo: Atlas, 2006b.

BARROS, Luis Carlos M. **Uma encruzilhada para o Brasil**. *Folha de S. Paulo*, 3/02, 2006

BELLUZZO, L. G. & ALMEIDA, J. S. G. **A fase 2 do crescimento**. Carta Capital, São Paulo, 7 de setembro de 2010.

BELLUZZO, L. G. **Pedro Malan tira figurino britânico e ataca mercados. Carta Maior, .O outro lado da moeda.**, São Paulo, 27 set. 2002. Disponível em: <<http://www.cartamaior.org.br>>.

BIANCARELI, A. M. **Relatório 2. O sistema financeiro doméstico e os ciclos internacionais de liquidez** Campinas: Cecon/IE/Unicamp, 2007.

BLANCHARD, O.; DELL'ARICCIA, Giovanni; MAURO, Paolo. **Rethinking Macroeconomic Policy**. IMF Staff Position Note. International Monetary Fund. Fevereiro, 2010.

BRESSER PEREIRA, Luis Carlos. **Maldição dos recursos naturais**. *Folha de S. Paulo*, 6/06, 2005

BRESSER PEREIRA, L. C. (2006). **“O Novo-Desenvolvimentismo e a Ortodoxia Convencional”**. *São Paulo em Perspectiva*, Vol. 20, N.1. Bresser-Pereira, L.C. - (2008). “The Dutch Disease and Its Neutralization: a Ricardian Approach”, *Revista de Economia Política*, Vol. 28, N.1.

BRESSER PEREIRA, L.C; Marconi, N. (2008). “**Existe doença holandesa no Brasil?**”. *Anais do IV Fórum de Economia de São Paulo* , Fundação Getúlio Vargas: São Paulo.

_____; Marconi, N. (2009). “**Doença Holandesa e Desindustrialização**”. *Valor Econômico* , 25 de novembro.

_____; Gala, P. (2010). “**Macroeconomia Estruturalista do Desenvolvimento e Novo-Desenvolvimentismo**”. *Revista de la Cepal* , N. 100 [no prelo].

CARVALHO, C. et al. **Economia Monetária e Financeira**. Rio de Janeiro: Campus, 2007.

CALVO, G. A; REINHART, C. M. **Fear of floating**. National Bureau of Economic Research, nov., 2003 (NBER Working Paper n. 7993).

CHESNAIS, F. (org.) **A mundialização financeira: genese, custos e riscos**. Sao Paulo. Ed. Xama, 1996.

DOOLEY, M. P.; FOLKERTS-LANDAU, D.; GARBER, P. **The revived Bretton Woods System: the effects of periphery intervention and reserve management on interest rates and exchange rates in center countries**. Cambridge, MA.: National Bureau of Economic Research, 2004. (NBER Working Paper, n. 10.332).

EICHENGREEN, B. **Can emerging markets float? Should they inflation target?** Brasília. 2002. Disponível em <<http://www.bcb.gov.br>>.

EICHENGREEN B.; HAUSSMANN; Panizza. **Currency mismatches, debt intolerance and original sin**. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, 1999. NBER Working Paper, n. 10036

FARHI, M.. **Mercados de câmbio off-shore e moedas inconvertíveis**, Boletim quadrimestral do Centro de Estudos de Conjuntura e Política Econômica, n.3, Suplemento 3. Campinas: Cecon/Instituto de Economia/Unicamp, agosto/2004.

_____. **Metas de inflação e o medo de crescer**. Revista Economia Política em Foco, n. 4 São Paulo Maio/Out. 2004.

_____. **O impacto dos ciclos de liquidez no Brasil. Mercados financeiros, taxa de câmbio, preços e política monetária**. Campinas. Política Econômica em Foco, n. 7 . nov. 2005/abr. 2006.

FARHI, M. ; CINTRA, M. A. M.; CAGNIN, R. F. . **Salvaguardas Contra a Apreciação Cambial**. 2011.

FARHI, M. ; CINTRA, M. A. M **A arquitetura do sistema financeiro internacional contemporâneo**. *Rev. Econ. Polit.*, Set 2009, vol.29, no.3, p.274-294. ISSN 0101-3157

FEIJÓ, C.A; CARVALHO, P.G; ALMEIDA, J.S.G. (2005). “**Ocorreu uma desindustrialização no Brasil?**”. São Paulo: IEDI, Novembro, mimeo. IBGE, Diretoria de Pesquisa-DPE, Coordenação de Contas Nacionais- CONAC, Sistema de Contas

FIESP. **The Brazilian economy: recent performance and impact on the manufacturing industry**. São Paulo: Depecon/Federação das Indústrias do Estado de São Paulo, maio de 2007.

FRAGA, A.; GOLDFAJN, I.; MINELLA, A.. **Inflation targeting in emerging market economies**. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, Oct. 2003. (NBER Working Paper, n. 10019)

GREENVILLE, S. **Exchange rate regimes for emerging markets**, BIS Review n. 97, 2000.

HO, C.; McCAULEY, R. **Living with flexible exchange rate: issues and recent experience in inflation targeting emerging market economies**. Basle: Bank of International Settlements, feb., 2003 (BIS Working Paper)

LAMUCCI, S. **BC precisa mudar forma de atuação no câmbio**, diz Eris, Valor Econômico, São Paulo, 16 de maio 2007.

LOURES, R.R; OREIRO, J.L; PASSOS, C.A.K. “**Desindustrialização: a crônica da servidão consentida**”. Economia e Tecnologia, Ano 2, Vol. 4, 2006.

KRUGMAN, P.; WELLS, R. **Introdução à Economia**. Rio de Janeiro: Campus, 2007.

MACEDO E SILVA, A. C. **O debate sobre o arranjo fiscal brasileiro . Um pouco de aritmética keynesiana**. Política Econômica em Foco, Campinas, n. 4, abr. 2005. (Suplemento 7).

MANKIW, G. **Introdução à Economia: princípios de micro e macroeconomia**. Rio de Janeiro: Campus, 1999.

MARQUETTI, A. (2002). “**Progresso Técnico, Distribuição e Crescimento na Economia Brasileira: 1955- 1998**”. *Estudos Econômicos* , Vol. 32, N.1.

MIHALJEK, D. **Survey of central banks views on effects of intervention**. In: BIS Papers n. 24 (op. cit), 2005

MOHANTY, M.S.; SCATIGNA, M. **Has globalisation reduced monetary policy independence?** In:IS Papers n. 23 (op. cit.), 2005.

MORENO, R. **Policymaking from a “macroprudential” perspective in emerging market economies**. BIS Working Paper, n. 336; jan. 2011. Disponível em <http://www.bis.org/publ/work336.pdf> .

- MORENO, R. **Motives for intervention**. In: BIS Papers no. 24 (op. cit.), 2005
- MOSER-BOEHM, P. **Governance aspects of foreign exchange interventions**. In: BIS Papers no. 24 (op. cit.), 2005.
- MUNDELL, R. A. **Capital mobility and stabilization policy under fixed and flexible exchange rates**, *The Canadian Journal of Economics and Policy science*, vol. 29, n. 4, p. 475-485, 1963.
- NASSIF, A. **Há evidências de desindustrialização no Brasil?** Revista Economia Política. vol.28 no.1 São Paulo Jan./Mar. 2008.
- OCAMPO, J. A. **Raul Prebisch y la agenda del desarrollo en los albores del siglo XXI**, Revista de la Cepal, Santiago de Chile, n.75, p.25-40, dec., 2001a.
- OREIRO, J. L. e FEIJÓ, C. A. **Desindustrialização: conceituação, causas, efeitos e o caso brasileiro**, Revista de Economia Política 30 (2), 2010.
- OSTRY, J. D.; GHOSH, A. R.; HABERMEIER, K.; CHAMON, M.: QURESHI, M. S. & REINHARDT, D. B.S. **Capital Inflows: the role of controls**. Washington (IMF Staff Position Note), February 19, 2010. Disponível em <http://www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2010/spn1004.pdf>
- PALMA, J. G. **Four sources of deindustrialization and a new concept of the Dutch disease** . In: Ocampo, J.A. (ed.) *Beyond Reforms*. Palo Alto (CA): Stanford University Press, 2005.
- PALMA, G. (2005). “**Quatro fontes de desindustrialização e um novo conceito de doença holandesa**”. *Conferência de Industrialização, Desindustrialização e Desenvolvimento* , Federação das Indústrias do Estado de São Paulo, Agosto.
- PAULANI, L. M.; BRAGA, M. B. **A Nova Contabilidade Social**. São Paulo:Savaiva, 2001.
- PIRES DE SOUZA, F. E.; HOFF, C. **O regime cambial brasileiro: sete anos de flutuação**, 2006. Rio de Janeiro: Instituto de Economia Industrial da UFRJ (Trabalho não-publicado).
- PRATES, D. M.; FARHI, M. & MARÇAL, E. **Os determinantes da evolução da taxa de câmbio do real no período 2003-2006**. Campinas: Cecon/IE/Unicamp, 2007.
- PRATES, D. M.; FARHI, M.. **A crise financeira internacional, o grau de investimento e a taxa de câmbio do real**. Campinas. Texto para Discussão. Cecon/IE/UNICAMP n. 164, jun. 2009. ISSN 0103-9466
- PRATES, Daniela M. **A insercao externa da economia brasileira no governo Lula**, *Política Econômica em Foco*, n.7, nov./2005-abr./2006 (secao IV), boletim do Centro de Estudos de Conjuntura e Política Economica do Instituto de Economia da Unicamp, 2006.

_____. **Relatório 1. Os determinantes das taxas de câmbio nominal e real no Brasil após a adoção do regime de câmbio flutuante.** Campinas: Cecon/IE/Unicamp, 2007

_____. **Relatório 2. Os dilemas da gestão do regime de câmbio flutuante no Brasil.** Campinas. Texto para Discussão. Cecon/IE/UNICAMP n. 133 set. 2007. ISSN 0103-9466

_____. **Crises financeiras nos países “emergentes”: uma interpretação heterodoxa.** Tese de doutoramento. IE/Unicamp, 2002.

_____. **As assimetrias do sistema monetário e financeiro internacional.** *Rev. econ. contemp.*, Ago 2005, vol.9, no.2, p.263-288. ISSN 1415-9848

RODRIK, D. **The social cost o foreign exchange reserves.** Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, 2006 (Working Paper n.11952) Disponível em www.nber.org/papers/w11952

ROWTHORN, R; RAMASWANY, R (1999). **Growth, Trade and Deindustrialization.** IMF Staff Papers, Vol. 46, N.1.

SICSÚ, J. **Resumo Taxa de câmbio dentro de uma estratégia de desenvolvimento,** *Econômica*, Rio de Janeiro, v. 11, n. 1, p. 31-38, junho 2009

SILVEIRA, M. A. C. da. **Intervenção da autoridade monetária no mercado de câmbio em regime de flutuação administrada,** Notas Técnicas do Banco Central do Brasil n. 24, Brasília, maio, 2003.

SCHWARTSMAN, A. (2009). **Uma Tese com Substâncias,** *Folha de São Paulo* , 19 de agosto.

THAICHAREON, K. & CHIANG, L. **Asia stiffens resolve to resist capital inflows,** Reuters, 12 de outubro de 2010. Disponível em – <http://www.msnbc.msn.com/id/39626356/39641827>.

THIRWALL, A. (2002). **The Nature of Economic Growth** . Edward Elgar: Aldershot.

TREGENNA, F. (2009). “Characterizing deindustrialization: an analysis of changes in manufacturing employment and output internationally”. *Cambridge Journal of Economics* , Vol. 33.

TRUMAN, E. M. **Inflation targeting from a global perspective,** apresentado no Rio de Janeiro, em 17 de maio de 2002. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br>

VARIAN, H. A. **Microeconomia - princípios básicos.** Campus, 1994.

VASCONCELLOS, M. A. S.. **Economia Micro e Macro.** São Paulo: Atlas, 2004.

_____; GARCIA, Manoel Enriquez. **Fundamentos de Economia**. São Paulo: Saraiva, 2006.

_____; LOPES, Luiz Martins (Orgs.). **Manual de Macroeconomia: nível básico e intermediário**. São Paulo: Atlas, 1998.