

## Política Cambial Brasileira

### Entrevistas

**Dennis J. Snower**

Presidente do Kiel Institute  
for the World Economy

**Luiz Gonzaga Belluzzo**

Professor de Economia da Unicamp

### Depoimentos

Carlos Ivan Simonsen Leal  
Senador Eduardo Suplicy  
Rubens Penha Cysne

### Conferências

A importância de um regime  
cambial homogêneo entre os países

Ministro Guido Mantega

Desvendando a taxa de câmbio

Yoshiaki Nakano

Taxa de câmbio, doença holandesa  
e industrialização

Luiz Carlos Bresser-Pereira

Uma visão empresarial  
sobre o câmbio

Roberto Giannetti





CADERNOS  
**FGV Projetos**

---

**CADERNOS FGV PROJETOS**

*Publicação periódica da FGV Projetos.  
Os artigos são de responsabilidade dos autores e não refletem,  
necessariamente, a opinião da FGV.*

**FGV PROJETOS**

Diretor Executivo	Cesar Cunha Campos
Diretor Técnico	Ricardo Simonsen
Diretor de Controle	Antônio Carlos Kfourl Aidar
Vice-Diretor de Projetos	Francisco Eduardo Torres de Sá
Vice-Diretor de Estratégia e Mercado	Sidnei Gonzalez
Editor-Chefe	Sidnei Gonzalez
Coordenador Editorial	Carlos Augusto Costa
Coordenadora de Comunicação	Melina Bandeira
Designer Assistente	Maria João Pessoa Macedo
Analista de Comunicação	Teresa Borges
Revisão e copidesque	Formas Consultoria
Tradução	Elitza Bachvarova   Elvyn Marshall
Colaboradores dessa edição	Raphaela Aquino   Mariana Meirelles   Gabriela Costa   Petruska Perrut
Projeto Gráfico	Dulado Design   <a href="http://www.dulado.com.br">www.dulado.com.br</a>
Impressão	Gráfica Nova Brasileira
Tiragem	2.000 exemplares
Fotos	Banco de Imagem FGV Projetos   <a href="http://www.shutterstock.com">www.shutterstock.com</a>



*Instituição de caráter técnico-científico, educativo e filantrópico, criada em 20 de dezembro de 1944 como pessoa jurídica de direito privado, tem por finalidade atuar, de forma ampla, em todas as matérias de caráter científico, com ênfase no campo das ciências sociais: administração, direito e economia, contribuindo para o desenvolvimento econômico-social do país.*

**CONSELHO DIRETOR**

Sede	Praia de Botafogo, 190, Rio de Janeiro - RJ, CEP 22250-900 ou Caixa Postal 62.591 CEP 22257-970, Tel (21) 3799-5498, <a href="http://www.fgv.br">www.fgv.br</a>
Primeiro Presidente Fundador	Luiz Simões Lopes
Presidente	Carlos Ivan Simonsen Leal
Vice-Presidentes	Sergio Franklin Quintella, Francisco Oswaldo Neves Dornelles e Marcos Cintra Cavalcante de Albuquerque
Presidente	Carlos Ivan Simonsen Leal
Vice-Presidentes	Sergio Franklin Quintella, Francisco Oswaldo Neves Dornelles e Marcos Cintra Cavalcante de Albuquerque
Vogais	Armando Klabin, Carlos Alberto Pires de Carvalho e Albuquerque, Ernane Galvêas, José Luiz Miranda, Lindolpho de Carvalho Dias, Manoel Pio Correa Júnior, Marcílio Marques Moreira e Roberto Paulo Cezar de Andrade
Suplentes	Antonio Monteiro de Castro Filho, Cristiano Buarque Franco Neto, Eduardo Baptista Vianna, Gilberto Duarte Prado, Jacob Palis Júnior, José Ermírio de Moraes Neto, José Julio de Almeida Senna e Marcelo José Basílio de Souza Marinho

**CONSELHO CURADOR**

Presidente	Carlos Alberto Lenz César Protásio
Vice-Presidente	João Alfredo Dias Lins (Klabin Irmãos e Cia)
Vogais	Alexandre Koch Torres de Assis, Angélica Moreira da Silva (Federação Brasileira de Bancos), Carlos Moacyr Gomes de Almeida, Edmundo Penna Barbosa da Silva, Eduardo Hitiro Nakao (IRB-Brasil Resseguros S.A), Fernando Pinheiro (Souza Cruz S.A), Heitor Chagas de Oliveira, Jacques Wagner (Estado da Bahia), Jorge Gerdau Johannpeter (Gerdau S.A), Lázaro de Mello Brandão (Banco Bradesco S.A), Luiz Chor (Chozil Engenharia Ltda), Marcelo Serfaty, Marcio João de Andrade Fortes, Maurício Matos Peixoto, Raquel Ferreira (Publicis Brasil Comunicação Ltda), Raul Calfat (Votorantim Participações S.A), Ronaldo Mendonça Vilela (Sindicato das Empresas de Seguros Privados, de Capitalização e de Resseguros no Estado do Rio de Janeiro e do Espírito Santo), Sandoval Carneiro Junior (CAPES - Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior) e Sérgio Ribeiro da Costa Werlang
Suplentes	Aldo Floris, José Luiz Marques Lino (Cia. Vale do Rio Doce), Luiz Roberto Nascimento Silva, Ney Coe de Oliveira, Nilson Teixeira (Banco de Investimentos Crédit Suisse S.A), Olavo Monteiro de Carvalho (Monteiro Aranha Participações S.A), Patrick de Larragoiti Lucas (Sul América Companhia Nacional de Seguros), Pedro Henrique Mariani Bittencourt (Banco BBM S.A), Rui Barreto (Café Solúvel Brasília S.A) e Sérgio Lins Andrade (Andrade Gutierrez S.A)

## Editorial

06 Cesar Cunha Campos

## Entrevistas

08 Dennis J. Snower

22 Luiz Gonzaga Belluzzo

## Depoimentos

 34 Incentivo ao debate  
**Carlos Ivan Simonsen Leal**

 38 Uma política cambial corajosa  
**Senador Eduardo Suplicy**

 43 Coordenação e persuasão internacional:  
 os novos desafios globais  
**Rubens Penha Cysne**

## Conferências

 46 A importância de um regime cambial  
 homogêneo entre os países  
**Ministro Guido Mantega**

 53 Desvendando a taxa de câmbio  
**Yoshiaki Nakano**

 68 Taxa de câmbio, doença holandesa e industrialização  
**Luiz Carlos Bresser-Pereira**

 74 Uma visão empresarial sobre o câmbio  
**Roberto Giannetti**

 79 Desindustrialização e poupança  
**Samuel Pessôa**

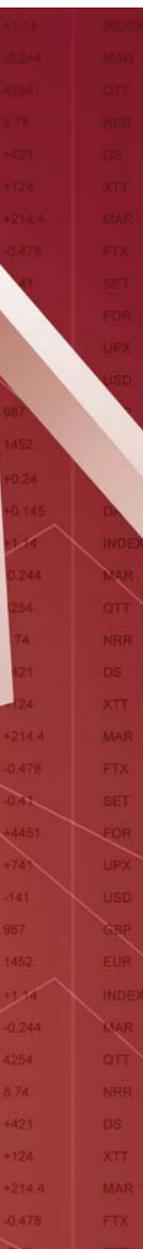
 86 Taxa de câmbio: uma variável, muitos problemas  
**Márcio Holland**

Reproduzimos a seguir as conferências com os ajustes necessários para a publicação na forma escrita.

# Editorial

Cesar Cunha Campos  
[diretoria.executiva@fgv.br](mailto:diretoria.executiva@fgv.br)





O modelo cambial adotado no Brasil é fator importante para estabilidade e crescimento econômico brasileiro. Neste período pós-crise, marcado pelas alterações nas paridades cambiais, a preocupação com os rumos da economia brasileira é inevitável e com ela surge a pergunta: quais os condicionantes da taxa de câmbio e da política cambial brasileira para 2010? Para esclarecer esta e outras questões, a FGV Projetos organizou o seminário “Perspectivas da Taxa de Câmbio 2010”.

Autoridades em economia, como o ministro da Fazenda Guido Mantega, o diretor da Escola de Economia de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas (EESP/FGV), Yoshiaki Nakano, o ex-ministro da Fazenda e professor de economia e teoria política e social da Fundação Getúlio Vargas (FGV), Luiz Carlos Bresser-Pereira, o diretor do Departamento de Relações Internacionais e Comércio Exterior da Federação das Indústrias do Estado de São Paulo (Fiesp), Roberto Giannetti, e os economistas e professores da FGV Samuel Pessoa e Márcio Holland, discorreram sobre a taxa de câmbio e suas perspectivas.

Ao longo do seminário, cujas conferências estão reunidas nesta edição do Cadernos FGV Projetos, dados importantes e considerações variadas sobre o cenário econômico brasileiro e nossa taxa de câmbio foram expostos. O ministro da Fazenda, Guido Mantega, ressaltou as dificuldades enfrentadas pela economia brasileira devido à falta de um regime cambial homogêneo entre os países. A vantagem competitiva da China sobre os mercados do mundo é outro fator determinante para a desestabilização do cenário econômico, segundo os especialistas. Com o *yuan* atrelado ao dólar, o produto chinês ganha uma condição única de competitividade.

Além das palestras proferidas no seminário, esta edição do Cadernos FGV Projetos traz depoimentos do presidente da FGV, Carlos Ivan Simonsen Leal, do senador Eduardo Suplicy e de Rubens Cysne, diretor da Escola de Pós-Graduação em Economia da Fundação Getúlio Vargas (EPGE/FGV).

Entrevistas exclusivas com duas personalidades importantes para a discussão em profundidade do tema também fazem parte deste Caderno. A primeira entrevista é com Dennis Snower, presidente do Kiel Institute for the World Economy (IfW), da Alemanha, que esteve recentemente em visita à FGV no Rio de Janeiro para debater os rumos da economia global. A segunda apresenta a visão de Luiz Gonzaga Belluzzo, professor titular de economia da Universidade Estadual de Campinas (Unicamp). Esperamos, assim, que esta edição contribua para o esclarecimento de questões fundamentais sobre a taxa de câmbio no Brasil.

Boa leitura! ■

## Entrevista com Dennis J. Snower

FGV Projetos



## Dennis J. Snower

Graduado em economia pela Oxford University, Reino Unido, e doutor em economia pela Princeton University, EUA. É presidente do Kiel Institute for the World Economy (IfW), Alemanha, professor de economia da Christian-Albrechts-Universität (CAU), Alemanha, membro do Global Agenda Council on Economic Imbalances e do conselho do Centre for Economic Policy Research (CEPR), Reino Unido. Especialista em economia pública, teoria macroeconômica e teoria microeconômica, Snower já publicou livros sobre economia global e também sobre os efeitos da globalização no mercado de trabalho.

*Graduated in Economics from Oxford University, UK, and has a PhD in Economics from Princeton University, USA. He is President of the Kiel Institute for the World Economy (IfW), Germany, Professor of Economics at Christian-Albrechts-Universität (CAU), Germany, member of the Global Agenda Council on Economic Imbalances and of the Board of the Centre for Economic Policy Research (CEPR), UK. Specialist in Public Economics, Macroeconomic Theory and Microeconomic Theory, Snower has also published books on the global economy as well as on the effects of globalization on labor markets.*

## RESUMO

Após o seminário "Perspectivas da Taxa de Câmbio 2010", a FGV Projetos promoveu uma palestra com o professor Dennis Snower sobre os rumos da economia global. Na ocasião, foi realizada esta entrevista exclusiva, na qual Snower mostra a sua visão sobre o desequilíbrio criado pelo regime cambial da China e qual seria a solução para o problema. Discorre também sobre a necessidade de um mecanismo que assegure aos países da zona euro a manutenção da relação dívida/PIB em determinado nível, e sugere que este mecanismo seja uma autoridade fiscal independente. Por fim, expõe a sua opinião sobre como o Brasil deve reagir para tornar seus produtos mais competitivos.

## ABSTRACT

*After the seminar "Exchange Rate Perspectives 2010", FGV Projetos hosted a lecture by Professor Dennis Snower pertaining to global economy. Recorded on the occasion, this exclusive interview expresses Snower's views on the imbalance created by the Chinese exchange rate regime and what the solution to the problem might be. He also expounds on the need for a mechanism to ensure that the Eurozone countries keep the debt-to-GDP ratio at a certain level, and suggests that this mechanism should be established through an independent fiscal authority. Snower concludes by exposing his opinions on how Brazil should act in order to make its products more competitive.*

**FGV PROJETOS - O mundo está discutindo a guerra das taxas de câmbio e gostaríamos de ter suas impressões sobre essa questão. Dizem que os chineses estão travando um novo tipo de guerra. Em vez de protecionismo, subsídios ou outras medidas, a guerra está nas taxas de câmbio. O sr. acredita que existe uma guerra em torno das taxas de câmbio?**

**Dennis Snower** - Eu não acho que haja uma guerra de taxas de câmbio. Poderíamos falar longamente sobre desequilíbrios globais e ajustes de taxas de câmbio, mas acho que todos os lados nessa controvérsia sabem que, se as taxas de câmbio se ajustarem rapidamente em qualquer direção, isso criaria grandes problemas para o mundo. Assim, se o *yuan* se valorizasse rapidamente, então o dólar provavelmente perderia parte de sua posição como moeda de reserva, e poderia entrar em colapso. Isso teria efeitos terríveis sobre o sistema financeiro global. Se os países começarem a fazer ajustes nas taxas de câmbio, como tem sido proposto nos Estados Unidos, isso poderia iniciar uma guerra comercial. Acho que ninguém iria querer isso. E não há nenhuma maneira óbvia de contornar rapidamente esse problema, porque a economia chinesa ainda é muito impulsionada pelas exportações e a economia americana é muito baseada no fato de que a América tem a moeda de reserva. A constelação atual só funciona se a China comprar muitos títulos da dívida americana, e mantiver sua moeda fraca. Assim, se houver qualquer ajuste, ele levará tempo, terá de ser muito gradual, caso contrário terá um processo desordenado de reequilíbrio, que poderia levar a outra crise financeira. Então, eu não vejo nenhuma maneira simples de sair da situação atual. Eu acho que toda essa conversa de guerras de taxas de câmbio está mal explicada, porque todos os atores principais que dela podem participar sabem que os perigos estão por todos os lados.

**FGV PROJETOS - Everybody is discussing the war on exchange rates and we would like you to comment on the issues involved. They say the Chinese are waging a war of a new kind. Instead of protectionism, subsidies or the like, the war is on exchange rates. Do you believe that there is a war on exchange rates right now?**

**Dennis Snower** - I don't think there's a war on exchange rates. We could talk in great length about global imbalances and exchange rate adjustments, but I think that all sides in this controversy know that if the exchange rates adjust quickly in any direction, it would create major problems for the world. So, if the yuan appreciated quickly, then the dollar would probably lose part of its position as a reserve currency. It could crash. That would have terrible effects on the global financial system. If countries started to make adjustments of exchange rates, like it's been proposed in the United States, that could start a trade war. I don't think anybody would want that. And there's no obvious quick way out of this problem, because the Chinese economy is still very export-driven and the American economy is very much based on America having the reserve currency. This current constellation only works if China buys up a lot of American debt, and holds its currency low. So, if there's going to be any adjustment, it's going to take time, be very gradual, if we don't want to have a disorderly rebalancing, which could lead to another financial crisis. So, I don't see any simple way out of the present situation. I think all this talk of exchange rate wars is misconceived, because all the main actors that could participate know what the dangers are on all sides.

**FGV PROJETOS** - Algumas pessoas dizem que já existe um desequilíbrio criado por este regime que os chineses promovem em relação à taxa de câmbio. Esse é um argumento válido? Esse desequilíbrio é uma ameaça?

**Dennis Snower** - Bem, o desequilíbrio é um grande problema, mas você não pode resolver esse problema apenas reajustando as taxas de câmbio, pelas razões que dei. Outra forma de colaborar para a solução seria através de ajustes na economia real. Digamos, por exemplo, se a China passasse a investir bastante na criação de um estado de bem-estar social que proporcionasse mais segurança a seus habitantes, as pessoas teriam de poupar menos, e elas poderiam consumir mais. Isso seria um grande passo para o reequilíbrio. Os americanos já estão dando um passo na direção do reequilíbrio, porque as famílias americanas estão poupando muito mais do que antes. Isso pode levá-los a uma fase de baixo crescimento, por um longo período de tempo. E a China vai precisar repensar seu modelo de crescimento, porque, apesar de ela comercializar muito com mercados emergentes, ao examinar todos os efeitos diretos e indiretos, conclui-se que a China ainda tem uma dependência razoavelmente forte do crescimento de países industrializados avançados. Se esse crescimento vai ser menor após a crise, como tem sido até agora, então, mais cedo ou mais tarde, esse fato vai atingir a China, e ela terá de se ajustar. E como ela fará isso? Como ela se moverá de uma economia muito baseada na exportação para uma mais dirigida ao mercado interno? Ainda é uma questão em aberto.

**FGV PROJETOS** - Some people say there is already an imbalance created by this regime that the Chinese put together, in relation to the exchange rate. Is this an argument? Is this imbalance a threat?

**Dennis Snower** - Well, the imbalance is a big problem, but you can't solve the imbalance problem by just readjusting the exchange rates, for the reasons I gave. Another way of helping would be to adjust the real economy. Say, for example, if China were to invest a lot in providing a welfare state that provides more security towards its inhabitants, then people would have to save less, and they could consume more. And that would be a big step towards rebalancing. The Americans are already making a step towards rebalancing, because the American households are saving much more than they did before. That could land them into a period of low growth, over a long period of time. And China is going to need to rethink its growth model, because, even though China trades a lot with emerging markets, if you look at all the direct and indirect effects, then China still is reasonably heavily dependent on growth from advanced industrialized countries. If that growth is going to be lower after the crisis, as it was before, then sooner or later, that fact is going to arrive at China's doorstep, and it will have to adjust. And how will it do that? How will it move from a very export-driven economy to one that is more internally driven? That is an open question.

**FGV PROJETOS** - Isso significa que, em vez de participar de uma guerra nas taxas de câmbio, é necessário mudar a forma como os países se desenvolvem. A China deve consumir mais, os EUA têm de poupar mais. E existem políticas econômicas que podem contribuir para isso?

**Dennis Snower** - O regime cambial teria de se adaptar lentamente, para não provocar um grande dano. E, se ocorresse tal ajuste, provavelmente o dólar iria gradualmente perder parte da sua condição de moeda de reserva. O euro iria ganhar com isso no longo prazo, se fosse capaz de superar seus problemas atuais e encontrasse uma maneira de compartilhar riscos de forma racional, mas o mesmo ocorreria com outras moedas. E, portanto, acho que não devemos ver na valorização do **yuan** a panaceia para resolver todos os problemas de equilíbrio de longo prazo.

**FGV PROJETOS** - Which means instead of following a war on exchange rates, you would have to change the way the countries are developing. China has to consume more, the US has to save more. Are there policies that can contribute to this?

**Dennis Snower** - The exchange rate regime would have to adjust slowly, if it's not to cause a big damage. And, if there is such an adjustment, then probably the dollar would gradually lose part of its position as a reserve currency. The euro, should it overcome its present problems, and find a way of spreading risks rationally, will then gain from this in the long run, but so would other currencies. And therefore, I think one shouldn't see just the appreciation of the yuan as the panacea to solve all our long-run balance problems.



FGV PROJETOS - Em sua palestra na FGV “Brasil, Europa e a Economia Global”, o sr. disse que pode ser muito danoso para qualquer país sair do euro, uma vez que tenha entrado nele. Por outro lado, no longo prazo, vemos a Alemanha com ganhos de produtividade superiores a outros países, o que pode levar a uma participação cada vez maior da Alemanha nas exportações para esses países, e para o resto do mundo. Então, como sr. percebe o euro no longo prazo? Vê alguma ameaça, se não conseguirmos aumentar o conjunto de critérios aos quais os países devem se submeter? Por exemplo, o tamanho do *deficit*. Teria em mente algum mecanismo para restringir as despesas totais e a qualidade dos gastos para cada país da zona euro?

**Dennis Snower** - Sim, acho que sim. A grande deficiência no Tratado de Maastricht foi que as regras foram criadas, mas não se estabeleceu nenhum mecanismo para obrigar o seu cumprimento. Tal como nos acordos de não proliferação nuclear, que não funcionam. É necessário um mecanismo obrigatório que assegure que os países manterão sua relação dívida/PIB em um determinado nível. O Tratado de Maastricht diz que o máximo é 60%, o que é razoável, mas esse limite poderia subir para 90%, sem maiores danos. Esse é o indicador importante, a dívida em relação ao PIB. Os *deficits* são menos importantes. É preciso uma regra que permita o uso do *deficit* para estimular a economia, quando se está numa recessão e, ao mesmo tempo, se aproxime sempre da relação dívida/PIB de longo prazo.

FGV PROJETOS - During your speech at FGV “Brazil, Europe and the Global Economy”, you said it can be harmful for any country to pull out of the euro once it has embarked on it. On the other hand, in the long run, Germany is seen with productivity gains higher than other countries, which can lead to an even greater share of Germany in the exports to these countries and to the rest of the world. So, how do you see the euro in the long run? Do you see any threat, if we don’t manage to increase the set of criteria that the countries have to meet? For instance, the size of the *deficit*. Do you have in mind any mechanism to enforce total expenditures and the quality of expenditures for each country in the euro zone?

**Dennis Snower** - Yes, I think so. The big deficiency in the Maastricht Treaty was that rules were created, but there was no enforcement mechanism. Like with nuclear non-proliferation agreements, and that doesn’t work. You need an enforcement mechanism that ensures that countries do keep their debt-to-GDP ratio at a certain level. The Maastricht Treaty states a maximum of 60%, not unreasonable, but it could go up to 90% without a lot of harm. That is the important ratio, debt-to-GDP. Deficits are less important. You have to have a deficit rule that allows you to stimulate the economy when you are in a recession, and at the same time approach your long-run debt-to-GDP ratio.

**FGV PROJETOS - Qual é a sua proposta para esse mecanismo?**

**Dennis Snower** - Eu acho que precisamos de uma autoridade fiscal, uma comissão, como precisamos de um banco central independente, cuja tarefa seria dizer ao governo até que ponto poderíamos ir os *deficits* e os *superavits*, em todas as fases do ciclo econômico. Assim, o governo poderia dizer durante uma recessão - "Quero estimular a economia em tanto" - e, em seguida, essa comissão diria - "Vá adiante". Depois, durante um *boom*, você teria de fazer o oposto e gerar excedentes para que, ao longo do ciclo, a relação dívida/PIB se mantenha constante no nível desejado. E isso resolveria o problema.

**FGV PROJETOS - What is your proposal for this enforcement mechanism?**

**Dennis Snower** - I think that we need a fiscal authority like we need an independent central bank, whose job it is to tell the government how high its deficits and surpluses can be in every stage of the cycle. So the government can say in the recession - "I want to stimulate the economy this much" - and then this commission says - "Fine". Then, in a boom, you'll have to do the opposite, and generate surpluses so that, over the cycle, the debt-to-GDP ratio remains constant at the desired level. And that would solve the problem.

**FGV PROJETOS** - Quando se olha para a discussão sobre a crise na Europa, já se vê que, se houver uma moeda comum, é preciso existir um poder político comum. Por exemplo, se os EUA têm um problema no Alabama, o país direciona sua ajuda para o Alabama. Quando a Grécia entrou em crise, a Angela Merkel é quem foi obrigada a ajudar.

**Dennis Snower** - Se tivéssemos essa autoridade fiscal no lugar, você não precisaria que os países se ajudassem uns aos outros, porque a autoridade fiscal iria assegurar que cada país tivesse uma política fiscal responsável.

**FGV PROJETOS** - If you look at the discussion over the crises in Europe, you already see that, if you have a common currency, you have to have a common political power. For instance, if the US has a problem in Alabama, the country goes and targets help to Alabama. When Greece went on crisis, Angela Merkel was forced to help.

**Dennis Snower** - If we had such a fiscal authority in place, you wouldn't need countries to help one another, because the fiscal authority would ensure that the country has a responsible fiscal policy.

“ (...) se a China passasse a investir bastante na criação de um estado de bem-estar social que proporcionasse mais segurança a seus habitantes, as pessoas teriam de poupar menos, e elas poderiam consumir mais. Isso seria um grande passo para o reequilíbrio (...) ”

Dennis Snower

**FGV PROJETOS** - O sr. está sendo muito corajoso ao dizer aos países que “Sim, vocês têm de se submeter a isto”.

**Dennis Snower** - Isso mesmo! Dessa maneira, o governo continuaria tendo todo o poder que tem hoje. Poderia alocar seus gastos e impostos da maneira que lhe aprouver, com uma exceção - não teria o poder de fazer uma política fiscal irresponsável, ou seja, uma política fiscal que, no longo prazo, aumenta a dívida. Assim, seria muito estranho que um governo dissesse - “Quero o direito de ter uma política fiscal irresponsável”.

**FGV PROJETOS** - O que o sr. define como uma “política fiscal irresponsável”?

**Dennis Snower** - Uma “política fiscal irresponsável” é uma política fiscal que leva a um aumento da dívida em relação ao PIB no longo prazo. A tendência de aumento na dívida/PIB é que é “política fiscal irresponsável”, porque isso leva finalmente a taxas de juros mais altas e menor crescimento econômico.

**FGV PROJETOS** - You are being very brave in saying that, “OK, you have to submit to this”.

**Dennis Snower** - That’s right! So, the government would have every power it has now. It could allocate its expenditures and its taxes in any way it likes, except, it would not have the power to have irresponsible fiscal policy, that is, fiscal policy which, in the long run, increases the debt. So, it would be very odd for a government to say “I want the right to have irresponsible fiscal policy”.

**FGV PROJETOS** - What does “irresponsible fiscal policy” mean to you?

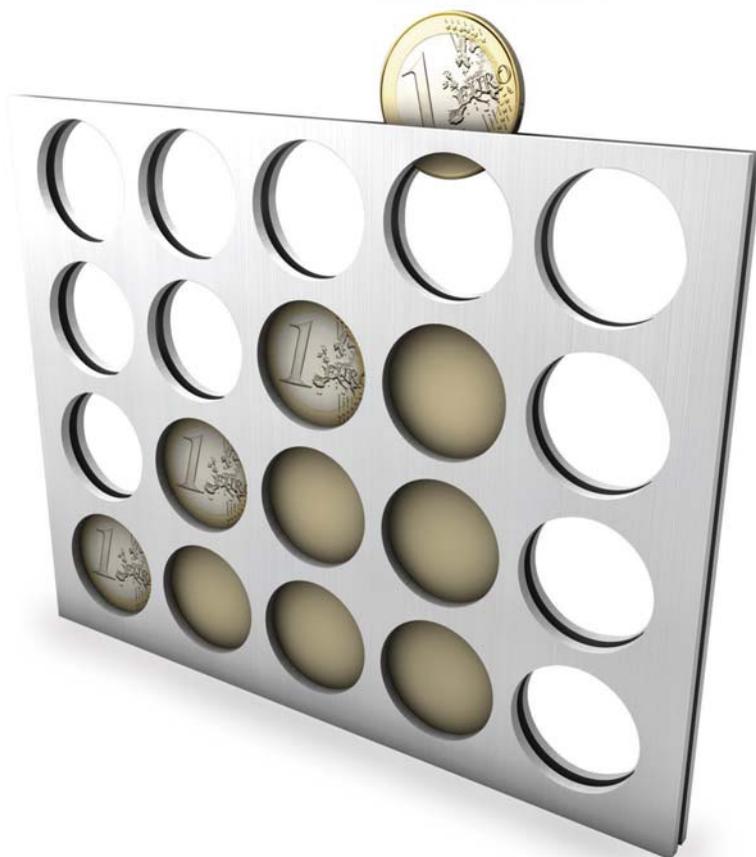
**Dennis Snower** - “Irresponsible fiscal policy” is fiscal policy that leads to a long-run increase in the debt relative to GDP. A trend of increase in debt-to-GDP, that’s “irresponsible fiscal policy,” because that leads to higher interest rates and lower economic growth.

**FGV PROJETOS** - A sua proposta é bastante ousada para uma autoridade fiscal independente. Teria de ter uma autoridade fiscal europeia?

**Dennis Snower** - Não, não seria europeia. Poderia ser em âmbito nacional. Cada governo nacional poderia ter uma comissão independente. Quando estava na Turquia, este ano, o ministro das Finanças da Turquia disse que iria fazê-lo e você verá que, nos próximos meses, a Turquia terá uma lei que faz isso. E David Cameron, na Inglaterra, disse-me que, caso ele vencesse as eleições na Grã-Bretanha, também iria fazê-lo. Agora é só cobrá-lo.

**FGV PROJETOS** - Your proposal is very bold for a fiscal authority. Would a European fiscal authority be necessary?

**Dennis Snower** - No, not European. It could be on a national level. Every national government could have this independent commission. While I was in Turkey, this year, the Turkish Finance Minister indicated that he intends to formulate a fiscal rule that provides the groundwork for responsible fiscal policy. And David Cameron has stated that, if he won the election in Great Britain, he would follow this course as well. Now, we have to collect his pledge.



**FGV PROJETOS** - O sr. sugeriria a criação de uma autoridade independente sobre a dívida, como o Banco Central? A lei brasileira de responsabilidade fiscal ajudou muito, mas o sr. propõe um passo além. Essa lei sempre foi vista como uma política repressiva, porque evita os excessos nos estados. É um aperfeiçoamento institucional?

**Dennis Snower** - Sim, já temos bancos centrais independentes, e ninguém disse que a democracia está chegando ao fim por isso. Ajudaram a reduzir as taxas de juros e assim por diante. O que proponho reduziria os prêmios de risco. Se a Grécia, por exemplo, tivesse essa comissão, nós teríamos *spreads* muito mais baixos nos seus *swaps* de crédito.

**FGV PROJETOS** - *Would you suggest a creation of an independent debt authority, like the Central Bank? The Brazilian law for fiscal responsibility helped a lot, but you suggest taking a step further. We always considered this law an enforcement policy, because it avoids state's excess. Is it an institutional up-grader?*

**Dennis Snower** - *Yes, we got independent central banks and nobody said democracy is coming to an end. It helped to reduce the interest rates and so on. This would reduce risk premia. If Greece, for example, had had such a commission, we would have much lower spreads on its credit default swaps.*

**FGV PROJETOS** - Tal lei poderia passar na Alemanha?

**Dennis Snower** - Bem, eu a sugeri para a Alemanha, e o ministro das Finanças não gostou. Mas é um processo longo. A Alemanha é um país onde as coisas tomam tempo. Mas as discussões em todos os jornais estão cheias desse tema. É uma grande discussão na Alemanha.

**FGV PROJETOS** - *Could such a law pass in Germany?*

**Dennis Snower** - *Well, I suggested it for Germany but the Finance Minister didn't like it. But it's a long process. Germany is a country where things take a while. But the discussions in all the newspapers are full of this. It's a big discussion in Germany.*

**FGV PROJETOS - Para se aplicar uma lei como esta, muitos problemas técnicos terão de ser resolvidos?**

**Dennis Snower** - De maneira alguma. Tudo o que eu digo é que a comissão tem de ser independente do governo. Ele nunca será capaz de estimar com perfeição o ciclo, mas, pelo menos, as estimativas serão independentes de influência política. Isso é tudo o que preciso. Precisamos de alguns especialistas sobre os movimentos dos ciclos de negócios, como o NBER americano, para dizer onde estamos no ciclo. Ela nunca vai ser perfeita, mas ela vai ser independente da política.

**FGV PROJETOS - With a law like this, are many technicalities are going to come up?**

**Dennis Snower** - Not at all. All I say is the commission has to be independent of the government. It will never be able to estimate the cycle perfectly, but, at least, the estimates will be independent of political influence. That's all I need. We need some experts on business cycle movements, like the NBER, to tell us where are we in the cycle. It will never be perfect, but it will be independent of politics.

**FGV PROJETOS - A comissão irá definir as metas ou a lei?**

**Dennis Snower** - Não, o governo é quem estabelece as metas. Tanto as metas de dívida/PIB quanto as metas de como deve ser a política fiscal anticíclica. E a comissão, tudo o que ela faria seria o trabalho realmente enfadonho de estimar em que posição no ciclo está a economia, e, em seguida, definir os *deficits* e *superavits* de modo a garantir que, ao longo do ciclo, quaisquer que sejam as estimativas, a relação dívida/PIB seja constante.

**FGV PROJETOS - Will the commission set the targets or the law?**

**Dennis Snower** - No, the government sets all the targets. The government sets the debt-to-GDP target as well as the target on how countercyclical fiscal policy should be. As for the commission, all that it would do is the really boring job of estimating where in the cycle the economy is, and then setting the deficits and surpluses in such a way as to guarantee that, over the cycle, whatever the estimates, the debt-to-GDP ratio is constant.

**FGV PROJETOS** - Ela terá de ter a palavra final sobre os números que serão estabelecidos e, então, será garantida por lei?

**Dennis Snower** - Correto! Sim!

**FGV PROJETOS** - *It will have to have the final word over the numbers that are set? And then it will be guaranteed by law?*

**Dennis Snower** - *Correct! Yes!*

**FGV PROJETOS** - É como um banco central independente.

**Dennis Snower** - Isso mesmo. Precisamente.

**FGV PROJETOS** - *It's like an independent central bank?*

**Dennis Snower** - *Yes. Precisely.*



**FGV PROJETOS** - Quando se trata de um banco central, existe a oferta de moeda. Mas se existem leis, como as de seguridade social, por exemplo, você dirá: “Não vou pagar esse dólar de seguridade social”. Há alguém batendo à sua porta e há uma lei de seguridade social que garante a essa pessoa o direito de bater à sua porta. Então, essa comissão teria de ter o poder de lidar com todas as leis que geram esse problema e de alterar o orçamento fiscal?

**Dennis Snower** - Não, não. Eu acho que o que aconteceria é: o governo tem despesas discricionárias e despesas não discricionárias. Agora, o governo terá de assegurar que gerenciará seus gastos discricionários de forma a cumprir essa lei. Vou dizer como nós sentiríamos essa lei na vida real: você está em um *boom*, o país está indo muito bem, as receitas fiscais estão fluindo para o governo. E, nesse momento, todos os ministérios dizem: “Temos de construir novas estradas, queremos mais isto e mais aquilo”. E o ministro das Finanças responderia: “Sinto muito! Nós não podemos fazer tudo isso, porque essa horrível comissão da dívida me disse que eu preciso produzir um *superavit*”. É aí que se sentiria a “mordida” dessa lei, durante o *boom*.

**FGV PROJETOS** - Poderíamos, então, concordar que, em vez do ajuste se dar através de taxas de câmbio, ele ocorreria através da adaptação que os países fariam em seus processos de desenvolvimento?

**Dennis Snower** - Certo. Correto. É isso aí. Concordo.

**FGV PROJETOS** - When it comes to central banking, you have the money supply. But if there are laws such as the social security law and, for instance, you say “I’m not going to pay this one dollar in social security”. There is somebody knocking at your door and there is a social security law that guarantees this person the right to knock on that door. So, this commission would have to have the power to deal with all laws which generate that problem and change the fiscal budget?

**Dennis Snower** - No, no, no, no. I think, what would happen is that the government has discretionary expenditures and non-discretionary expenditures. And now, the government will have to see that it manages its discretionary expenditures in such a way as to adhere to this law. I’ll tell you how this would feel in real life: you’re in a boom, the country is doing really well, tax revenues are streaming in. And, at that time, all the ministries are saying: “we have to build new roads, we want more this and more that”. And the Finance Minister would answer: “I am sorry! We can’t do all of that, because this horrible debt commission has told me I need to produce a surplus”. That is where it would bite, in the boom.

**FGV PROJETOS** - Could we agree perhaps that instead of the adjustment being through exchange rates, it would be through the countries adjusting their development process?

**Dennis Snower** - Right. Correct. That’s it. I agree!

“ (...) O Brasil precisa fazer algo semelhante (à Alemanha) e, para isso, provavelmente precisa investir muito na criação de competências. ” ”

Dennis Snower

FGV PROJETOS - No seminário “Perspectivas da Taxa de Câmbio 2010” foi debatida a questão urgente que afeta o setor manufatureiro aqui no Brasil: a doença holandesa. Esse setor está perdendo mercado e culpando “o governo” por não fazer nada e deixar que a China faça o que quiser com sua taxa de câmbio. A pressão está aumentando e a pergunta é: o que você diria para o setor industrial? O governo está reagindo. Tem de dar algumas respostas, mas, ou se faz algo em relação à taxa de câmbio ou não se faz nada. O que ele deveria fazer?

**Dennis Snower** - Eu acho que, no longo prazo, o Brasil terá de fazer algo semelhante à Alemanha, e combinar os seus recursos de matérias-primas e bens manufaturados com habilidades e serviços específicos. E empacotar isto para exportação, de forma a criar um nicho para si mesmo. Os produtos alemães nunca seriam competitivos, se não conseguissem combinar suas exportações com serviços vinculados a tais bens manufaturados. O Brasil precisa fazer algo semelhante e, para isso, provavelmente precisa investir muito na criação de competências.

FGV PROJETOS - Isso é o que estamos fazendo. E vamos ter saldos de novo?

**Dennis Snower** - Sim, precisamente. O seu modelo. ■■

FGV PROJETOS - In the seminar “Exchange Rate Perspectives - 2010” there was a pressing issue regarding the manufacturing sector here in Brazil: the Dutch disease. This sector is losing market and blaming “the government” for not doing anything, and letting China do whatever it pleases with its exchange rate. The pressure is mounting and the question is: what would you say to the manufacturing sector? The government is reacting. It has to give some answers, but, either it does something regarding the exchange rate or not. What should it do?

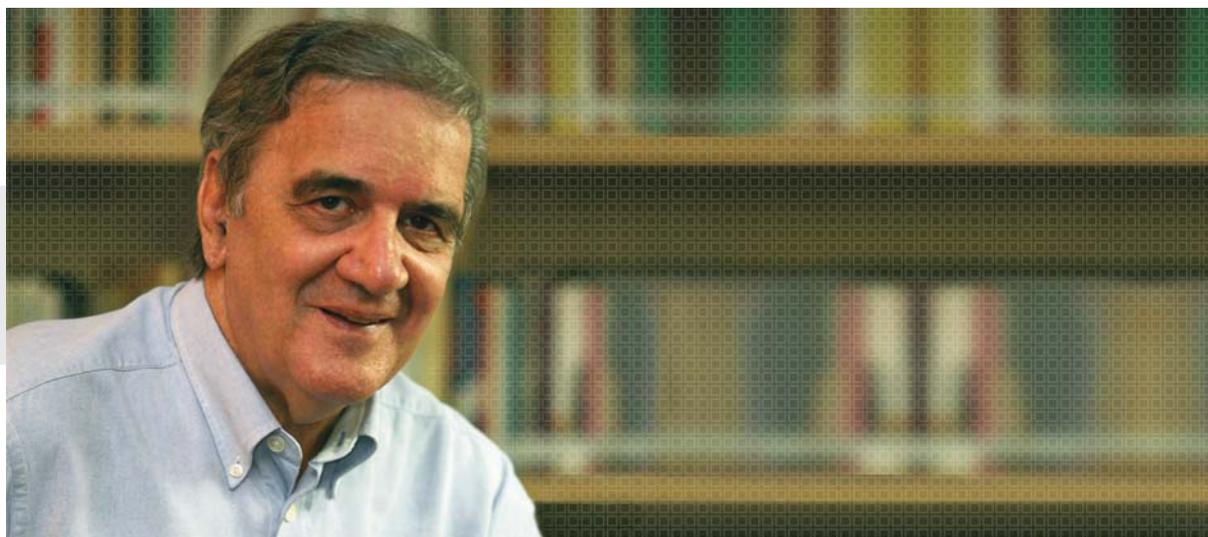
**Dennis Snower** - I think in the long run, I suspect, that Brazil will need to do something similar to Germany, and combine its raw material resources and manufactured goods with particular skills and services. And package that for export in a way that it creates a niche for itself. German manufacturing would never be competitive, if it wouldn't manage to combine its exports with services attached to these manufactured goods. And Brazil needs to do something similar and, in order to do that, Brazil probably needs to invest a lot in skill creation.

FGV PROJETOS - That's what we're doing. And, will we have having surpluses again?

**Dennis Snower** - Yes, precisely. Your model. ■■

## Entrevista com Luiz Gonzaga Belluzzo

FGV Projetos



### Luiz Gonzaga Belluzzo

Graduado em direito pela Universidade de São Paulo (USP), pós-graduado em desenvolvimento econômico pela Divisão de Planejamento Econômico e Social da Comissão Econômica para a América Latina e Caribe (CEPAL/ILPES) e doutor em economia pela Universidade Estadual de Campinas (Unicamp). Foi secretário de Política Econômica do Ministério da Fazenda de 1985 a 1987, e secretário de Ciência e Tecnologia do Estado de São Paulo de 1988 a 1990. Atualmente, é consultor editorial da revista semanal Carta Capital, presidente institucional do Centro Internacional Celso Furtado de Políticas para o Desenvolvimento e consultor pessoal de economia do presidente Luiz Inácio Lula da Silva. Belluzzo também é o atual presidente da Sociedade Esportiva Palmeiras. Na área acadêmica, é professor de economia da Unicamp.

*Holds a Law degree from University of São Paulo (USP), a graduate degree in Economic Development from the Latin American and Caribbean Institute for Economic and Social Planning (CEPAL/ILPES) and a PhD in Economics from the State University of Campinas (Unicamp). He was Secretary for Economic Policy of the Ministry of Finance of Brazil from 1985 to 1987 and Secretary for Science and Technology of São Paulo State from 1988 to 1990. He is currently the editorial consultant of the weekly magazine Carta Capital, Institutional President of the Celso Furtado International Center for Development Policy and personal economic consultant to the President of Brazil, Luiz Inácio Lula da Silva. Belluzzo is also the current President of Palmeiras, one of Brazil's major soccer clubs. In the academic field, he is an Economics Professor at Unicamp.*

## RESUMO

Nesta entrevista, Luiz Gonzaga Belluzzo revela seu amplo conhecimento em economia ao abordar, de forma crítica, vários aspectos relacionados à taxa de câmbio. Para Belluzzo, os benefícios do real forte são ilusórios e a utilização da taxa de câmbio como instrumento de política industrial de longo prazo só é viável para a China, que, com sua alta capacidade manufatureira, produz desequilíbrios continuamente. Ao falar sobre o fato de que as economias se movem cada vez mais em direção ao setor de serviços, Belluzzo defende a ideia de que não é possível fazer uma separação entre serviços e indústria, porque um setor está ligado ao outro. Entre outros aspectos importantes abordados pelo economista, está o crescimento da desigualdade de distribuição de renda nos Estados Unidos e o impacto das políticas de desvalorização cambial da China sobre a estabilidade financeira global. Em relação à política cambial no Brasil, Belluzzo critica o regime adotado desde a década de 90.

## ABSTRACT

*In this interview, Luiz Gonzaga Belluzzo reveals his wide knowledge of Economics by making critical considerations on several aspects concerning the exchange rate. For Belluzzo, the benefits of a strong Brazilian Real are illusory and the use of the exchange rate as an instrument of long-term industrial policy is viable only for China, which, with its strong manufacturing capacity, continuously produces imbalances. When speaking about the fact that contemporary economies tend to further move towards the service sector, Belluzzo defends the view that there cannot be a clear separation between services and manufacturing, because the two sectors are interconnected. The growing inequality in income distribution in the United States and the impact of the Chinese currency devaluation policies on global financial stability were among the other important issues addressed by the economist. Regarding the exchange rate policies of Brazil, Belluzzo criticizes the regime adopted since the '90s.*

**FGV PROJETOS - Em sua opinião, existem benefícios do real forte para os brasileiros, em uma perspectiva de bem-estar social agregado de longo prazo?**

**Luiz Gonzaga Belluzzo** - Existem benefícios que são ilusórios, pois temos uma especialização ruim da economia e, mesmo em relação às *commodities*, o setor está muito preocupado com o câmbio. A remuneração está piorando, além do setor ter sido beneficiado pelo fato da elasticidade-renda das *commodities* ser menor por conta da presença da China. A elasticidade-renda menor, paradoxalmente, os beneficia na queda, mas os prejudica quando a economia está subindo.

**FGV PROJETOS - É desejável e exequível, nas condições brasileiras, usar o câmbio como instrumento de política industrial de longo prazo?**

**Luiz Gonzaga Belluzzo** - Isso é verdade para os anos 50, 60 e para a China. Não tem como ignorar o fato de que a China usou o câmbio como uma política de longo prazo e foi bem-sucedida. Não só por isso, mas pelas condições domésticas de uma oferta ilimitada de mão de obra e por conta do movimento que a grande empresa americana e a japonesa, também, estão fazendo. Foi um movimento de concorrência que levou a uma concentração na capacidade manufatureira da China. Quem não negociava com a China ficava em situação complicada, tendo em vista as dificuldades de se produzir com custos salariais europeus ou americanos. O Brasil se beneficiou muito pouco disso por conta da contínua valorização do câmbio. Do ponto de vista da economia integrada global é muito ruim, porque rouba liquidez ao gerar *superavits* comerciais e reservas elevadas, e isso promove, continuamente, a reprodução dos desequilíbrios. Precisa haver uma coordenação com regras que atendam às necessidades de liquidez dos países que estão em *deficit* e redistribuam o pouco poder de compra para os mercados domésticos. Especialistas sugerem, por exemplo, que a China ou o Brasil aumentem a sua demanda doméstica para permitir que os desequilíbrios sejam reabsorvidos. Agora, como fazer isso arriscando uma crise de balanço de pagamentos? É o que acontece. Isso é uma reiteração

na história recente. Os países que tentam sair na frente e crescer de acordo com as suas necessidades encontram uma barreira no balanço de pagamentos. Vamos tomar o caso da crise asiática, que claramente não tinha nada a ver com os fundamentos fiscais. A Coreia, por exemplo, tinha excelentes fundamentos fiscais. Não tinha dívida pública alta nem *deficit* e foi surpreendida por uma crise de liquidez. Como se resolve isso? É necessário haver alguma instituição que cuide disso, pois não podemos ignorar a integração das economias. Outro fator importante é que os americanos consomem demais e não poupam. Se eles poupassem, não teriam *superavits* comerciais que impulsionam a economia, via multiplicação do crédito, baseada no crescimento das reservas bancárias. Essa abundância de crédito, portanto, não seria possível, nem o controle do câmbio. Os americanos, no entanto, afirmam que os chineses manipulam o câmbio, quando na realidade nenhum dos dois quer partir para uma solução mais racional. Não dá para administrar uma economia integrada usando conceitos velhos, pois quando essa teoria de taxa flutuante foi formulada pensava-se apenas em balanço de transações correntes, então realmente a flutuação funcionava. Agora, por exemplo, o Brasil está caminhando para ter um *deficit* de conta-corrente, o que resulta em valorização do real. Com isso, o Brasil adquire certas condições e a moeda então entra em processo de desvalorização. Ao mesmo tempo em que o real se valo-



riza está causando um dano para a indústria local, o que constitui um grande problema.

**FGV PROJETOS - Tendo em vista que as economias desenvolvidas e mesmo as em desenvolvimento se movem cada vez mais em direção ao setor de serviços, tem fundamento a preocupação de certos analistas com a desindustrialização?**

**Luiz Gonzaga Belluzzo** - Essa questão dos serviços não é a realidade, pois o dinamismo dessa economia é dado pelo setor manufatureiro. O setor de serviços é um setor *non-tradable*<sup>1</sup>, então é preciso entender que é devido às relações comerciais assimétricas que se têm hoje que a economia chinesa é a que mais cresce. A menos que se começasse também a transacionar serviços, a massa de transações internacionais estaria concentrada nas *commodities* e nos produtos manufatureiros. Aqui falamos da questão dos desequilíbrios. Observar isso do ponto de vista exclusivamente nacional é um erro, abordar a questão a partir de um ângulo estreito é pouco inteligente. Consideremos que o Brasil faça uma economia de serviços, e então? Cresce a renda, o emprego nesse setor, e o câmbio valorizado vai crescer a demanda por produtos importados. A realidade é que boa parte dos serviços que se internacionalizaram está ligada à produção manufatureira. Logo, vemos que não é possível fazermos essa separação. É como ocorre hoje com a exportação



de *commodities* e indústrias, boa parte das *commodities* tem uma cadeia produtiva mais ou menos longa, é o que se chamava de industrialização do campo, que está sendo prejudicada pelo desalinhamento cambial. Enquanto não se resolver isso de uma maneira coordenada globalmente, não se resolverá o problema. É preciso olhar o conjunto. E como o todo está funcionando? Está funcionando mal. A China está se beneficiando claramente desse mal funcionamento. O que vai acontecer com os outros países? Vão também tomar decisões individuais, vão desvalorizar seu câmbio, colocar tarifas e isso tudo irá prejudicar o comércio internacional.

**FGV PROJETOS - A flexibilização relativa do mercado de trabalho nos diversos setores (primário, transformação, serviços) de alguma forma se relaciona com o impacto industrial das flutuações cambiais?**

**Luiz Gonzaga Belluzzo** - Essa é outra questão que também me preocupa muito. O que significa a flexibilização do mercado de trabalho que foi feita durante os anos 90? Significa que o mercado de trabalho ficará mais fluido, que o custo do emprego será mais baixo? Todo mundo se baseia muito no que aconteceu na Alemanha, mas a Alemanha fez isso nos anos 90 em cima de uma superioridade competitiva, que já era grande e que provocou esse problema com os PIGS<sup>2</sup>. Um artigo recente sobre os PIGS diz que não basta uma flexibilização de mercado, é preciso uma deflação de salários e preços, algo que é politicamente inviável. Então, como resolver esse problema com a Alemanha? Flexibilizar mais o mercado de trabalho? O problema é que existem graus de desenvolvimento diferentes em uma união monetária que não tem uma base fiscal. A questão é como se pode reproduzir na Espanha ou na Grécia em pouco tempo a estrutura produtiva e dar a ela o grau de competitividade que a Alemanha tem? Como transformar esses países europeus periféricos, atrasados e que entraram na união monetária como consumidores, e não como produtores, sem um mecanismo de transferência? É preciso que os países ajam em consonância. O que a Alemanha está fazendo é uma insensatez, pois quer que aqueles países paguem uma dívida que ela mesma forçou. Os países não podem

<sup>1</sup> Não negociável.

<sup>2</sup> PIGS é um acrônimo pejorativo usado para designar o conjunto das economias de Portugal, Itália, Grécia e Espanha. O acrônimo significa porcos, animal usado em caricaturas para ilustrar a má *performance* econômica dos quatro países.

sofrer desvalorização, pois estão no euro. Para isso, seria preciso restaurar a peseta, o escudo. Ou será que Portugal vai se transformar rapidamente em uma economia competitiva? É como ter no Brasil o Piauí e o estado de São Paulo. Por que funciona? Porque tem um espaço monetário fiscal em comum. Não faz sentido esse negócio de flexibilização do mercado de trabalho. O que isso quer dizer? Que seria possível chegar ao custo unitário do trabalho chinês? Nenhum país conseguiria isso em um curto espaço de tempo, basta comparar os custos unitários de produção chineses, europeus e americanos. Como ajustar isso pelos salários? Tal feito iria provocar uma crise social e política de grandes proporções, que flexibilizaria mais o mercado de trabalho. Recentemente, houve uma mudança da divisão internacional de trabalho provocada pelo movimento de internacionalização das economias, sobretudo das grandes empresas americanas, europeias e japonesas. Existem 30 mil empresas japonesas na China. Como é possível se reequilibrar? É muito complicado. O governo americano diz que quer dobrar suas exportações em cinco anos, no entanto dificilmente alcançará tal feito. Mesmo com a queda do salário americano, chegar ao nível da China seria uma revolução e uma grande insensatez.

**FGV PROJETOS - Como avaliar os impactos sobre a distribuição de renda dos diferentes regimes cambiais, tendo em vista a intensidade em capital do setor primário e a intensidade em trabalho do setor de serviços?**

**Luiz Gonzaga Belluzzo** - Acho que o maior exemplo da questão de distribuição de renda é os Estados Unidos, que evoluíram para uma economia de serviços com um alto crescimento de empregos de baixa qualidade e produtividade. Os Estados Unidos têm uma distribuição de renda hoje parecida com a chinesa em termos de desigualdade. Porém, a desigualdade da China nasce do fato de que quando a economia cresce o salário diferencia; já na americana, a maior parte da força de empregos é criada em atividades de baixa produtividade. No meu ponto de vista, essa questão de distribuição de renda tem a ver com as políticas de emprego, com a estrutura do gasto, com a estrutura produtiva que o país vai adquirindo, e essa economia capitalista não gera boa distribuição. É preciso ter mecanismos redistributivos. O Brasil é um exemplo claro. Dado o avanço da produtividade da indústria até mesmo no serviço, não é possível criar bons empregos rapidamente. A economia entra em recessão, a recuperação cria pouco emprego, então será preciso haver políticas destinadas a reequilibrar a posição das várias camadas sociais na distribuição.

**FGV PROJETOS - Até que ponto é possível incorporar o câmbio como variável de controle auxiliar em um regime baseado na estabilidade monetária (e, logo, de orientação anticíclica)?**

**Luiz Gonzaga Belluzzo** - O problema do câmbio, como eu disse, não é fácil de resolver porque ele tem duas dimensões: a monetária e a real. Nem sempre as duas são compatíveis em curto prazo. A questão do câmbio é a estabilidade. É preciso haver estabilidade e um câmbio que garanta um mínimo de igualdade, de condições competitivas com os demais. Não estou falando sobre usar o câmbio como instrumento de promoção, como foi feito por vários países. A China usa o câmbio real como instrumento de competitividade, e nem por isso tem perdas no que diz respeito à estabilidade monetária. Mas a China é um caso particular, pois os mecanismos de controle de governança da economia chinesa são muito peculiares. Se não existe uma coordenação internacional eficiente, é necessário usar vários instrumentos além do câmbio, para combinar estabilidade monetária, e o câmbio real como instrumento de promoção das suas exportações ou de defesa contra importações predatórias, como as chinesas. Não se pode concentrar apenas em um instrumento. Isso a crise já ensinou e não aprenderam. Para cuidar de vários problemas diferentes, é preciso usar o câmbio, a política fiscal, ter noção de que frequentemente não se pode fazer com que a política cambial funcione como instrumento anticíclico, é necessário fazer com que a política fiscal também funcione anticíclicamente. O Brasil está aprendendo isso. Por exemplo, usar a taxa de juros como único instrumento de política monetária não dá certo, evidentemente. Basta ver o que aconteceu nos Estados Unidos e em outros países que não quiseram usar controles quantitativos do crédito, uma exigência maior de capital para certas operações de câmbio. Ou seja, controlar quantitativamente o crédito. Essa é a medida óbvia a ser tomada. No entanto, há quem afirme que é preciso usar sempre as taxas de juros ou, no caso da estabilidade monetária, deixar o câmbio flutuar sem nenhum cuidado. Isso é um desatino.

**FGV PROJETOS - A maior abertura da economia brasileira por meio da redução das barreiras tarifárias poderia ter impactos sobre a taxa de câmbio?**

**Luiz Gonzaga Belluzzo** - O câmbio se desvalorizaria. O problema dessa afirmação é que ela não leva em conta que, hoje, as transações financeiras são muito mais importantes na determinação do câmbio do que as transações reais. Além disso, com essa tendência ao otimismo que ocorre nos mercados, teríamos, provavelmente, a chance de valorização ainda maior, porque é sempre assim. Um artigo do FMI faz uma análise das reversões dos países superavitários pelos deficitários. Quase sempre as reversões são danosas e traumáticas. Então, essa solução me parece a de quem quer apagar o fogo jogando gasolina.

**FGV PROJETOS - A baixa propensão a poupar das famílias brasileiras tem um papel na trajetória dos fluxos de capital e, conseqüentemente, na estabilidade cambial?**

**Luiz Gonzaga Belluzzo** - Vamos entrar em uma discussão que é muito antiga. Os economistas não costumam concordar sobre o papel da poupança. No caso da China, por exemplo, a poupança das famílias tem um impacto muito baixo sobre a poupança global. Os chineses ganham pouco e a maior parte da poupança é realizada pelas empresas. O problema é a forma como essa poupança é gerada. No fundo, o que acontece é que a China tem uma relação produtividade/salário que é muito mais alta que em qualquer outro país no mundo. Um estudo da NBR<sup>3</sup> mostra claramente como os chineses fizeram uma rápida graduação tecnológica. Eles passaram dos bens de menor valor agregado aos de maior valor agregado, bens de maior intensidade tecnológica. Esse é um processo que envolve maior qualificação da mão de obra e mudanças nas estruturas de produção e na organização da produção em grande escala. Então, não adianta falar da poupança no sentido macroeconômico. A poupança acontece, as famílias poupam uma parte da sua renda, mas isso não é decisivo para os ganhos de competitividade chineses. Discutir isso é perder tempo, pois é a mesma coisa que dizer que a poupança das famílias americanas caiu. Para começar, ela nunca foi alta, sempre foi muito baixa. Em segundo lugar, o crescimento do capitalismo americano se baseia crescentemente numa tremenda expansão do consumo financiado a crédito. Os Estados Unidos foram o

<sup>3</sup> Televisão a cabo que noticia os atos e políticas do governo federal e transmite ao vivo os principais eventos governamentais.

“ Acho que o maior exemplo da questão de distribuição de renda é os Estados Unidos, que evoluíram para uma economia de serviços com um alto crescimento de empregos de baixa qualidade e produtividade. ”

Luiz Gonzaga Belluzzo

primeiro país que introduziu o crédito ao consumo de maneira generalizada. Nos anos 20, quando ocorreu a crise de 29, eles tinham 45% de dívidas das famílias em relação à renda disponível. Hoje, eles têm 140% em relação à renda disponível. Esse é o modelo americano de funcionamento do capitalismo. E é isso exatamente que deu ensejo a essa forma que a economia mundial ganha, e os chineses estão participando desse jogo. Ou seja, eles têm alta produtividade e baixos salários que vão crescer, mas numa rapidez que não será suficiente para alcançar os níveis de custo americano. Isso é uma coisa sistêmica, foi assim que o capitalismo cresceu. Não adianta colocar um modelo de geração de poupança e investimento que não funciona. O modelo está errado e é tolo. O Keynes já explicou isso e ficam insistindo nessa bobagem. A situação é a seguinte: a combinação entre o gasto americano e a taxa de investimento chinês leva ao aumento da acumulação de lucros pelas empresas, e isso tem como contrapartida o *superavit* comercial chinês. Então, realmente, os chineses poupam em dólar porque eles poupam os salários dos chineses. É a relação produtividade/salários que importa e a acumulação de lucros pelas empresas. A correção desse desequilíbrio não passa pelo aumento da poupança dos americanos. Até agora não aumentou muito porque os consumidores americanos, apesar da renda baixa, continuam consumindo pouco.

**FGV PROJETOS - O “contágio inflacionário” derivado do preço em real dos bens importados em uma temporada de valorização cambial representa um ruído relevante, no que se refere ao poder anticíclico de uma política de metas de inflação?**

**Luiz Gonzaga Belluzzo** - Claro. Esse problema diz respeito à volatilidade, algo que não se pode ter é esse período de valorização-desvalorização-valorização. Um exemplo é o fato de se ter tido uma queda visível de preços de manufaturados dentro dos Estados Unidos que ajudou a política anti-inflacionária. Muitos acham que foi a política monetária que permitiu isso. Houve uma desinflação<sup>4</sup> violenta nos últimos anos, por conta

<sup>4</sup>A desinflação é um conceito econômico que corresponde ao abrandamento da inflação. A taxa de inflação diminui, sem atingir um nível zero nem negativo. Não deve ser confundido com a deflação, que corresponde a uma diminuição do nível geral dos preços.

do baixo custo dos produtos chineses que invadiram a indústria americana em quase 40%. Isso que fez com que ocorresse uma inflação de ativos combinada com uma desinflação do mercado de bens e serviços. A questão é muito mais complexa que essa situação. Se houvesse a velocidade de expansão do crédito sem a China, haveria inflação de ativos e inflação de bens e serviços, e a economia seria parada por uma elevação da taxa de juros para impedir que houvesse uma perda de controle sobre a inflação. Só que o regime mudou, pois as relações mudaram. Há uma expansão do crédito sem precedentes - isso está ocorrendo desde o início do segundo pós-guerra -, crédito de moeda no sentido mais amplo: M3 e PIB. A relação entre os três cresceu exponencialmente. O crédito cresceu muito à frente dessas variáveis. Por que pode ser assim sem que haja inflação? Porque há um arranjo produtivo e financeiro muito peculiar.

**FGV PROJETOS - Qual é o impacto sobre a estabilidade financeira global das políticas de desvalorização cambial da China?**

**Luiz Gonzaga Belluzzo** - O peso crescente da China no comércio internacional é muito desestabilizador. Os chineses não vão abrir mão dessas políticas enquanto não puderem ter um peso maior nas decisões políticas, financeiras e monetárias globais. Eles têm um sistema financeiro que é praticamente público, que é muito menos sofisticado que, por exemplo, o do Brasil. Eles têm controle sobre o câmbio e um objetivo que é maximizar o emprego urbano e o movimento das massas rurais. Estão fazendo uma política de transferência de mão de obra do campo para cidade, sempre com muito cuidado. Eles sabem que não podem ter uma taxa de crescimento muito baixa. Nem é muito fácil se apoiar

no mercado interno. Essa transição é muito complicada, pois uma boa parte da capacidade produtiva deles foi construída para exportação. O modelo era claro: usar a exportação como instrumento de acumulação de reservas, o sistema público administra as poupanças das empresas e das famílias, e ao mesmo tempo tem uma capacidade de financiar investimentos privados e públicos, o que obviamente não funciona. A maior parte do crédito vai para as grandes empresas internacionais. As outras empresas funcionam praticamente com capital próprio e pouco crédito. Essa é a lógica da China. O propósito deles é maximizar o emprego de melhor qualidade e fazer uma transformação produtiva social e industrial que leve à condição de um país desenvolvido. A pressão pode levá-los a criar uma zona monetária na Ásia. É difícil conseguir essa mudança na política cambial chinesa, e é claro que ela é perniciososa para o conjunto. Mas, para resolver essa questão, não adianta insistir na ideia de que eles vão abandonar seu regime. Só farão se houver concessão do outro lado e, hoje em dia, a relação de forças é complicada. Por exemplo: os Estados Unidos não podem, unilateralmente, subir a taxa de juros para recompor a situação, esse instrumento eles não têm. Pelo contrário, têm que manter a taxa de juros baixa durante muito tempo. Ficar restrito a essa discussão das políticas cambiais nacionais leva sempre a um beco sem saída. Enquanto as economias estavam crescendo e os Estados Unidos estavam funcionando como país residual, todo mundo podia desvalorizar o câmbio para ter ganho de competitividade, proteger seu aparato produtivo, sua indústria. Agora, isso só pode ser usado por alguns países em última instância, contudo será usado de uma maneira que irá agravar a estabilidade. O câmbio, então, será determinado pelo mercado? Não; pois a situação atual é

insuportável e os países irão fazer intervenções, procurando desvalorizar o câmbio, o que levará a uma situação de agravamento do desequilíbrio. Diz-se que a China não tem responsabilidade internacional. O problema é que os americanos também não têm. Eles querem manter o dólar como moeda reserva, e essa é a questão que está incomodando os chineses. Muito bem, os chineses aceitam desde que permitam que eles tenham um papel na gestão da liquidez internacional, que não deixem isso a critério do mercado, pois o mercado é pró-cíclico. É o caso do Brasil agora. Há um excesso de liquidez promovido pela ação anticíclica dos bancos centrais europeus e americanos, que trocaram seu ativo de títulos privados para títulos públicos e estão se voltando para os ativos que têm maior rentabilidade. Essa reversão desvaloriza o câmbio, o que é ruim para a inflação. Um preço como o câmbio não pode ficar a critério dessas circunstâncias.

**FGV PROJETOS - As perspectivas de uma reforma do sistema financeiro internacional, cada vez mais presentes nas pautas dos líderes globais, são criticamente afetadas pela percepção interna dos impactos industriais da correção de tais desequilíbrios cambiais?**

**Luiz Gonzaga Belluzzo** - São afetadas sim. A maior parte das dificuldades vem do fato de que os americanos não querem abandonar seus privilégios e que os chineses também têm suas razões. O problema é o seguinte: qual é o mecanismo de financiamento dos *deficits* e de abastecimento de liquidez? Essas são as questões. Como isso é determinado? Como é impedido que uma crise de balanço de pagamentos leve a um ajustamento deflacionário? Nós já assistimos a esse filme aqui várias vezes. Muito bem, claro que devem existir regras gerais que impeçam, por exemplo, que um país aja de maneira

irresponsável quando se tem um período de crescimento. É preciso fazer com que a política fiscal e monetária funcione adequadamente, mas ao mesmo tempo não aprisione os países assim. Essa foi a preocupação das reformas de Bretton Woods<sup>5</sup>, então temos que retomar esse foco.

**FGV PROJETOS - Até que ponto as indústrias cuja competitividade é sensível ao câmbio podem cancelar esse risco no mercado de instrumentos de *hedge* cambial? A política industrial via taxas de juros diferenciadas (como a TJLP) facilita ou dificulta esse tipo de solução de mercado?**

**Luiz Gonzaga Belluzzo** - O que percebi é que as indústrias agravaram instrumentos de *hedge* quando o câmbio estava valorizando e fizeram *target forward*<sup>6</sup>. Não acho que seja possível, pois o *hedge* vai ficando muito caro. Isso representa um custo adicional para a empresa, a menos que esse *hedge* seja feito com um forte auxílio do Banco Central, mas isso não está no horizonte. Se fosse possível, já teria ocorrido. Em relação à segunda pergunta, acho que todos os países que tiveram políticas de industrialização intencionais de *catching up*<sup>7</sup> fizeram seletividade no crédito, inclusive os americanos. A política industrial não é feita só com taxas de juros diferenciadas ou seletividade do crédito. É necessário ter outros instrumentos, como compras governamentais, assim como os americanos fazem. O governo americano reeditou agora o Buy American. Vejo a política de crédito diferenciado com taxas de juros como um dos instrumentos apenas, não sei se facilita. Facilitaria fazer política industrial, mas não pode se reduzir a isso.

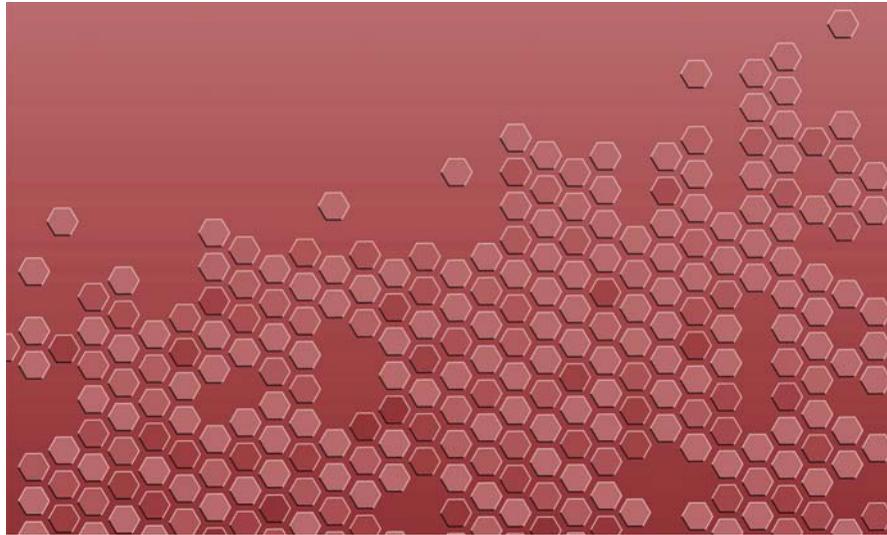
<sup>5</sup> Acordo de 1944, baseado na paridade entre o ouro e o dólar americano, que teve como objetivo reger a política econômica mundial.

<sup>6</sup> *Target forward* é uma operação em que a empresa aposta duas vezes na valorização do real.

<sup>7</sup> O conceito de *catching up* compreende a capacidade de centros secundários de absorver técnicas e conhecimentos gerados nos centros líderes, de forma a permitir que aqueles "alcancem" os níveis de produtividade destes e, portanto, reduzam o hiato tecnológico e de desenvolvimento econômico que os separa.

**FGV PROJETOS - Em linhas gerais, qual a sua opinião sobre a política cambial no Brasil?**

**Luiz Gonzaga Belluzzo** - Acho que ela foi equivocada desde 1994. Primeiro adotamos uma taxa de câmbio semifixa, porque ela tinha um desalinhamento, mas que manteve a taxa de câmbio desvalorizada, que nos levou à crise de 1998, 1999. Depois da desvalorização, tivemos um momento de depreciação muito forte, sobretudo em 2002 por conta da eleição. Na medida em que a situação foi ficando mais clara de que não havia o risco político de uma inversão muito grave na política econômica, o Brasil voltou a uma situação de apreciação, e isso se deve muito ao sucesso da inserção internacional do Brasil como exportador de *commodities*. O preço das *commodities* ajudou a valorizar o real, e a política do Banco Central, no meu ponto de vista, foi muito inadequada para impedir. Impedir a valorização seria perfeitamente possível através de uma política de fechamento de câmbio no BC e de compras, feitas de uma maneira acima do fluxo, e de operação nos mercados de derivativos, com posição de exigência de margens maiores, bem maiores para impedir que se ganhasse na expectativa de valorização, que, aliás, trouxe um prejuízo enorme às empresas que fizeram as operações de proteção contra a desvalorização, que acabaram fazendo operações danosas. Em uma situação de rápida acumulação de reservas como a que nos encontrávamos, a política cambial poderia ter sido conduzida sem traumas, sem impacto inflacionário, sem que, na verdade, houvesse a necessidade de desvalorizações e valorizações abruptas. Então, acho que poderia ter sido uma política de estabilização do câmbio em um nível razoável, com movimentos muito menos acentuados. Isso não seria nenhuma heresia, isso é uma coisa que todo mundo faz. O Brasil ficou, na verdade, prisioneiro de um dogma que não faz sentido, e a percepção maior é de que o Brasil tinha flexibilidade, tinha instrumentos e tinha uma situação de reservas que permitiam a ele manter o câmbio mais ou menos estabilizado.



**FGV PROJETOS** - Em sua opinião, o seminário realizado pela FGV com o ministro Guido Mantega serviu para uma reflexão positiva sobre os prós e os contras da nossa política cambial?

**Luiz Gonzaga Belluzzo** - Sim, mas se o problema não for analisado em conjunto, a questão fica fragmentada. Será que o Brasil deve desvalorizar a moeda ou não? Se continuarmos com esse não regime, com essa não coordenação, certamente os resultados não serão bons nem para os países nem para o conjunto. O que se deve executar é uma política de autoproteção, que eu chamaria de neomercantilista, que não é boa para o conjunto e, além disso, não é possível que todos os países queiram realizar *superavits*, pois seria necessário que alguém realizasse um *deficit*. É um problema elementar. Se todos os países querem e precisam ter *superavits*, isso é negativo para o conjunto. Precisam realizar *superavits* comerciais e, conseqüentemente, encaminhar seus problemas de desenvolvimento, o que é improvável e impossível. ■

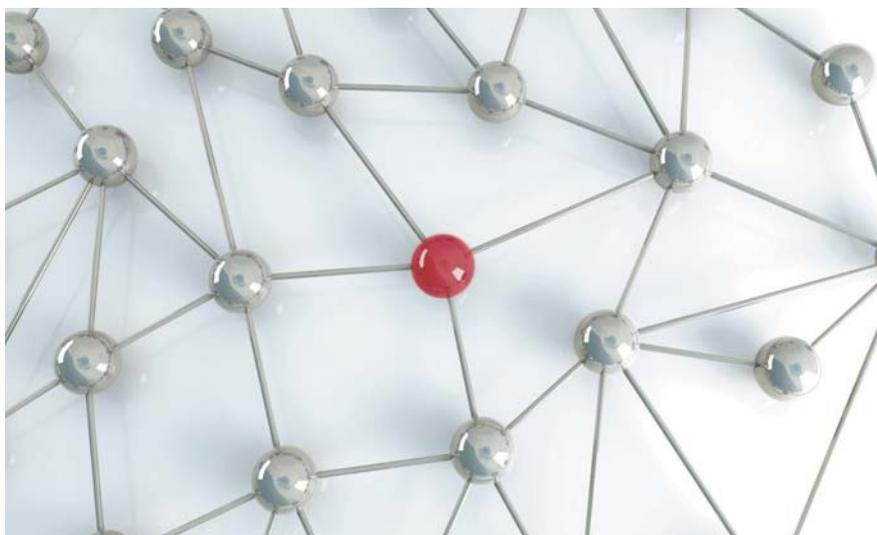
## Incentivo ao debate

Carlos Ivan Simonsen Leal

### ■ Carlos Ivan Simonsen Leal

Graduado em engenharia civil pela Escola de Engenharia da Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ), é mestre em economia matemática pelo Instituto Nacional de Matemática Pura e Aplicada (IMPA) do Conselho Nacional de Desenvolvimento Científico e Tecnológico (CNPq). Doutor pela Escola de Pós-Graduação em Economia da Fundação Getúlio Vargas (EPGE/FGV) e PhD em economia pela Princeton University, EUA. Na FGV, foi professor da EPGE de 1986 a 1997, diretor do FGV-Business de 1992 a 1997, diretor-geral da EPGE de 1994 a 1997, e vice-presidente da Fundação Getúlio Vargas de setembro de 1997 a agosto de 2000, quando assumiu a presidência. É membro de diversos conselhos empresariais.

■ *Graduated in Civil Engineering from the Engineering School of the Federal University of Rio de Janeiro (UFRJ), has a Masters in Mathematical Economics from the National Institute for Pure and Applied Mathematics (IMPA) of the National Council for Scientific and Technological Development (CNPq), holds a Doctorate from the Post-Graduate School of Economics of Fundação Getúlio Vargas (EPGE/FGV) and a PhD in Economics from Princeton University, USA. At FGV, he was Professor at the EPGE from 1986 to 1997, Director of FGV-Business from 1992 to 1997, General-Director of EPGE from 1994 to 1997, Vice-President of Fundação Getúlio Vargas from September 1997 to August 2000, when he assumed the presidency. He is a member of several executive boards of directors.*



## RESUMO

Carlos Ivan Simonsen Leal explica as razões de a Fundação Getulio Vargas (FGV) incentivar o debate no ambiente acadêmico entre pessoas com diferentes visões sobre o mesmo assunto. No seminário “Perspectivas da Taxa de Câmbio 2010”, foram defendidas opiniões distintas sobre o melhor caminho para o crescimento da economia brasileira e, para o presidente da FGV, essas contribuições colaboram para o desenvolvimento do país.

## ABSTRACT

*Carlos Ivan Simonsen Leal explains the reasons why Fundação Getulio Vargas (FGV) encourages academic debate between people with different views on a given subject. At the seminar “Exchange Rate Perspectives 2010”, different opinions on the best path for growth of the Brazilian economy were presented and, according to the President of FGV, these contributions help the country’s development.*

A Fundação Getulio Vargas (FGV) foi criada com a missão específica de incentivar o desenvolvimento nacional. A discussão dos principais temas em economia é uma das formas que a FGV escolheu para fazer isso desde a sua criação. Na história brasileira, praticamente desde sua independência, um dos grandes temas foi a falta de moeda forte, que tornasse mais fácil comercializar com o exterior. Essa dificuldade marcou a tônica dos nossos últimos 100 anos, porque toda vez que o país precisava importar mais, sobretudo bens de capitais, esbarrava numa restrição orçamentária, não tinha dinheiro para comprar, freava o processo de importação, freava o crescimento, e isso resultava em um ciclo perverso. Por isso, os brasileiros sempre associaram a crise de balanço de pagamentos à crise de crescimento. No entanto, de forma aleatória, às vezes, uma pode ocorrer antes da outra.

Essa sempre foi a nossa história e hoje vivemos um paradigma completamente diferente, primeiro porque o Brasil, pela primeira vez, ao invés de ser devedor líquido, é credor em termos de renda fixa, credor líquido do resto do mundo. O seu passivo externo líquido hoje é muito composto por investimento direto, ou seja, capital de risco, o que altera fundamentalmente a situação do país. E mais ainda, o poderoso dólar não é mais tão poderoso assim. O Brasil exporta muito, exporta muitas *commodities*, exporta semimanufaturados e manufaturados, exporta aviões, há uma mudança muito grande e, nesse momento, uma discussão ressurgiu: qual o melhor caminho a ser tomado para fazer o país crescer mais? Surgem posições que posso caracterizar de forma um pouco estereotipada. De um lado temos aqueles que defendem a imediata adoção de um equilíbrio fiscal mais forte, para poder ter uma poupança interna maior e disponibilizar esse dinheiro para investimento, dependendo exclusivamente do interno; e de outro lado temos aqueles que dizem que podemos crescer usando poupança externa também.

Ambas as visões são defendidas por grupos de professores diferentes dentro da FGV, grupos que estão simultaneamente no Rio de Janeiro e em São Paulo. Essas visões colaboraram e colaboram para o desenvolvimento do país. Nós temos um grande orgulho dentro da FGV, de termos um ambiente acadêmico que permita o convívio de pessoas que têm visões distintas sobre o mesmo assunto, discutindo, democraticamente, no mais alto nível técnico temas de tamanha relevância.

Acredito piamente que a economia é um tema mais complexo do que consta nos livros-texto; creio que as soluções são boas dependendo da história e do momento. Uma solução que é boa em 1990 ou 2020 pode não ser boa dez anos depois, uma solução que é ruim hoje pode se tornar boa, conforme a mudança de fatores externos ao país. Digamos que ocorra um aperto na liquidez internacional fortíssimo, provocado pelo

aumento da crise do ano passado, então novamente vamos ter que rever alguns conceitos. Vamos dizer ao contrário: que ocorra excesso de capitais e de recursos externos de capitais de risco para se investir no Brasil! Por que nós não vamos utilizar esses capitais? Por que vamos ficar recusando esses capitais que muitas vezes vêm acompanhados de *expertise*, de tecnologia, que não são nem contabilizados? Então, tudo depende do momento, mas a verdadeira arte é escolher para cada momento, e o Brasil tem sido recentemente muito bem-sucedido para escolher a ferramenta adequada para cada momento.

Mas essa escolha não é simples, não é uma escolha que é possível fazer se não estiver preparado. E como nos preparamos? Justamente com um tipo de debate aplicado, de peito aberto, que é realizado continuamente na FGV. Uns vão ter umas posições, outros terão outras e isso é muito incentivado pela própria estrutura da FGV. Nós não queremos homogeneidade de pensamento, nós queremos justamente o debate, posições diferentes. No meio acadêmico, uma instituição sem debate é uma instituição fraca. Infelizmente, no Brasil, ainda precisamos incentivar mais isso. A FGV não fomenta qualquer debate, ela promove o debate técnico. Quando os nossos técnicos apresentam argumentos de natureza diferente, todos estão aprendendo. No seminário “Perspectivas da Taxa de Câmbio 2010”, realizado em São Paulo, uma série de informações técnicas foi apresentada por professores, escolhidos pela sua diversidade de pensamento, para poder levantar, colocar a questão de um ponto de vista bem formal.

Quando discutimos um problema, é muito fácil sabermos no que estamos de acordo. É às vezes um pouco mais difícil estabelecer no que não estamos de acordo. Há aquelas coisas que estamos 100% em desacordo, mas há aquelas coisas também que não sabemos se estamos em acordo ou desacordo, porque não nos aprofundamos suficientemente no assunto. A discussão sobre câmbio pode ser muito emotiva e o importante é entrar nos aspectos técnicos, uma vez que em economia não existe apenas o branco e o preto. Geralmente vivemos dentro de situações em que por falta de informação não sabemos se elas são brancas, pretas ou cinzas, e temos que ajudar o país a fazer escolhas de política econômica.

Na apresentação do seminário, o ministro da Fazenda, Guido Mantega, ilustre e histórico professor da FGV, apresentou a estratégia que tem sido extremamente bem-sucedida para o desenvolvimento do país. Seus argumentos e os dos demais professores ali apresentados estão na internet à disposição do público, para que cresça o nível da discussão sobre um tema tão importante no Brasil e para que nós possamos fazer escolhas envolvendo um tema tão complexo, com a devida capacidade de encarar essa complexidade. ■

## Uma política cambial corajosa

Senador Eduardo Suplicy



### Senador Eduardo Suplicy

Graduado em administração de empresas e economia pela Fundação Getulio Vargas (FGV), mestre em economia pela Michigan State University (MSU) e PhD em economia pela Stanford University. É professor do Departamento de Economia da Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getulio Vargas (EAESP/FGV) desde 1966. Em 1983, foi eleito deputado federal e, em 1988, foi o vereador mais votado para a Câmara Municipal de São Paulo, que presidiu no período de 1989 a 1990. Eleito senador da República em 1991, está atualmente em seu terceiro mandato no Senado.

*Graduated in Business Administration and Economics at Fundação Getulio Vargas (FGV); Holds a Master's degree in Economics from Michigan State University (MSU) and a doctorate in Economics from Stanford University. He is a Professor at the São Paulo School of Business Administration of Fundação Getulio Vargas (EAESP/FGV) since 1966. In 1983, Suplicy was elected Federal Deputy and, in 1988, was the most voted Alderman for São Paulo's Municipal Chamber, over which he presided from 1989 to 1990. Elected Federal Senator of Brazil in 1991, he is currently serving his third term in office.*

## RESUMO

O senador Eduardo Suplicy faz uma análise da política cambial brasileira a partir do cenário econômico do país nos últimos 50 anos. Para o senador, uma taxa de juros mais baixa que a praticada atualmente pode se tornar um incentivo maior aos investimentos e à demanda por bens e serviços, contribuindo para o crescimento da economia. Suplicy também defende a aplicação de diversos instrumentos de política econômica para atender a anseios da sociedade, como, por exemplo, o desenvolvimento econômico e social e a diminuição dos desequilíbrios regionais e pessoais de renda. A forma de administrar a taxa de câmbio, na visão do senador, está relacionada à combinação desses instrumentos. Por fim, Suplicy mostra que o Brasil vive uma perspectiva de crescimento para o restante de 2010 e 2011 e de melhoria da distribuição de renda, embora ainda sejamos um dos países com o maior grau de desigualdade econômica e social.

## ABSTRACT

*Senator Eduardo Suplicy offers an analysis on Brazilian exchange rate policies in the economic context of the past 50 years. For the Senator, lower interest rates can become a great incentive for investment and demand for goods and services, contributing to economic growth. Suplicy also advocates the implementation of several economic policy instruments to meet the aspirations of society as, for example, the economic and social development of the country and the reduction of regional imbalances and income inequalities. How to manage the exchange rate, in the Senator's opinion, depends on the combination of these instruments. In conclusion, Suplicy shows that Brazil is experiencing a positive growth and is expected to continue to do so for the remainder of 2010 and 2011 while improving income distribution, although we are still among the countries with the highest economic and social disparities in the world.*

Considereei o seminário “Perspectivas da Taxa de Câmbio 2010” excelente, uma contribuição muito positiva para todos que querem acompanhar e aprender mais sobre a complexidade que é a política cambial no Brasil e seus efeitos. Empenhei-me para assistir, porque percebi que ia ser um encontro que, para mim, seria ótimo participar. Sou professor de economia e tenho a minha tese de doutorado defendida, em 1973, na Michigan State University, sobre os efeitos das minidesvalorizações da taxa de câmbio no Brasil.

Achei interessante que a maioria dos participantes, especialmente economistas que são de outros partidos que não o do governo do presidente Lula, como o professor Bresser-Pereira, que já foi ministro da Fazenda do governo Sarney, e o Yoshiaki Nakano, que já foi secretário da Fazenda do governador Mario Covas, manifestou grande respeito e elogiou a condução da política econômica e da política cambial do presidente Lula e do ministro Guido Mantega. Ambos assinalaram a coragem do ministro Guido Mantega quando instituiu, no ano passado, um aumento de alíquota da Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira (CPMF) para transações internacionais, para investimento de recurso estrangeiro aqui no Brasil da ordem de 0,2%, e mencionaram que foi um ato de coragem numa direção positiva. Roberto Giannetti, diretor de relações internacionais e comércio exterior da Federação das Indústrias do Estado de São Paulo (Fiesp), fez uma apreciação bastante positiva da política econômica do ministro da Fazenda e da condução do governo Lula.

Hoje a política cambial brasileira tem tido um comportamento que decorre da experiência ocorrida nos últimos 50 anos, porque o Brasil viveu inúmeras fases de políticas cambiais. Fases em que se tinham múltiplas taxas de câmbio fixas, sendo uma inovação importante quando em 1968 se instituiu o sistema de minidesvalorizações da taxa de câmbio, num período de inflação ainda bastante alta. Isso contribuiu para que se diminuíssem as defasagens da taxa de câmbio em relação ao processo de inflação que ocorria naquela época. Foi justamente de 1968 a meados dos anos 70 que o Brasil passou a ter um crescimento muito significativo de seu comércio exterior, graças ao aumento das exportações que se tornaram mais viáveis e trouxeram um efeito positivo sobre o crescimento da economia brasileira, ainda que naquela época estivéssemos convivendo com um problema muito sério de desigualdades crescentes da sociedade brasileira. Um crescimento muito dinâmico foi acompanhado de crescente desigualdade.

Depois houve épocas de políticas de taxa de câmbio. Durante o governo do presidente Fernando Henrique Cardoso teve a fase da aplicação do Plano Real que instituiu uma taxa de câmbio fixa por um tempo, mas que acabou resultando em distorções sérias. Até que se resolveu utilizar o sistema de taxas de câmbio flutuantes. E o governo Lula avaliou que seria importante manter a taxa de câmbio flutuante desde o início do seu governo, assim como o sistema de metas de inflação, que implicou termos tido em algumas fases uma taxa de juros muito alta, das mais altas do mundo, e combinadas

com taxas de câmbio que levaram em alguns momentos a situações em que o real tornou-se relativamente mais valorizado ou sobrevalorizado na visão de muitos em relação àquilo que aconteceria se a taxa de juros não fosse tão alta. Obviamente, uma taxa de juros relativamente mais baixa pode se constituir num breque menor para o aumento de preços ou para a inflação, mas, por outro lado, pode se tornar um estímulo maior aos investimentos e à demanda por bens e serviços, e, portanto, ao crescimento maior da economia. Mas se esse maior crescimento começar a provocar inflação, vem a necessidade do breque, que está em se aumentar a taxa de juros, além da aplicação dos outros instrumentos de política econômica que também são importantes.

As autoridades econômicas têm um conjunto de instrumentos de política econômica a seu dispor e é da combinação da aplicação desses instrumentos que se chega a resultados. São instrumentos fundamentais a política fiscal e tributária, que implica quais os tipos de impostos que são instituídos pelo Poder Executivo em consonância com o Congresso Nacional. Temos ainda a política de gastos de governo para os mais diversos setores e para as mais diversas finalidades, além da política monetária que envolve o quanto de oferta de moeda se decide colocar na economia e em que ritmo. São utilizados diversos instrumentos de operações de mercado aberto, de emissão de moeda, de taxa de redesconto, além da definição da taxa de juros básica, da taxa do Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (Selic). Pode-se sempre ter políticas mais ou menos expansionistas, mais ou menos arrecadatórias de taxas de impostos, e esses instrumentos todos precisam ser combinados para atender aos objetivos que são anseios da sociedade, objetivos constitucionais.

Faz parte do objetivo da nação brasileira promover o desenvolvimento econômico e social e ao mesmo tempo erradicar a pobreza e promover a maior igualdade, diminuir os desequilíbrios regionais e pessoais de renda. Para essas finalidades, é preciso ter os ins-

trumentos adequados, combiná-los, e, portanto, como administrar a taxa de câmbio está muito relacionado ao acompanhamento desses outros instrumentos, especialmente mudanças na taxa de câmbio precisam estar bem harmonizadas com mudanças na taxa de juros, em termos simples para dar uma explicação sobre esse ponto. Um aumento da taxa de juros na economia brasileira, da taxa Selic, pode significar uma maior atração para que investidores internacionais apliquem no Brasil os seus recursos, por aqui estar se pagando uma taxa de remuneração bem mais alta do que se oferece em outros países. Isso poderia resultar num fluxo de ingresso de capitais externos acentuado, que, por sua vez, pode significar uma valorização do real. A valorização do real, por sua vez, vai resultar em dificuldades para os exportadores, porque a remuneração de cada dólar exportado renderá menos reais. E, por outro lado, um incentivo às importações pode significar um estímulo à desindustrialização do país, ainda que isso possa contribuir para que os preços não aumentem tanto e para que a taxa de inflação seja baixa.

Houve outros momentos em que se registrou uma diminuição gradual da taxa de juros, inclusive da Selic, que contribuiu para que não houvesse um aumento significativo do ingresso de moeda estrangeira. Isso, aliado ao fato de se ter instituído a alíquota da CPMF sobre o ingresso de recursos estrangeiros, breou a excessiva sobrevalorização do real, de maneira que aquele problema que estava por acontecer fosse sustado. E o fato é que no seu conjunto a política econômica conseguiu fazer com que, mesmo num momento de crise internacional, o Brasil conseguisse que essa crise não tivesse efeitos tão graves para a nossa economia e, quando o estado da economia mundial começou a melhorar, um dos países que conseguiu mais rapidamente sair da crise foi justamente o Brasil, pela qualidade da sua política econômica. Hoje nós estamos com uma perspectiva para o restante de 2010 e 2011 de uma taxa razoável de crescimento, prevista por muitos como da ordem de 5,8%, uma taxa

de inflação muito próxima de atingir a meta de 4,5%, que historicamente é uma taxa relativamente baixa e com a vantagem, graças ao conjunto de políticas econômicas e sociais, de estarmos vendo uma contínua melhoria da distribuição da renda em direção a uma maior igualdade e também diminuição da pobreza absoluta.

O coeficiente Gini<sup>1</sup> de desigualdade tem diminuído ano a ano gradualmente. No início do ano 2000, estava por volta de 0,59 e hoje está por volta de 0,54. Mesmo assim, esse é um dos índices mais altos do mundo, ainda somos uma das nações com maior grau de desigualdade econômica e social. Se quisermos construir uma sociedade realmente civilizada e justa, precisamos pensar em instrumentos de política econômica que sejam consistentes com anseios que não sejam simplesmente a busca do interesse próprio, de se levar a vantagem em tudo, precisamos levar em consideração outros valores. Claro que todos nós queremos progredir, queremos o progresso das pessoas que nos são queridas, de nossos filhos, familiares e pessoas próximas, e é importante que ensinemos aos nossos filhos e aos nossos estudantes que também são importantes aqueles objetivos próprios da história da humanidade, como a busca da ética, da verdade, da solidariedade, da fraternidade, da justiça, da liberdade, da democracia, e quais são os instrumentos consistentes com tais objetivos e anseios. Por exemplo, prover boas oportunidades de educação para todas as crianças e jovens, para os adultos que não tiveram boas oportunidades de educação, e prover um bom sistema de assistência de saúde para toda a população.

Em um país com tamanha desigualdade econômica e social, é importante a realização da reforma agrária, acelerarmos a possibilidade de realizar assentamentos e também incentivar as formas cooperativas de produção, que permitem que as pessoas interessadas em produzir qualquer tipo de bens e serviços possam se organizar para melhor gerir e compartilhar as decisões sobre como produzir e distribuir a riqueza criada. Expandir as oportunidades de microcrédito para que mais e mais pessoas possam obter empréstimos modestos, para adquirir instrumentos que lhes permitam a sua sobrevivência com dignidade e que dessa forma seja possível ajudar a construção de uma sociedade civilizada e justa. Ainda há um outro ponto, que todos que me conhecem bem sabem qual é, que é a instituição de uma renda básica de cidadania, o direito de toda e qualquer pessoa, não importando sua origem, raça, sexo, idade, condição civil ou socioeconômica, de partilhar da riqueza da nação como um direito de sermos brasileiros e brasileiras.

Acho que, na hora de analisarmos um instrumento de política econômica como a taxa de juros e suas perspectivas para este ano, é muito bom termos ouvido as reflexões de todos os professores que puderam analisar os seus efeitos e chegaram à conclusão de que a política de flutuação cambial, combinada aos diversos instrumentos de política econômica, está desempenhando um papel considerado positivo e que tem permitido à economia brasileira um comportamento que hoje é considerado um dos melhores entre as nações emergentes. ■

<sup>1</sup> O coeficiente Gini é uma medida de desigualdade comumente utilizada para calcular a desigualdade de distribuição de renda.

## Coordenação e persuasão internacional: os novos desafios globais

Rubens Penha Cysne

### Rubens Penha Cysne

Graduado em engenharia química pela Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ), doutor em economia pela Escola de Pós-Graduação em Economia da Fundação Getúlio Vargas (EPGE/FGV), com pós-doutorado em economia pela University of Chicago. Atualmente, é diretor da EPGE, onde também ministra cursos de mestrado e doutorado nas áreas de macroeconomia, economia do setor público e monetária.

*Graduated in Chemical Engineering from the Engineering School from the Federal University of Rio de Janeiro (UFRJ), PhD in Economics from the Post-Graduate School of Economics of Fundação Getúlio Vargas (EPGE/FGV), has a post-doctorate in economics from The University of Chicago. Currently he is director at EPGE, where he additionally administers classes of Masters and Doctoral Programs in Macroeconomics, Public Sector Economics and Monetary Policy.*



### RESUMO

Neste depoimento, o professor Rubens Penha Cysne sustenta a tese de que a solução de alguns dos grandes problemas da atualidade gira em torno de duas palavras: 'coordenação' e 'persuasão'. São exemplos desses problemas as crises financeiras, as crises fiscais (como ocorre atualmente na zona euro) e o aquecimento global. Uma vez obtidos coordenação e consenso sobre alguma solução, o passo seguinte passa a exigir a persuasão de países soberanos por outros países soberanos, residindo aí uma das maiores dificuldades de êxito de qualquer estratégia.

### ABSTRACT

*In this statement, Professor Rubens Penha Cysne supports the thesis that the solution of some of the great problems of our times revolves around two words: 'coordination' and 'persuasion'. Examples of such problems are the financial crises, fiscal crises (as the current one in the euro zone) and global warming. Once coordination and consensus are obtained concerning a particular solution, the next step would require the persuasion of some sovereign states by other sovereign states, this constituting one of the greatest hurdles for the success of any strategy.*

Três dos maiores problemas do início deste século estão ligados por duas palavras: 'coordenação e persuasão'. O exercício efetivo desses atos é tarefa quase sempre voluntarista e personalista, ainda à procura de institucionalização adequada. A grande heterogeneidade entre países o torna ainda mais difícil. Uma rápida análise do problema sugere que ou as nações aprendem a cooperar mais umas com as outras, em particular dividindo mais sua tecnologia, renda e riqueza, ou algum tipo de "catástrofe construtiva" poderá tornar-se inevitável, como forma de reduzir a insensatez coletiva global.

Devido à maior integração entre mercados financeiros, às uniões monetárias, à maior utilização de regimes cambiais flexíveis e às palpáveis ameaças de perigosas transformações climáticas, o momento atual repercute em torno de três desafios: evitar novas crises financeiras, coibir regimes fiscais irresponsáveis e controlar as agressões ao meio ambiente. Coordenação e persuasão fazem-se subjacentes à solução de qualquer um desses problemas.

Tomando a crise financeira como exemplo, imaginemos que determinado país resolva exercer forte controle sobre ativos e passivos de suas instituições financeiras com o objetivo de proteger o depositante. A menos do caso sem interesse no qual esse país seja uma completa autarquia, sem relacionamentos com o resto do mundo, tal controle pouco adiantará, se outros países não seguirem procedimento semelhante. Isso porque parte de seus ativos ou serão aplicados no exterior, ou em instituições nacionais que têm ativos no exterior, e assim por diante. Se apenas um elo da cadeia internacional de ativos e passivos se romper, porque um dos países deixou de prover uma regulação financeira razoável, todo o castelo de cartas corre novamente o risco de desmoronar, qualquer que tenha sido o esforço regulatório dos demais. A interdependência demanda soluções coordenadas e adesão generalizada, o que requer, obviamente, a persuasão de umas nações sobre outras.

O mesmo ocorre com a questão fiscal. Considerando, por exemplo, os quinze países da zona euro e o atual problema gerado pelo desequilíbrio fiscal da Grécia. Reconhece-se, hoje em dia, que as condições impostas pelo Tratado de Maastricht, em particular um *deficit* público máximo de 3% do Produto Interno Bruto (PIB), estão em busca desesperada de um mecanismo convincente de persuasão. Ou talvez, ao menos, de um mecanismo adequado de imposição (do inglês, *enforcement*). Sem isso, e sem controle da qualidade dos gastos fiscais, a União Monetária originalmente instituída em 1999<sup>1</sup> passa a correr risco perene, como agora se percebe.

<sup>1</sup> Ao qual a Grécia aderiu apenas em 2001.

Se a Grécia ainda usasse o dracma como moeda local, uma desvalorização do mesmo resolveria parte dos problemas, principalmente se, como ocorre com boa parte do passivo externo líquido do Brasil, seu passivo externo fosse majoritariamente denominado em moeda local. A ausência de uma moeda para desvalorizar se resolveria em parte se os salários nominais caíssem com facilidade. Ocorre que, como se sabe desde a publicação de Teoria Geral de Keynes, em 1936, não se pode contar com tal hipótese. Na ausência de uma taxa de câmbio e de queda de salários nominais, sobrevêm a recessão e a instabilidade financeira.

Maiores acréscimos de produtividade em alguns países da zona euro, relativamente a outros, geram ou migração de mão de obra para os primeiros (fato usualmente indesejado por tais países), ou recessão nos países de baixa produtividade (fato igualmente indesejado). Na ausência da introdução de mecanismos eficientes de coordenação e persuasão fiscal, aí se incluindo qualidade dos gastos públicos, o problema que agora se observa com a Grécia tende a repetir-se com outros países.

Deixar a zona euro em momento de crise, voltando à sua moeda original, é extremamente mais difícil do que ingressar na mesma. É preciso chegar a soluções que não envolvam o rompimento unilateral. Tais soluções, evidentemente, tornam compulsório o exercício tanto de coordenação quanto de persuasão entre diferentes nações. Ou seja, não apenas na solução de crises financeiras, mas também na questão fiscal, estamos de volta aos dois termos que nomeiam este artigo.

Um terceiro assunto fundamental no momento diz respeito às agressões ao meio ambiente, geradas pelo crescimento desordenado de alguns países e pela miopia de outros. Discutem-se vários meios interessantes de controle de tal problema, parte dos quais por incentivos e mecanismos de mercado.

Por exemplo, há a ideia de que todos os países deveriam instituir créditos de carbono, atividades protetoras do meio ambiente sendo subsidiadas e atividades agressivas ao meio ambiente sendo taxadas. Países que não aderissem a tal norma veriam taxadas suas exportações para os demais, a exemplo do que já se tentou no passado para tentar resolver o problema do trabalho infantil. Na ausência de adesão de um número suficiente de países, entretanto, tal metodologia tende a fracassar. Novamente, estamos diante de um problema de coordenação e persuasão.

Em suma, os problemas atuais requerem soluções internacionais, envolvendo a participação de todos, ou pelo menos de uma parte relevante das nações. Ao mesmo tempo, as instituições multilaterais, de que são exemplos o Banco Mundial (BIRD) e o Fundo Monetário Internacional (FMI), não foram criadas e tampouco se desenvolveram com o objetivo de encaminhar soluções para desafios como os aqui abordados. Há um vazio de coordenação e persuasão internacional.

É possível que haja redução da insensatez coletiva e que encaminhemos alguns desses problemas sem a necessidade de danos globais catalisadores de aprendizado coletivo. Mas o processo é ainda extremamente amador e incipiente, em face da premente necessidade de resultados palpáveis.

Um pouco de extrapolação indica que a solução de problemas globais passará, em seus próximos passos, de forma irritantemente morosa para muitos, pela criação de normas internacionais segundo as quais os países não aderentes seriam punidos com crescente isolamento dos demais. Se tal evolução é demasiadamente lenta, trata-se de questão em aberto. Mas cabe sempre lembrar que, uma vez a cem quilômetros por hora, é difícil parar um trem em movimento. ■

## A importância de um regime cambial homogêneo entre os países

Ministro Guido Mantega



### Ministro Guido Mantega

Graduado em economia pela Universidade de São Paulo (USP) e doutor em sociologia do desenvolvimento também pela USP, com especialização no Institute of Development Studies (IDS) da University of Sussex, Inglaterra. Exerceu o cargo de diretor de orçamento e chefe de gabinete da Secretaria Municipal de Planejamento de São Paulo, de 1989 a 1992. Foi um dos coordenadores do Programa Econômico do PT na campanha de 2002, além de assessor econômico do presidente Luiz Inácio Lula da Silva de 1993 a 2002. Foi designado, em 2003, para ministro do Planejamento, Orçamento e Gestão e assumiu, em 2004, a presidência do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES). Atualmente, é ministro da Fazenda e professor de economia da Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas (EAESP/FGV).

*Holds a degree in Economics from University of São Paulo (USP) and a PhD in Development Sociology also from USP, with a specialization in the Institute of Development Studies (IDS), University of Sussex, England. Has served as budget Director and Chief of staff of São Paulo City's Department of Planning from 1989 to 1992. Mantega was one of the coordinators of PT's (the Workers' Party) Economic Program in the 2002 campaign, and served as an economic adviser to President Luiz Inácio Lula da Silva from 1993 to 2002. In 2003, was appointed Minister of Planning, Budget and Administration and, in 2004, took office as the President of the National Bank for Economic and Social Development (BNDES). Currently he is Brazil's Minister of Finance and Professor of Economics at the São Paulo School of Business Administration of Fundação Getúlio Vargas (EAESP/FGV).*

## RESUMO

Em conferência sobre as perspectivas da taxa de câmbio 2010, o ministro da Fazenda, Guido Mantega, alertou sobre as consequências negativas decorrentes das assimetrias entre os regimes de câmbio dos países. O ministro analisou ainda os impactos da crise financeira no quadro cambial, principalmente o grande fluxo de entrada de capitais no Brasil, um país atrativo por reunir condições econômicas sólidas e apresentar perspectivas de crescimento. Para evitar a sobrevalorização da moeda nacional, o governo adotou o imposto de operações financeiras sobre as aplicações de renda fixa e no mercado de capitais. A ideia central da conferência do ministro Guido Mantega é a importância de um regime cambial mais homogêneo entre os países, o que solucionaria diversos problemas, entre eles a concorrência desleal que ocorre hoje nos mercados do mundo.

## ABSTRACT

*In his lecture on the prospects of the exchange rate in 2010, the Brazilian Finance Minister, Guido Mantega, warned about the negative consequences that result from the asymmetries between different exchange rates regimes of countries. The Minister also reviewed the impact of the financial crisis on foreign exchange, focusing primarily on the large inflow of capital to Brazil, a country attractive to investors due to favorable economic conditions and solid prospects for growth. To avoid overvaluing the currency, the government has imposed a tax on fixed-income financial operations and on the stock market. The central idea of the lecture of Finance Minister Guido Mantega is to stress the importance of securing more homogeneous exchange rate regimes among countries, which would help to solve several problems, including the unfair competition taking place today in world markets.*

Vivemos hoje um desequilíbrio cambial mundial que traz consequências negativas, como perda de competitividade, porque o câmbio é uma variável-chave da economia de qualquer país, que pode provocar distorções de preços relativos importantes.

Esse desequilíbrio cambial, agravado durante a crise financeira, é causado, em primeiro lugar, pelo excesso de liquidez verificado nas economias capitalistas nos últimos anos. Em segundo lugar, porque existem regimes cambiais diferenciados entre os países desde que o acordo de Bretton Woods foi quebrado, no início dos anos 70. Formalmente, desde então, a maioria dos países tem adotado o regime de câmbio flutuante, mas na prática as flutuações geralmente são administradas via intervenções no mercado de câmbio. Ou seja, na maioria das vezes a flutuação é suja, e outras vezes sujíssima. Então, essa situação cambial heterogênea entre os países faz diferença para a economia do Brasil. O excesso de liquidez vem se acumulando com a liberação dos mercados, e temos observado a proliferação de operações de arbitragem financeira entre os países, os chamados *carry trade*<sup>1</sup> e outras modalidades similares.

Por outro lado, a crise financeira provocou uma perturbação do quadro cambial previamente estabelecido. Com o crescimento da aversão ao risco no primeiro momento da crise, houve um fluxo de capitais saindo dos mercados emergentes e indo para um porto seguro, curiosamente os Estados Unidos, o epicentro da crise financeira. Nesse momento, houve grande volatilidade cambial e desvalorização das moedas. O Brasil sofreu forte desvalorização, mas assim que foi recomposta a tranquilidade dos mercados financeiros e a confiança de que a crise seria superada, assim que ficou claro que os bancos mundiais não mais quebrariam, o sentido do fluxo de capitais inverteu-se novamente, saindo dos Estados Unidos para as economias emergentes, principalmente para aquelas mais sólidas, com maior perspectiva de crescimento e rentabilidade. Países exportadores de *commodities*, que tinham condições de ter contas externas mais equilibradas, também se tornaram mais atrativos. Por se enquadrar em todas essas características vantajosas aos investidores, o Brasil tornou-se um dos principais destinos desses capitais.

Sofremos aqui, talvez, maior volatilidade que outros países, mas a nossa recuperação foi tão rápida quanto a queda do dólar, sendo a bolsa brasileira a que mais se valorizou. É claro que, por trás desse movimento financeiro, também existem razões concretas: a solidez da economia brasileira, a possibilidade de rentabilidade aqui em contraste com a possibilidade quase nula em outros países, reservas cambiais expressivas, regras sólidas nos mercados financeiros e de derivativos.

<sup>1</sup> Aplicação financeira que consiste em tomar dinheiro a uma taxa de juros em um país e aplicá-lo em outro, onde as taxas de juros são maiores.

O desequilíbrio cambial, que já havia antes da crise, agravou-se também porque a moeda de referência - o dólar - vinha se desvalorizando em relação à maioria das moedas, e sempre que isso acontece surgem problemas na economia mundial. Isso é histórico. Para agravar a situação, as moedas asiáticas resolveram atrelar-se ao dólar, o que causou um grande problema. Estamos falando hoje do maior exportador do mundo, que superou a Alemanha durante a crise. Teoricamente, a moeda chinesa deveria estar se valorizando pela situação da balança comercial daquele país e por suas reservas cambiais. Como isso não acontece, quem acaba sofrendo as consequências são os países que apresentam situação econômica mais sólida e regimes cambiais mais flutuantes.

O Brasil está entre esses países com fundamentos econômicos sólidos e câmbio flutuante. Fomos um dos países que mais rapidamente voltaram a crescer e com perspectiva de crescimento mais forte ainda nos próximos anos. Nossas taxas de juros elevadas e a ausência de restrições ao capital externo permitem um *carry trade* mais favorável. Já a China, Índia e mesmo Rússia possuem mais restrições que o Brasil. Com isso, o Brasil passou a ser um dos destinos favoritos para os capitais internacionais. E nós sentimos as consequências: a bolsa brasileira se valorizou, a moeda brasileira foi a que teve maior alta nesse período, voltando a sofrer a ameaça de sobrevalorização.

O processo de valorização do real é inevitável, porque, quando o país se fortalece e tem tanto reservas quanto fundamentos sólidos, é natural que a moeda se fortaleça e não fique no patamar que estava em 2002 e 2003, quando o país tinha empréstimos do Fundo Monetário Internacional (FMI). O problema, entretanto, é quando essa valorização excessiva começa a trazer sérias consequências para o país, tais como perda de competitividade, encarecimento das mercadorias e o aumento das importações de mercadorias, que se barateiam.

Essa situação se agravou depois da crise, porque a contração dos mercados mundiais levou a uma concorrência mais acentuada - os países fazendo mais força para vender suas mercadorias, reduzindo preços, dentre outras medidas. Nesse contexto, a questão cambial fica mais destacada, a disputa de preços mais forte e a sobrevalorização do real reduz a competitividade da indústria manufatureira. Com *commodities*, é possível sobreviver mesmo com o câmbio valorizado, mas no caso das manufaturas não é assim. Em 2009, as exportações de bens manufaturados caíram US\$ 30 bilhões, de US\$ 90 bilhões para US\$ 60 bilhões. Mantida essa situação por período longo, nossos manufaturados perdem mercado externo e, mesmo no mercado interno, tendem a ser substituídos por importados.

Essa é a situação que vislumbrávamos no segundo semestre de 2009, com a crise mundial mais controlada, o Brasil sendo bem avaliado no exterior e os fluxos de capitais retornando em massa ao país. Um dos instrumentos que vínhamos usando para enfrentar esse intenso afluxo de capitais era a diminuição da oferta de dólar no mercado, via intervenções do Banco Central (BC). E começamos a ser agressivos nessas intervenções para evitar uma valorização maior do real.

Em outubro de 2009, percebemos que o fluxo estava muito forte. O saldo financeiro foi de US\$ 14 bilhões em um único mês, um fluxo extraordinário. A compra de dólares não era mais suficiente para resolver essa situação e foi então que resolvemos adotar o Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) para as aplicações de renda fixa, tentando evitar o *carry trade*. Introduzimos também o IOF no mercado de capitais, porque era na bolsa que estava se dando a maior entrada de capitais externos. Ou seja, o *carry trade* deixou de ser atribuído à renda fixa e passou à renda variável. Depois, aplicamos a taxa também para as aplicações em *American Depositary Receipts* (ADRs).

Ao contrário do que muitos pensam, a taxa não evitou *Initial Public Offerings* (IPOs), nem a abertura de capitais. Tanto é verdade que o Brasil tende a ser um dos países que sediará o maior volume de IPOs em 2010. A medida não chegou a atrapalhar o mercado de capitais. O objetivo do IOF não era resolver o problema da valorização e sim eliminar a sobrevalorização, por ela ser muito prejudicial ao país.

Por exemplo, a sobrevalorização influi na decisão de investimentos, e o período pós-crise é o momento de redefinição da economia mundial. Há outra economia depois da crise: os investidores e as empresas multinacionais precisam tomar decisões de investimentos. Onde investirei? Onde será minha base de atuação? Onde farei os negócios? A situação cambial influi nisso. Eu não vou instalar uma empresa no Brasil para exportar porque é melhor na China; o Brasil não oferece condições com o câmbio sobrevalorizado.

Além disso, existe a possibilidade de bolha. Com as políticas anticíclicas, os governos injetaram muitos recursos financeiros nas economias. Reimposta a situação dos bancos, entretanto, esses recursos não foram direcionados à produção. Nos Estados Unidos, o consumo continua baixo. Os recursos financeiros não chegaram ao consumidor ou ao produtor, mas os bancos vêm obtendo lucros ao fazer esse tipo de operação financeira. Buscam, como se diz, “um belo pernil para desossar”. E aqui o pernil estava mais gordo, oferecia possibilidades de rendimentos maiores.

Um excesso de fluxo de capitais pode levar a bolhas. Nós poderíamos ter tido uma bolha por aqui. A China quase teve uma bolha, porque também liberou muito capital durante a crise. A política anticíclica da China foi muito forte e proveu mais de US\$ 1,2 trilhão de recursos financeiros para a retomada das atividades da economia. A China não brinca em serviço e sobravam recursos financeiros, que causaram oscilações na bolsa. Na China as coisas não acontecem da forma como estamos acostumados por aqui. A bolha de lá também não ocorreu de forma normal. Foi uma bolha mais suave e, quando estourou, não percebemos muito. Já no Brasil, conseguimos evitar a bolha, efetuamos uma intervenção muito suave, porque aplicamos IOF de 2%, o que não re-



tirava a rentabilidade, mas mostrava ao mercado que o governo brasileiro não permitiria uma sobrevalorização.

Junto com o IOF, regulamentamos o fundo soberano. Ele foi criado em 2008, com o objetivo de manter uma poupança primária. Pegamos uma parte da arrecadação fiscal e colocamos nesse fundo no final de 2008, quando a arrecadação estava muito boa, refletindo a situação favorável da economia. Naquele momento considere melhor guardar 0,5% do Produto Interno Bruto (PIB), fazer uma poupança fiscal anticíclica. Acho que é muito salutar fazer isso para ter à disposição, se for necessário em outro momento. Está lá aplicado, já não mais a 0,5, aumentou um pouco; porém, o fundo soberano tem uma função cambial também. Está autorizado a adquirir dólares no mercado, assim como o BC, fizemos toda a regulamentação. O fundo não tem limitações para a compra porque usa recurso financeiro do caixa do Tesouro. Se o Tesouro tiver caixa, e ele sempre tem um caixa alto, o fundo pode adquirir dólares por meio de leilões, tendo o Banco do Brasil como agente, e assim enxugar o excesso de dólares.

Desde quando tomamos a medida do IOF, em 19 de outubro de 2009, a volatilidade cambial diminuiu, a cotação do dólar passou a se estabilizar. Lembro que o dólar estava cotado a R\$ 1,70 e tendia a baixar mais. Com o IOF, daquele momento até hoje, o câmbio só oscilou para cima. Assim, eu diria que foi bem-sucedida a

medida que tomamos. Foi uma medida ousada porque contrariou os princípios do mercado financeiro internacional, que diz que não se deve fazer esse tipo de intervenção. De qualquer forma, a medida recebeu o apoio de jornais importantes, como *Financial Times* e *The Economist*, e da chamada comunidade de economistas internacionais. A medida foi discutida em outros países e também no G-20, com os colegas ministros da Fazenda.

De qualquer forma, a economia brasileira já vinha apresentando um aumento do *deficit* de transações correntes. Portanto, com *deficit* de transações correntes no horizonte, em médio ou longo prazo, a tendência é de uma correção para restaurar o equilíbrio no câmbio. Isso dito de forma teórica, porque é muito difícil dizer qual é o câmbio de equilíbrio. Importa notar que toda essa valorização dificilmente se manteria, mesmo porque, com o câmbio muito valorizado, diminuem as exportações e aumentam muito as importações, o que acaba com o saldo comercial. Ter um *deficit* em transações correntes agudo desmonta a indústria brasileira. Então, o que importa hoje é evitar que haja uma sobrevalorização demasiadamente forte.

É muito melhor uma valorização cambial do que uma valorização imediata forte, porque a última desestabiliza. Isso já aconteceu de 2006 a 2008. Quando assumi o Ministério da Fazenda em março de 2006, já havia tendência de forte valorização do câmbio. Na época, es-

tava em 2,10, e todos diziam que estávamos em situação favorável; as instituições diziam que o câmbio ia para 1,80 rápido e as apostas aceleraram o caminho para essa direção. Disse ao presidente que tínhamos um problema cambial que prejudicaria a atividade produtiva brasileira e que tínhamos que ser agressivos na compra de dólares. O BC vinha comprando pouco; estávamos com as reservas em US\$ 58 bilhões naquela ocasião.

Recentemente, recebemos um reforço importante do FMI. Contrariando suas crenças e recomendações anteriores, o Fundo disse que os países emergentes que têm uma pressão forte de capitais externos podem adotar controles cambiais. Foi uma surpresa, porque o FMI nunca fez essa recomendação; pelo contrário, criticava quem ousasse fazer isso.

Tenho levado essa questão para a discussão do G-20, tenho insistido nela, e é melhor que haja uma solução em conjunto dos países, e não cada um fazer o que é melhor para si. A China é bastante independente e não se importa tanto com as consequências de suas políticas para os outros países. Seria muito ruim se tal postura gerasse retaliações por parte de outros países.

Não acho que o câmbio fixo seja uma solução, já pagamos o preço do câmbio fixo no Brasil. O câmbio flutuante, embora tenha defeitos, é o melhor regime, porque corrige mais facilmente os desequilíbrios. Só que ele é bom se os outros também estiverem praticando.

Portanto, precisamos de um novo Bretton Woods, um novo acordo internacional que diga respeito também ao câmbio, de modo a haver maior homogeneidade das regras em relação a isso.

Entendo que os Estados Unidos estão com a moeda enfraquecida, entretanto estão tendo vantagem graças à desvalorização do dólar e ao aumento das exportações. Chegamos a ter no Brasil um *deficit* comercial com os Estados Unidos, depois de muito tempo de *superavit*. O dólar fraco é um dos fatores que determinam uma pequena reação da economia americana, mas eles não poderão ficar com aquelas taxas de juros próximas de zero para sempre. Não são sustentáveis, e em algum momento o dólar vai se valorizar.

Temos que perseguir o aumento da produção da economia brasileira. Estamos atuando nisso em conjunto com empresários, com a indústria, com o setor de manufaturas de modo geral. Temos que reduzir custos - financeiros, tributários e burocráticos -, que ainda são altos. Mas, muitas vezes, o esforço é tremendo para reduzir em 10%, enquanto um país tem vantagem sobre o Brasil de 40% por causa do câmbio. É fácil perceber o quanto é importante o câmbio nessa relação; ele pesa mais que os esforços. Mesmo assim, temos que continuar perseguindo o aumento da produção. Temos que encontrar uma solução sem abandonar o câmbio flutuante, dentro das normas gerais, buscando o entendimento até conseguirmos um regime cambial mais homogêneo entre os países. ■

## Desvendando a taxa de câmbio

Yoshiaki Nakano

### Yoshiaki Nakano

Formado em administração de empresas pela Fundação Getulio Vargas (FGV). Diretor da Escola de Economia de São Paulo da Fundação Getulio Vargas (EESP/FGV) e chefe do Departamento de Economia (PAE) da EESP. Desde 1969, é professor de economia da FGV; foi secretário da Fazenda do Estado de São Paulo (1995 a 2001); e secretário especial de Assuntos Econômicos do Ministério da Fazenda (1987).

*Graduated in Business Administration from Fundação Getulio Vargas (FGV). He is Director of the São Paulo School of Economics of Fundação Getulio Vargas (EESP/FGV) and Head of the Department of Economics (PAE) of EESP. Since 1969 he is Professor of Economics of FGV; was Secretary of Finance of the State of São Paulo (1995-2001); and Special Secretary for Economic Affairs of the Ministry of Finance (1987).*



### RESUMO

O objetivo do economista Yoshiaki Nakano com este artigo é desvendar a complexidade da taxa de câmbio e evitar ambiguidades e controvérsias acerca do tema. Para cada aspecto abordado, é dada uma definição relevante de taxa de câmbio, envolvendo um conjunto de variáveis macroeconômicas. O texto começa com definições e conceitos e, em seguida, trata de alguns aspectos da realidade cambial brasileira.

### ABSTRACT

*The aim of the economist Yoshiaki Nakano with this article is to unravel the complexity of the exchange rate and avoid ambiguity and controversy about the issue. For each question discussed a definition is given of the relevant exchange rate, involving a set of macroeconomic variables. The text begins with definitions and concepts and then deals with some aspects of the reality of the Brazilian exchange rate regime.*

A paridade oficial da nossa moeda para as transações internacionais é definida pela taxa nominal de câmbio. É o preço de uma unidade da moeda estrangeira expresso em moeda nacional. A sua definição é simples, mas tão logo queiramos entender os determinantes desse preço e os diversos canais através dos quais têm efeitos relevantes na economia, deparamo-nos com um fenômeno extremamente complexo e com grande importância para as economias, particularmente as emergentes. Para cada aspecto abordado, podemos ter uma definição relevante de taxa de câmbio envolvendo um conjunto de variáveis macroeconômicas. Assim, iniciamos este texto com algumas definições e conceitos, para, em seguida, tratar de alguns aspectos do problema cambial brasileiro. Esperamos, assim, esclarecer a questão e evitar ambiguidades e controvérsias acerca do tema.

A taxa nominal de câmbio permite comparar os preços dos bens e serviços produzidos no país em relação aos dos bens produzidos em outros países, convertendo seus preços em moeda nacional. Numa economia aberta ao comércio, ao definir o vetor de preços internacionais em moeda nacional, estabelecemos um referencial para fixação dos preços de bens produzidos domesticamente. É uma âncora nominal para o sistema de preços domésticos definindo o nível geral destes últimos. Portanto, a taxa nominal de câmbio é um dos determinantes importantes da taxa de inflação e, conseqüentemente, dos salários reais. Uma taxa de câmbio fixa ou flutuante é um instrumento importante para estabilizar os preços.

Sendo um dos determinantes do nível de preços e, conseqüentemente, dos salários reais, a taxa nominal de câmbio determina também a margem de lucro das empresas, isto é, a distribuição de renda da economia. Ao determinar a distribuição de renda, como a propensão a poupar, a renda oriunda dos salários é diferente da propensão a poupar dividendos, determina a propensão

a poupar média da economia. Outra relação bem complexa se dá entre taxa de câmbio e taxa de poupança doméstica de um país, medida pela decisão de retenção de lucro pelas empresas e pelo seu fluxo de caixa, que é a decisão de investimento.

A taxa nominal de câmbio é também o preço de um ativo financeiro, qual seja a moeda de um país, expressando a quantidade de moeda nacional necessária para adquirir as moedas dos demais países. Calcula-se que de 97 a 99% das transações feitas diariamente no mercado de câmbio sejam financeiras. Adquire-se moeda estrangeira para ter acesso a ativos emitidos no exterior cujo valor esteja definido em outras moedas. A sua variação afeta a taxa de retorno desses ativos, que é determinada pela taxa de juros (taxa de dividendos ou de lucro) e a variação esperada da taxa de câmbio. E, dessa forma, as expectativas sobre a taxa de câmbio têm papel importante no mercado financeiro, podendo gerar movimentos bruscos nos fluxos de capitais e até desestabilizar economias saudáveis que tenham dívidas em moeda estrangeira.

Como o custo de emissão de moeda nacional é praticamente zero, não é possível estabelecer uma referência. Diferentemente ocorre com uma mercadoria que tem custo de produção, o qual serve de referência para definir o seu preço de equilíbrio, no mercado de câmbio, enquanto ativo financeiro. O preço de equilíbrio é momentâneo e depende de expectativas, que podem estar baseadas no comportamento recente do mercado ou nos fundamentos macroeconômicos do país. No curto prazo, não havendo um eixo em torno do qual o preço de mercado tenda a se estabelecer, a taxa de câmbio determinada pelo mercado pode oscilar fortemente, e daí a sua enorme volatilidade, particularmente, nos países emergentes, onde esse mercado é muito pequeno em relação ao mercado global.

Quando se trata de analisar os impactos da taxa de câmbio na estrutura produtiva e no crescimento de uma economia, a definição relevante é a de preço relativo dos bens e serviços *tradables*. Os setores domésticos, que estão expostos à competição internacional e fazem parte do mercado global, referem-se aos bens e serviços *non-tradables*, que são voltados apenas para o mercado doméstico. Assim, uma depreciação da moeda nacional eleva o poder de troca dos bens *tradables* e, portanto, afeta o retorno dos investimentos e a alocação de recursos reais nesses setores. Como preço relativo é uma relação física, quantitativa, e expressa os termos de troca física entre esses setores produtivos, a taxa real de câmbio determina o tamanho relativo desses setores na economia.

Esse preço relativo macroeconômico tem importância vital, pois são setores *tradables*, particularmente, os manufaturados, que estão mais próximos à fronteira tecnológica e têm, em regra, maior produtividade, agregam mais valor, geram empregos mais qualificados e geram maiores externalidades. Quanto maior o setor de *tradables*, menos vulnerável a choques externos tende a ser um país. A sua expansão tem sido fundamental nos países em rápido crescimento.

Outra forma de definir a taxa real de câmbio é pelo lado dos custos de produção que é relevante se quisermos analisar o canal dos incentivos para ampliar a oferta de exportações de um país, tornando os investimentos mais lucrativos. Os custos de produção em moeda estrangeira das empresas de um país, comparativamente ao custo das empresas localizadas no exterior, determinam a sua lucratividade. A depreciação do câmbio, ao reduzir os salários domésticos, convertidos em moeda estrangeira, comparativamente aos salários prevalentes no exterior, dá competitividade à empresa e permite ter uma margem de lucro maior. Essa empresa exportadora, por sua vez, retraindo parcela do maior fluxo de lucro, pode financiar grande parte dos seus investimentos.

Essas empresas exportadoras de *tradables*, particularmente de manufaturas, constituem um dos núcleos dinâmicos e inovadores das economias em rápido crescimento. Como as exportações compõem a demanda agregada, se elas forem constituídas de produtos com elasticidade renda elevada, como, por exemplo, os bens manufaturados mais intensivos em tecnologia, as exportações podem crescer por longo prazo convertendo-se num determinante importante de crescimento sustentado de um país.

Do ponto de vista da competitividade externa das exportações, podemos, alternativamente, definir a taxa real de câmbio a partir da comparação de preços relativos para o consumidor no exterior. A depreciação cambial torna o preço do produto doméstico mais atrativo para esse consumidor. Se o estímulo da demanda no exterior for mais importante na determinação das exportações do que o estímulo do lado da oferta, esse resultado será a definição relevante para guiar a política cambial.

Da mesma forma, uma depreciação do câmbio, ao elevar em moeda nacional os preços dos produtos importados, favorece a produção e emprego domésticos. Entretanto, se a taxa de câmbio for excessivamente depreciada, ao elevar os custos dos bens de capitais importados, afeta negativamente os investimentos e, ao reduzir o salário real, pode também afetar negativamente, caso o crescimento do país seja determinado pelo salário e pelo consumo.

Dessa forma, numa economia como a brasileira existe uma taxa real de câmbio ótima na qual os estímulos, via retorno e competitividade das exportações, são maiores do que o desestímulo, aumentando o custo do componente importado nos investimentos e reduzindo o salário real em moeda estrangeira.

Existe uma taxa real de câmbio que, estimulando a oferta agregada, ampliando ou diminuindo a demanda doméstica, e estimulando ou desestimulando as exportações e importações, determina tanto o equilíbrio interno quanto o externo da economia. Evidentemente, esses equilíbrios envolvem muitas outras variáveis fundamentais da economia.

Assim, chegamos a um conceito importante: a taxa de câmbio que equilibra tanto o setor externo quanto o interno é a taxa de câmbio de equilíbrio fundamental. Com isso, podemos ter uma referência teórica e definir se a taxa real de câmbio está apreciada ou depreciada em relação à taxa de equilíbrio fundamental. Evidentemente, podemos ter outras referências: definir se a taxa está apreciada ou depreciada, como, por exemplo, a taxa dada pela paridade de poder de compra (PPP) que expressa a competição e arbitragem internacional com a lei de um preço.

Entretanto, na definição de taxa de câmbio de equilíbrio fundamental, não levamos em consideração as diferenças de produtividade e de custos de produção setorialmente. Por exemplo, se um país tem um recurso natural abundante, cujo custo de produção se resume a extrair aquilo que a natureza levou milênios para produzir, e se é



parcela significativa da pauta de exportações, ele pode, por si só, equilibrar as contas externas de um país a uma determinada taxa de câmbio. Mas essa taxa de câmbio pode inviabilizar o desenvolvimento de outras atividades produtivas nos setores expostos à competição internacional. Assim, a taxa real de câmbio de equilíbrio fundamental precisa de qualificações.

Essas breves observações já são suficientes para perceber a complexidade envolvida na discussão da taxa de câmbio. Tanto como preço de um ativo financeiro quanto como um preço relativo de bens e serviços, a sua determinação é afetada por múltiplas variáveis e, por sua vez, existe uma complexa interação entre mercado de ativos, mercado de bens e serviços e mercado de trabalho. O preço do ativo financeiro, determinado no mercado de ativos financeiros, depende das suas condições domésticas e internacionais, sobretudo da variação e do diferencial das taxas de retorno desses ativos comparativamente ao dos demais países.

Dessa forma, a compreensão da taxa de câmbio só é possível num contexto de uma teoria geral. Desse ponto de vista, existem dois modelos alternativos básicos: o neoclássico (walrasiano) e o keynesiano<sup>1</sup>.

No modelo de equilíbrio geral neoclássico, o nível de preços e a taxa nominal de câmbio são totalmente irrelevantes. É uma questão de definição do numerário do sistema, não tendo nenhum efeito real na economia. Nesse contexto, conclui-se que tanto a moeda quanto as finanças são irrelevantes e supérfluas. A taxa de câmbio é um preço relativo, endogenamente determinado. A ação governamental ou políticas econômicas são vistas como choques exógenos que perturbam o funcionamento dos mercados, mas, a longo prazo, não têm efeitos sobre o equilíbrio da economia, que é determinado pelo mercado, dadas as preferências e a dotação de fatores dos consumidores que têm comportamento maximizador. Além disso, o modelo neoclássico parte de pressupostos muito restritivos, tais como: agentes maximizadores, informação completa e sem custos, exata previsibilidade, competição perfeita, preços perfeitamente flexíveis etc., incluindo, ainda, a existência do mítico “leiloeiro walrasiano”. Sem eles seria impossível estabelecer o equilíbrio, muito menos determinar a taxa de câmbio de equilíbrio. Numa teoria geral em que o setor financeiro é supérfluo, fica impossível discutir questões pragmáticas e de política econômica.

No modelo keynesiano de modelo de equilíbrio geral, a moeda e o mercado financeiro são variáveis nominais como a taxa nominal de câmbio, têm efeitos reais através de diversos canais, pelo lado da oferta e da demanda, e interação de forma dinâmica e complexa. A teoria geral deve, obrigatoriamente, englobar os diversos mercados nos quais interagem agentes nem sempre homogêneos. Assim, é esse modelo que

<sup>1</sup> Keynesianismo é a teoria econômica consolidada pelo economista inglês John Maynard Keynes em seu livro Teoria geral do emprego, do juro e da moeda, a qual consiste numa organização político-econômica oposta às concepções neoliberalistas, fundamentada na afirmação do Estado como agente indispensável de controle da economia, com o objetivo de conduzir a um sistema de pleno emprego.

tem oferecido uma estrutura geral de análise partindo de pressupostos menos restritivos, que podem ser relaxados, aproximando-os da realidade, incorporando o governo como um ator fundamental na economia. Dessa forma, no que se refere à taxa de câmbio, o governo pode ter ou não um papel ativo, inclusive administrando a taxa nominal de câmbio, e pode articuladamente com as políticas monetária e fiscal determinar a taxa real de câmbio, transformando-a num instrumento para atingir outros objetivos, como o de crescimento. No modelo keynesiano, a taxa de câmbio real é, em parte, endogenamente determinada, pois a ação do governo, através da política cambial, pode exercer controle sobre a taxa nominal de câmbio, e esta, interagindo com outras variáveis macroeconômicas fundamentais, determina a taxa de equilíbrio.

Se o objetivo da política econômica for alcançar equilíbrio externo e interno, isso equivalerá a alcançar a taxa de câmbio de equilíbrio fundamental. Conhecendo-se os determinantes do equilíbrio externo e interno, é possível determinar a taxa real de câmbio de equilíbrio fundamental.

No mundo real de atuação dos governos, existem dois regimes puros de taxa de câmbio: o fixo, em que a ação do governo fixa o preço, isto é, a taxa nominal de câmbio, intervindo no mercado pela variação da quantidade e da reserva cambial. No outro extremo, temos o regime de taxa de câmbio flutuante em que a ação do governo fixa a quantidade, isto é, o volume de reserva cambial, e deixa o preço flutuar livremente de acordo com as condições do mercado. Como no regime de taxa de câmbio fixa, o Banco Central (BC) tem que intervir variando quantidade para fixar o preço, a política monetária torna-se endógena se houver livre mobilidade de capitais. No regime de câmbio flutuante, como o BC fixa a quantidade, é, então, possível variar a taxa de juros, e a mobilidade de capitais vai afetar a taxa de câmbio.

Os estudos empíricos recentes mostram que o regime de juros é diferente do praticado de fato. São inúmeros os países que declaram que seu regime é flutuante, mas intervêm e administram a taxa de câmbio, fenômeno que ficou conhecido na literatura como “medo de flutuação”. O medo surgiu depois da liberalização da conta de capitais, quando paradas súbitas em seu movimento podem desestabilizar as economias. Mais recentemente, com o fenômeno do excesso de liquidez no mercado financeiro global, constata-se empiricamente o fenômeno de “medo da apreciação”. Medo esse justificado, pois o fluxo de capitais leva à apreciação cambial, que pode ter consequências desastrosas nos países em desenvolvimento. A recente acumulação de

reservas cambiais pelos países emergentes é consequência desse “medo da apreciação”.

Assim, a política cambial é uma difícil arte de se situar entre esses dois regimes extremos, de escolher entre uma infinidade de regimes intermediários possíveis, com intervenção maior ou menor, fixando ou não regras e objetivos, procurando respeitar ou controlar as restrições impostas pela mobilidade de capitais.

Qual o melhor regime de taxa de câmbio? Pelas observações anteriores, verifica-se que não há resposta única: para cada momento, circunstância e objetivo fixado, é possível se chegar a um regime cambial mais adequado e consistente. A questão é mais complexa ainda porque a taxa de câmbio, ao afetar a distribuição de renda, incorpora elementos de natureza política.

Em regra, quando se estuda a taxa de câmbio foca-se em algum aspecto particular, incorporando no modelo alguma informação ou relação empírica, quase sempre numa análise de equilíbrio parcial, com o recurso de manter constante aquilo que supostamente não é o foco ou é considerado irrelevante, quase sempre de forma arbitrária ou envolvendo juízos de valor. Daí, o quadro teórico geral fica implícito e, em decorrência disso, há uma enorme controvérsia.

As observações anteriores exemplificam o problema cognitivo que o agente econômico ou o economista tem que enfrentar para tomar decisões ou compreender a taxa de câmbio. Mesmo que o agente econômico disponha de todas as informações necessárias e sem nenhum custo, e conheça um modelo geral para processar as informações, é difícil chegar a resultados analíticos simples com validade geral e testáveis, empiricamente, em todas as circunstâncias e para todos os países, a fim

de guiar as políticas. Foi, por isso, que Meese e Rogoff já demonstraram que os modelos teóricos existentes não passam pelo teste empírico e nem os fundamentos são capazes de gerar modelos econométricos para resultar em previsões corretas.

Estudos mais recentes de natureza comportamental mostram que quando os agentes econômicos têm que tomar decisões em um quadro de complexidade e de incerteza, eles contornam esse quadro buscando regras heurísticas simples. Essas regras normalmente são geradas pela interação dos agentes, que, por tentativa e erro e através da aprendizagem, estabelecem convenções ou normas para tomar decisões satisfatórias. Nesse sentido, essas regras heurísticas simples podem incorporar uma racionalidade. Mas nem sempre os agentes utilizam a mesma regra, visto que o mercado pode ser composto de agentes heterogêneos. Por exemplo, alguns preferem gerar regras simples de decisão baseadas em modelos teóricos e nos fundamentos da economia. Outros agentes observam o mercado e o comportamento da taxa de câmbio para tomar suas decisões (*chartists*) baseadas nessas informações. Os avanços mais recentes na teoria de taxa de câmbio envolvem modelos estocásticos, com interação estratégica entre agentes heterogêneos que geram complexidade, dinâmica caótica, imprevisibilidade etc., com resultados empíricos mais animadores (ver, por exemplo, Paul De Grauwe and M. Grimaldi, “The Exchange Rate in a Behavioral Finance Framework”, Princeton: Princeton University Press, 2006). Considerando a complexidade do tratamento da questão cambial, não é possível aprofundar o tema neste trabalho.

Contudo, as observações realizadas permitirão ao leitor um melhor posicionamento no debate sobre a taxa



de câmbio. Dando prosseguimento ao debate, observemos as seguintes colocações que trarão maior transparência às três questões de política cambial brasileira aqui discutidas: 1) como o atual *mix* de política monetária, cambial e fiscal leva a economia brasileira a uma armadilha de surtos de crescimento, seguidos de crise, e o que é necessário para superá-la?; 2) por que a atual política cambial apresenta um grande risco de nova crise no balanço de pagamentos no médio prazo para o Brasil?; e 3) por que a política de taxa cambial é uma variável estratégica para o crescimento sustentado e acelerado?

O Brasil vem passando por grandes transformações nos últimos anos. Da economia dominada pela dinâmica financeira de valorização dos ativos, inclusive no setor real da economia, estamos caminhando para uma economia orientada para o crescimento com dominância do processo de acumulação de capital produtivo. Com a aceleração do crescimento, a partir de 2004/2005, houve um deslocamento das expectativas para os investimentos produtivos e, em decorrência disso, ocorreu uma ampliação do horizonte temporal dos agentes econômicos, redescobrimos o nosso potencial de crescimento e reativamos o ânimo empresarial. Quando esse deslocamento de expectativas atingir uma

massa crítica mínima de empresários, e estes passarem a investir, a batalha do desenvolvimento dará um passo decisivo, pois ela representará uma força transformadora e irresistível. As reformas e as mudanças necessárias serão decorrência desse processo e não causa.

Infelizmente, o primeiro impulso de ampliação da taxa de investimento do último quarto de década foi abortado no último trimestre de 2008, com o pânico financeiro e a abrupta contração de crédito pelos bancos privados. Se não houvesse essa interrupção, a taxa de investimento teria atingido este ano mais de 21% do Produto Interno Bruto (PIB), assegurando um crescimento de 5%, sem riscos de acelerar a taxa de inflação. Agora, que iniciamos a recuperação, corremos novamente o risco de interromper o processo de ampliação da taxa de investimento com a elevação da taxa de juros anunciada pelo BC. Em outras palavras, estamos numa armadilha na qual iniciamos o processo de constituição dessa massa crítica de investimentos, mas choques externos ou a elevação da taxa de juros não permitem a transição para um crescimento mais acelerado.

Mas a elevação da taxa de juros é a medida necessária no atual contexto brasileiro? Existe política alternativa?



Sem dúvida, a inflação se acelerou neste ano, mas ainda não há indicações de que essa aceleração seja permanente. Mas o que de fato garantirá a transitoriedade da aceleração atual da inflação e seu controle no futuro será a ampliação da capacidade produtiva. A elevação da taxa de juros afetará negativamente a recuperação da taxa de investimento em curso. Assim, o aumento da taxa de juros hoje está semeando inflação mais elevada no futuro, ou seja, novas elevações na taxa de juros.

A taxa de juros afetará a demanda agregada, mas transitoriamente, já que a recuperação da economia brasileira vem do aumento de exportações de *commodities* e nova dinâmica de expansão do consumo doméstico trazido pelo surgimento da nova classe média (classe C), que tem como causas fatores sociais e demográficos mais permanentes. Nem a taxa de juros nem a contração de crédito eliminarão esses dois elementos dinâmicos.

Estamos, sim, interrompendo um processo natural de aumento da taxa de investimento em resposta à recuperação da economia e à expansão da demanda, que permitiria a transição para um crescimento mais acelerado.

Adicionalmente, taxas de juros mais altas implicam influxo maior de capitais do exterior, que significa

ampliação do crédito do exterior, quando se pretende contê-lo internamente. E maior influxo de capitais trará a apreciação que conterà a inflação, e, por isso mesmo, elevará os salários reais e ampliará o consumo, particularmente de bens importados, quando deveríamos contê-lo. Assim, efetivamente, o efeito da taxa de juros sobre a inflação virá da apreciação da taxa de câmbio.

Esse processo de apreciação cambial agravará um segundo problema recorrente na história econômica do Brasil, e que já começou a despontar: o forte aumento no *deficit* em transações correntes. E isso terá duas consequências perversas. Primeiro, o *deficit* em transações, que já está crescendo explosivamente, crescerá ainda mais. No primeiro trimestre de 2010, atingiu o nível recorde desde 1947, com consequências previsíveis no médio prazo. E, segundo, afetará negativamente os investimentos em setores *tradables*.

No atual contexto financeiro global, de aumento explosivo de liquidez e de taxa de juros próxima a zero praticada pelo Federal Reserve Bank (FED) – que persistirá ainda durante pelo menos dois anos até a efetiva recuperação do desemprego –, o período de apreciação tende a ser prolongado até que o *deficit* em transações correntes atinja patamares perigosos, acelerando o cres-

cimento do estoque de passivo externo líquido e o pagamento de juros e dividendos. Nesse quadro, podemos ter novamente uma reversão súbita no fluxo de capitais, com a disparada da taxa de câmbio, acelerando a taxa de inflação, gerando novo ciclo de elevação e crise, que bem conhecemos. Dadas as atuais condições da economia brasileira, esse não é um cenário de curto prazo, mas, mantida a atual política, é um cenário muito provável para depois de 2012.

O argumento de que o Brasil está hoje ancorado solidamente em mais de US\$ 240 bilhões de reservas cambiais é, no mínimo, frágil. É preciso lembrar também que a elevação das reservas cambiais tem, como contrapartida, títulos públicos, cuja liquidez é garantida pelo BC com elevado custo, dado o diferencial da taxa de juros. Todos sabem que essas reservas devem ser comparadas com os agregados monetários com liquidez, como o M2.

Considerando apenas as aplicações no *open market*, com compromisso de recompra pelo BC, atingem mais de R\$ 400 bilhões. Isso é munição pronta para os especuladores desencadearem um ataque contra o real. Os investidores e os administradores que possuem esse título correrão para o dólar, quando o fluxo de capitais se inverter e a expectativa de depreciação da taxa de câmbio se formar. São recursos líquidos que, a qualquer instante, podem ser direcionados para especulação contra o real e as reservas cambiais minguarem rapidamente. O risco efetivo que o Brasil corre é de, com a elevação muito rápida e crescente do *deficit* em transações correntes a médio prazo, assistir a uma nova crise de balanço de pagamentos.

Temos uma alternativa de política macroeconômica eficaz para enfrentar a atual situação brasileira e que permitiria uma transição para o crescimento acelerado sem acelerar a inflação. O que nós precisamos é de uma política fiscal que diminua as despesas de pessoal e de custeio, o que evitaria o aquecimento excessivo da demanda, controlando, portanto, as expectativas de inflação. Além disso, essa política fiscal mudaria a composição da demanda agregada, abrindo espaço não inflacionário para a ampliação da taxa de investimento. Com juros mais baixos, evita-se, assim, a apreciação cambial de taxas mais elevadas de investimento, o que significa maior crescimento sem acelerar a inflação.

Essa política fiscal, ao controlar a demanda agregada, contribuiria também para a redução do *deficit* em transações correntes.

Em suma, só um ajuste estrutural na composição da demanda agregada poderá tirar a economia brasileira da armadilha mencionada acima, em que a recuperação econômica eleva as expectativas de inflação, seguidas de elevação da taxa de juros e

apreciação da taxa de câmbio - causadas pelo aumento do fluxo de capitais do exterior -, que freiam os investimentos e a transição para o crescimento mais acelerado. Pior, a apreciação da taxa de câmbio reduz a taxa de inflação, mas provoca danos à estrutura produtiva do país promovendo uma especialização regressiva, com especialização na produção e exportação de *commodities* e destruição dos setores manufatureiros intensivos de tecnologia. Para sairmos da armadilha, é necessário termos, simultaneamente, taxa real de juros de longo prazo menor e taxa real de câmbio mais competitiva, fazendo com que os investimentos e as exportações líquidas possam aumentar em relação ao PIB, criando condições necessárias para o crescimento acelerado, estável e sustentado por longo prazo. Em relação à depreciação da taxa, para torná-la mais competitiva, é preciso conter a despesa corrente do governo, ao fazer parte da demanda doméstica, reduziria quantitativamente o setor de *non-tradables*, abrindo espaço para realocação de recursos reais desses setores "atrasados", com produtividade média baixa, para setores mais "avançados" e inseridos no mercado global, ampliando, portanto, os setores *tradables*, o que significa mudança na taxa real de câmbio, como vimos anteriormente.

Um subproduto fundamental desse processo de ajuste tem que ser a ampliação da poupança doméstica, tanto pública, com redução do consumo do governo, quanto privada, com aumento da margem de lucros das empresas.

É importante mencionar ainda que a taxa de investimento e a taxa de poupança doméstica em relação do PIB têm que aumentar para o patamar de, pelo menos, 25% do PIB, para garantir um crescimento mais acelerado do PIB, digamos de 5%. Basta lembrar que a taxa média dos países emergentes é hoje cerca de 30% do PIB.

A política macroeconômica de curto prazo tem também que buscar o equilíbrio externo da conta de capitais, fazendo com que a taxa de juros doméstica convirja para as taxas internacionais. Isso evitará o ciclo mencionado de *booms* de entrada de capitais seguidos de apreciação cambial, *deficit* em transações correntes, paradas súbitas no fluxo de capitais e crises repetidas, como temos vivido no passado recente. Com a conta de capital em equilíbrio, abre-se espaço para uma nova política cambial.

E isso implica em mudar o regime de taxa de câmbio de flutuação suja, com forte intervenção do BC, mas sem perseguir metas de taxa real de câmbio, para um novo sistema em que passa a existir uma meta implícita, mas não anunciada. Operacionalmente, o BC e o Tesouro Nacional deverão intervir de forma assimétrica para evitar a apreciação da real taxa de câmbio, de forma que não seja menor que a taxa de câmbio de equilíbrio fundamental. Deve ser uma intervenção assimétrica, pois permitiria a flutuação para cima, isto é, a depreciação do câmbio. A lógica dessa intervenção

é conhecida e deve-se evitar a formação de expectativa de apreciação, porque ela é desestabilizadora, pois, ao engordar a taxa de retorno dos especuladores, atrai novos, gerando uma onda de profecia que se autorrealiza. Isso tem que ser evitado a qualquer custo. Por outro lado, a expectativa de depreciação é estabilizadora, pois tende a equilibrar as transações correntes do país. Portanto, essa política cambial, ao evitar a apreciação, procura ter uma das vantagens do câmbio fixo, perseguindo a taxa fundamental de equilíbrio, mas ao permitir a flutuação para cima tem vantagens do câmbio flutuante. Observe-se também que se os juros internos estiverem alinhados com as taxas internacionais, o custo da intervenção, com acumulação de reservas cambiais e esterilização da expansão monetária, tenderá para zero.

Se a política de taxa de juros busca o equilíbrio na conta de capitais, como fica então o controle da inflação? Tanto a elevação da taxa de investimento, portanto, o crescimento mais rápido do produto potencial, quanto a intervenção assimétrica estabilizadora, com a taxa de câmbio mais estável, contribuirão ambas para a estabilidade de preços. É por isso que, empiricamente, observa-se que países com rápido crescimento tendem a ter maior estabilidade de preços. Entretanto, se algum choque inesperado provocar uma expansão excessiva da demanda agregada e gerar pressões inflacionárias, será necessário elevar a taxa de juros. Nesse caso, será preciso utilizar instrumentos transitórios de equalização da taxa de juros, tal como a tributação da entrada de capitais ou algum outro mecanismo de controle do fluxo de capitais. Infelizmente, esse é o preço que temos que pagar com a abertura prematura da conta de capitais, isto é, sem prévia ampliação do setor de *tradables* e sem aprofundamento do mercado financeiro, particularmente, do cambial.

Adiante, um pouco do contexto histórico para desmistificar a ideia existente de que só no Brasil a taxa de câmbio flutuante é mecanismo de ajuste automático antecipado do *deficit* em transações correntes. Se vivéssemos em meados do século passado, em que todos os países controlavam os fluxos de capitais, sob comando do Fundo Monetário Internacional (FMI), cumprindo uma cláusula do acordo de Bretton Woods, esses fluxos não teriam efeito sobre a taxa de câmbio, e esta deveria responder às exportações e às importações. Se houvesse *deficit* crescente, como ocorre hoje, essa organização recomendaria ao Brasil depreciar a taxa de câmbio, provendo, para isso, financiamento a fim de se evitar maiores danos em relação a emprego. Com o rompimento do acordo de Bretton Woods, os países transitaram muito gradualmente para regimes de taxa de câmbio flexível e de liberdade de movimento de capitais, a partir dos anos 70. Com enorme aumento no fluxo de capitais, a partir do início dos anos 90, a taxa de câmbio passou a ser fundamentalmente determinada pelas transações no mercado financeiro e não mais pelas exportações e importações. Assim, se tivéssemos parado no tempo, poderíamos afirmar que o real deveria iniciar um ciclo

de depreciação, pois o mercado, diante do crescente *deficit* e anteendo a inevitável necessidade de depreciação da taxa de câmbio, em algum momento, iniciaria já um processo de depreciação, até que as transações correntes se ajustassem. É verdade que uma parte dos operadores no mercado de câmbio, os fundamentalistas, raciocina e age dessa forma. Mas o que aconteceu ao longo das últimas décadas foi a integração dos mercados financeiros com crescimento explosivo dos ativos financeiros, de forma que, cada vez mais, as operações de câmbio estão voltadas para ganhos de arbitragem e especulação financeira. A lógica que rege muitos desses especuladores é outra, eles se comportam como manada. As estimativas indicam que apenas 1 a 3% do volume de operações no mercado de câmbio estão atreladas a operações de exportações e importações de bens e serviços. Assim, podemos dizer que a taxa de câmbio é de 97 a 99% determinada pelo mercado de ativos financeiros, cuja liquidez cresceu explosivamente e depende de um conjunto de fatores, tais como: a política monetária dos Estados Unidos, o *superavit* em transações correntes (excesso de poupança) da China e dos exportadores de petróleo, portanto, dos fluxos de capitais e da estratégia e dos humores daqueles que especulam nesses mercados.

Finalmente, vejamos algumas observações sobre a relação entre a taxa de câmbio e o crescimento. A tentativa de encontrar uma correlação empírica entre taxa de câmbio e crescimento envolve antes uma modelagem geral com seus pressupostos teóricos. Mas para tornar essa tarefa viável, é preciso resultados analíticos simples, deixando de lado variáveis consideradas irrelevantes. Além disso, nem sempre é possível estabelecer relações de causalidade empiricamente comprovadas.

Os estudos sobre o papel da taxa de câmbio no desenvolvimento econômico tiveram importantes avanços nos últimos anos. Os estudos mais interessantes são aqueles direcionados para estudar os casos de sucesso - países com crescimento acelerado durante décadas -

buscando encontrar, empiricamente, as características comuns que explicam esses casos e que possam servir de *benchmarking* (veja, por exemplo, Andy Berg, Jonathan D. Ostry and Jeromin Zettelmeyer, "What Makes Growth Sustained?", Washington: IMF, November 2006; Simon Johnson, Jonathan D. Ostry and Arvind Subramanian, "The Prospect for Sustained Growth in África: Benchmarking the Constraints", Washington: IMF Working Paper 52, March 2007; e o Relatório da Comissão de Crescimento e Desenvolvimento, organizado por *experts* de 18 países e presidido pelo Nobel de economia Michael Spence).

O relatório de Michael Spence aponta 13 casos de sucesso, de 7% ou mais de crescimento anual, por pelo menos 25 anos, no período Pós-Guerra. O Brasil está nesse grupo, mas esse relatório aponta que somos um caso à parte, pois preenchemos o critério, mas, depois de quatro décadas de rápido crescimento, interrompemos esse processo a partir de 1980 e entramos num longo período de instabilidade e semiestagnação. Dos outros 12 casos de sucesso, 10 são classificados como modelos baseados nas exportações de manufaturados, onde a política cambial teve um papel estratégico. O que existe de comum nesses casos de sucesso é a abertura comercial - não da conta de capitais - e, para isso, evitou-se a apreciação da taxa de câmbio, viabilizando com isso maior aproximação da fronteira tecnológica através da importação de bens de capital. Não há evidência empírica de que a poupança externa tenha tido qualquer importância no crescimento. Existem, no entanto, evidências empíricas contrárias de que a abertura prematura da conta de capitais trouxe instabilidade para as economias subdesenvolvidas.

De fato, a velha teoria do desenvolvimento já apontava que o setor de manufaturados, além de empregos mais qualificados e elevada produtividade, gera externalidades, com retornos crescentes de escala e geração de encadeamentos dinâmicos na cadeia produtiva. É o setor que vem comandando a aceleração do crescimento, aumentando o seu valor agregado e a par-

ticipação no PIB, pelo menos até alcançar uma renda per capita de cerca de US\$ 15 mil. O papel notável da exportação de manufaturados não significa que ela puxa toda a economia, mas a sua expansão e a sua diversificação são fundamentais para sustentar permanentemente as crescentes importações necessárias para construir uma estrutura produtiva competitiva e dinâmica.

Nos casos de sucesso, o crescimento acelerado foi acompanhado de aumento na participação das exportações, o que viabiliza a transferência da fronteira tecnológica para dentro do país, através da importação crescente de bens de capital e de novas tecnologias. E lembre-se que essas importações têm elevada elasticidade-renda, sua demanda cresce mais do que o PIB. Portanto, para evitar crises de balanço de pagamentos, é necessário exportar bens também com elevada elasticidade-renda. Cabe reforçar que a política estratégica é a cambial, o crescimento acelerado e sustentado por longo período foi acompanhado de política cambial, esta sim evita a sobrevalorização da taxa de câmbio. E aqui a evidência empírica apresentada nos estudos mencionados é notável, pois no grupo de países com crescimento sustentado não se verifica apreciação excessiva da taxa de câmbio, enquanto que nos países que assistem a surtos curtos de crescimento, mas não conseguem crescimento acelerado e sustentado por longo prazo, a apreciação excessiva tem incidência muito maior.

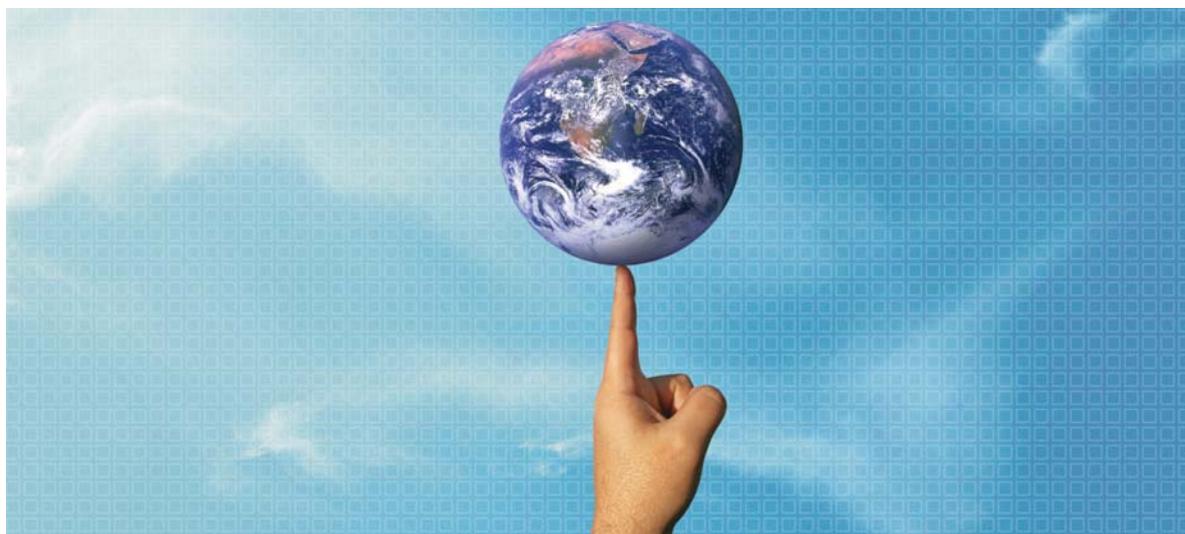
O problema atual do Brasil é também superar um longo período de dominância dos interesses financeiros que impuseram um pensamento econômico: a crença no mito do mercado eficiente que se autorregula, de forma a ajustar-se antecipadamente caminhando sempre para o equilíbrio. O surto de crescimento da economia brasileira e a crise financeira internacional deverão trazer um novo pensamento mais pragmático.

A onda de elevação nos preços das *commodities*, tomada como eterna, e a descoberta das reservas de petróleo do pré-sal também trouxeram algumas ideias con-

troversas. A apreciação da taxa de câmbio refletiria esse fato que se trata de um “presente do céu” e nada deveria ser feito sobre a sua sobreapreciação. Nesse pensamento, existe uma “realidade brasileira irreversível”, somos como os nativos que preferem o consumo fácil, sombra e água fresca, nada de trabalho duro como abraçar um projeto de construção de uma estrutura produtiva competitiva para fazer o *catch-up*. Assim, estamos condenados a ter *deficits* em transações correntes, mas isso não seria um problema já que a “divina providência” nos presenteou com recursos naturais e ainda mais agora com o petróleo abundante do pré-sal. A simples extração das riquezas naturais gerará um fluxo eterno de renda ricardiana<sup>2</sup>, de forma que podemos viver os próximos anos consumindo, pois estaríamos apenas antecipando um fluxo futuro de renda já garantida pela natureza. Devemos absorver mais bens e serviços do que produzimos, isto é, devemos recorrer à poupança externa para investir, e podemos entregar como garantia os nossos recursos naturais.

Não vamos fazer uma crítica a esse tipo de pensamento, mas mencionar alguns fatos importantes. A apreciação da taxa de câmbio pode ocorrer com surtos de crescimento baseados no aumento de consumo, com elevação do salário real, podendo até aumentar o investimento momentaneamente com compras de máquinas e equipamentos importados com “subsídio” do câmbio apreciado. Mas esse surto não se sustenta no longo prazo, e o nosso passado denuncia que *deficit* de transações correntes persistente acaba desembocando em crise cambial, depreciação da taxa de câmbio, aceleração da inflação e contração da atividade econômica. Se o país não construir uma estrutura produtiva eficiente e competitiva e não gerar emprego decente para a sua população, nem a garantia nem a entrega dos recursos naturais aos estrangeiros serão suficientes para o financiamento de *deficits* crescentes. Sabemos que a elevação dos preços de *commodities* é um fenômeno cíclico e não temos nenhuma segurança sobre a viabilidade do petróleo do

<sup>2</sup> Renda ricardiana tem esse nome porque sua teoria foi desenvolvida por David Ricardo. É a renda da terra derivada do fato de que os arrendatários capitalistas arrendam as terras da aristocracia proprietária, começando pelas terras mais férteis e, gradualmente, quando estas se esgotam, passando a arrendar terras cada vez menos férteis. Em consequência, aumentam os preços das mercadorias produzidas, bem como os lucros dos arrendatários das terras mais férteis. Entretanto, dada a concorrência no mercado, em pouco tempo eles são obrigados a pagar rendas maiores aos proprietários que, assim, auferem uma “renda ricardiana”.



pré-sal, pois o mundo está investindo bastante na busca por energia alternativa e limpa. O pré-sal deveria ser preservado como uma poupança para pagarmos aquilo que já sacamos do futuro, como no caso dos gastos da previdência pública.

Dessa forma, é altamente crítico promover-nos com a apreciação cambial e uma especialização regressiva na nossa estrutura produtiva, acompanhada por um surto de consumo, viabilizando uma antecipação de renda ricardiana futura e aumento cíclico dos preços de *commodities*. O que precisamos é aproveitar esse aumento cíclico dos preços de *commodities* para ampliar o nosso estoque de capital e nos aproximarmos da fronteira tecnológica. O aumento cíclico das *commodities* com taxa de câmbio competitiva nos permitiria acelerar o crescimento e, dessa forma, ampliar a poupança doméstica e aumentar a taxa de investimento, sem recorrer ao endividamento externo, pois o nosso passivo externo e o passivo previdenciário serão onerosos no futuro. Vale lembrar, que, com a aceleração do crescimento do PIB, podemos aumentar a taxa de poupança sem reduzir o consumo.

Não esqueçamos as lições da nossa história recente. Podemos até admitir o acúmulo de pequenos *deficits* em transações correntes, digamos uma média de 1 a 1,5%, do PIB, ao longo de alguns anos, se as expor-

tações estiverem crescendo rapidamente e o passivo externo sob controle, como aconteceu com o Brasil desde a Segunda Guerra Mundial até o final da década de 60. Alguns estudos empíricos mostram também que um pequeno endividamento de até 60% das exportações pode até ajudar o país a crescer mais, mas, quando passa desse nível, a sua contribuição é cada vez menor, e a partir de certo ponto, quando passa o valor das exportações, começa a ter efeitos negativos. Foi o que aconteceu com o Brasil na segunda década de 70. Os *deficits* acumulados nessa década geraram um passivo externo crescente, levando-nos a uma crise de balanço de pagamentos e à maxidesvalorização cambial no final de 1980. Assim, o endividamento da década de 70 passou a ser entrave ao crescimento e resultou na explosão inflacionária, década perdida dos anos 80, e na semiestagnação dos anos 90. Da mesma forma, os *deficits* em transações correntes dos primeiros anos do Plano Real desencadearam a crise de balanço de pagamentos, a depreciação cambial de 1999 e a crise financeira de 2002. Nesse longo período de preparação da crise dos anos 80 até o presente, o *deficit* em transações correntes tem sido em média de 3,5% do PIB. A lógica é tão simples quanto óbvia, quem se endivida tem que pagar a dívida. Se quisermos evitar desastres como estes, é melhor administrarmos a taxa de câmbio ■ levando-a ao nível que traga equilíbrio externo e interno.

## Taxa de câmbio, doença holandesa e industrialização

Luiz Carlos Bresser-Pereira

### Luiz Carlos Bresser-Pereira

Formado em direito pela Universidade de São Paulo (USP), mestre em administração de empresas pela Michigan State University (MSU), é doutor e livre-docente em economia pela USP. Desde 1959, ensina economia e teoria política e social na Fundação Getulio Vargas (FGV). De 1963 a 1982, foi vice-presidente do grupo Pão de Açúcar e, em 1983, foi presidente do Banco do Estado de São Paulo. Dois anos depois, ocupou o cargo de secretário de governo e em abril de 1987 tornou-se ministro da Fazenda. Foi ministro da Administração e Reforma do Estado em 1995 e ministro da Ciência e Tecnologia em 1999. Hoje, dedica-se integralmente à vida acadêmica.

*Graduated with a Law degree from the University of São Paulo (USP), holds a Master's degree in Business Administration from Michigan State University (MSU), has a doctorate in Economics from USP where he also teaches Economics. Since 1959, he teaches Social and Political Theories and Economics at Fundação Getulio Vargas (FGV). From 1963 to 1982, he was Vice-President of the Pão de Açúcar Group, and in 1983 he was Chairman of the São Paulo State Bank. Two years later, he served as Secretary of the State of São Paulo and, in April 1987, became Minister of Finance. He was Minister of Administration and State Reform in 1995 and Minister of Science and Technology in 1999. Today he is fully engaged in academic life.*



## RESUMO

Embora seja uma economia sólida, o Brasil vive um processo de desindustrialização. Dados mostram que o país está perdendo capacidade exportadora e competitividade. Para o professor de economia e teoria política e social da Fundação Getúlio Vargas, Luiz Carlos Bresser-Pereira, esse quadro acontece, principalmente, devido à alta valorização da taxa de câmbio. Ele defende que a taxa de câmbio é controlada pela crise de balanço de pagamentos e que a taxa de equilíbrio real da economia brasileira é a taxa de câmbio de equilíbrio industrial. A doença holandesa, uma falha de mercado que atinge quase todos os países em desenvolvimento, é um assunto bastante explorado por Bresser-Pereira em sua conferência, como um problema que pode agravar-se com a exploração do pré-sal e que não está sendo enfrentado por nosso país. A excessiva entrada de capitais no Brasil, a política de crescimento com poupança externa e o populismo cambial baseado em taxa de câmbio apreciada são outros fatores citados como responsáveis pela tendência que dificulta ou inviabiliza a industrialização e o crescimento do país.

## ABSTRACT

*Despite its strong economy, Brazil is experiencing a process of deindustrialization. Data show that the country is losing some of its export capacity and competitiveness. For Luiz Carlos Bresser-Pereira, Professor of Economics, Social and Political theory at Fundação Getúlio Vargas, this picture is mainly owed to the high valuation of the exchange rate. He argues that the exchange rate is controlled by the balance of payments crisis and that the real equilibrium rate of the Brazilian economy is the industrial balance exchange rate. The Dutch disease, a market failure that affects almost all developing countries, is a subject of particular relevance for Bresser Pereira's lecture. He raises the possibility that the problem may worsen with the exploration of the "Pre-Salt" oil reserves, something that has not been clearly addressed in our country. The excessive inflow of capital in Brazil, the policy of growth relying on foreign savings and exchange populism based on a high exchange rate are other factors that he cites as responsible for the trend that militates against and undercuts the growth and industrialization of the country.*

Quando falamos em taxa de câmbio, várias questões vêm à tona. Qual a taxa de câmbio de equilíbrio no Brasil? Por que o Brasil está se desindustrializando? Por que as taxas de crescimento no Brasil são muito menores do que as taxas de crescimento dos países asiáticos? Há dados que mostram claramente um processo de desindustrialização. Esse processo só não foi violento porque nos últimos quatro anos a política do governo Lula - de aumentar o salário-mínimo, aumentar o Bolsa Família e criar o crédito consignado - fez com que o mercado interno aumentasse e a indústria saísse do sufoco. Mas, evidentemente, perdeu capacidade exportadora e a competitividade internacional.

Então, por que o Brasil está sem competitividade? Porque, de um lado, os juros são altos demais e desestimulam os investimentos e, de outro, porque os salários estão artificialmente altos devido à sobreapreciação crônica da taxa de câmbio desde 1992. Apenas a depreciação e a administração da taxa de câmbio, para que se torne uma taxa competitiva ou de equilíbrio e se mantenha no novo nível de maneira razoavelmente estável, poderão resolver o problema. Mas por que a taxa de câmbio é alta no Brasil e o país está se desindustrializando desde 1992? Esse processo já vinha acontecendo nos anos 80 devido a um quadro de profunda crise de dívida externa e de alta inflação. Desde que o país realizou a abertura comercial e financeira e deixou de neutralizar a tendência à sobrevalorização da taxa de câmbio, causada pela política de crescimento com poupança externa e pela doença holandesa, a taxa de câmbio, além de tornar volátil e sofrer crises cíclicas, situou-se em um novo patamar sobreapreciado.

Quando estudamos a taxa de câmbio, é fundamental distinguir o curto do longo prazo ou as condições conjunturais das estruturais. Por exemplo, quando a incidência de Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) sobre as entradas de capital é tomada para limitar essas entradas, essa é uma medida de curto prazo. Muito correta e competente, mas de curto prazo.

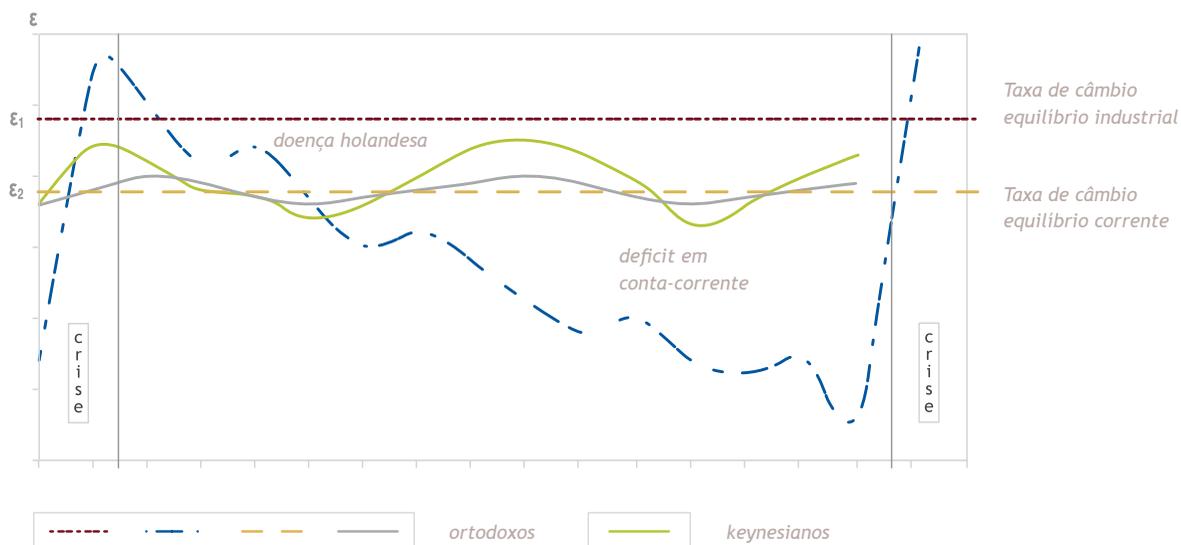
São necessárias também medidas de longo prazo, que derivam da macroeconomia estruturalista do desenvolvimento que venho elaborando nos últimos dez anos. Essa teoria nos ajuda a compreender o que acontece com o câmbio e a industrialização em um país como o Brasil, que aceita a política de crescimento com poupança externa e enfrenta o problema da doença holandesa. Tanto a doença holandesa quanto a política de crescimento com *deficits* em conta-corrente e endividamento externo, o uso de âncora cambial ou então de juros abusivamente elevados para controlar a inflação e o populismo cambial causam a sobreapreciação da moeda nacional, promovem sua desindustrialização e a tornam sujeita a crises cíclicas.

A doença holandesa, ou a maldição dos recursos naturais, é uma sobreapreciação crônica da taxa de câmbio que o mercado não controla, porque essa sobreapreciação é compatível com o equilíbrio a longo prazo da conta-corrente do país. Ela decorre da produção e exportação de *commodities* que utilizam recursos naturais abundantes e mais baratos do que nos outros países. Como são muito baratos, sua lucratividade é compatível com uma taxa de câmbio consideravelmente mais apreciada do que aquela necessária para as indústrias de bens comercializáveis do país. Estas, ainda que utilizem tecnologia no estado da arte mundial, tornam-se inviabilizadas pelo câmbio sobreapreciado.

Resumi esse modelo macroeconômico em um gráfico simples a seguir, no qual observamos as duas taxas de câmbio de equilíbrio que caracterizam a doença holandesa: a taxa de câmbio de equilíbrio industrial e a taxa de câmbio de equilíbrio corrente. A taxa de equilíbrio industrial é a que viabiliza indústrias de bens comercializáveis utilizando a melhor tecnologia mundial; a de equilíbrio corrente é a taxa que equilibra intertemporalmente a conta-corrente do país.

## Gráfico 1

### Modelo macroeconômico - Doença Holandesa



Fonte: Elaboração Luiz Carlos Bresser-Pereira.

Em relação a essa taxa, há uma discussão entre os economistas ortodoxos e os keynesianos. Os ortodoxos julgam que a taxa de câmbio flutua docemente em torno desse equilíbrio, enquanto os keynesianos acham que a taxa de câmbio é volátil. A tese que venho apresentando nesses últimos anos, trabalhada no meu livro “Globalização e Competição”, é de que estão errados tanto os neoclássicos quanto os keynesianos, ainda que eu seja keynesiano. Na verdade, se deixada totalmente livre, o que acontece com a taxa de câmbio em países em desenvolvimento, ela está sujeita a uma tendência cíclica à sobreapreciação, de forma que não é controlada pelo mercado, mas pela crise. O país vai de crise em crise de balanço de pagamentos.

Essa tendência, mostrada no gráfico, funciona da seguinte maneira: o processo começa por uma crise de balanço de pagamentos que resulta em violenta depreciação da moeda e esta sobe acima do equilíbrio industrial; em seguida, a taxa de câmbio passa a se apreciar gradualmente, atravessa a linha do equilíbrio industrial, atravessa a linha do equilíbrio corrente, entra em *deficit* em conta-corrente, sua dívida externa aumenta, até que um dia os credores perdem a confiança e ocorre uma nova crise, que novamente deprecia a moeda de forma abrupta e violenta. Depois começa novamente o

processo. Isso acontece por dois motivos. O primeiro é um motivo estrutural fundamental, a doença holandesa, que puxa a taxa de câmbio do equilíbrio industrial para o equilíbrio corrente. No entanto, a taxa de câmbio não para aí; antes, continua a se apreciar por uma segunda razão estrutural: os países em desenvolvimento atraem capitais devido a taxas de lucro e de juros mais elevadas. Entretanto, essa atração estrutural não é suficiente para explicar por que a taxa de câmbio continua a se apreciar e o *deficit* em conta-corrente continua a aumentar até que sobrevenha nova crise.

A explicação principal para os *deficits* em conta-corrente e a decorrente apreciação cambial é a política de crescimento com poupança externa que os economistas e financistas dos países ricos nos recomendam porque estão interessados em investir ou emprestar para o país, e que nossos economistas ortodoxos (e também a maioria dos heterodoxos) acreditam ser “necessária” para o país “complementar” sua poupança interna. Faz parte também da macroeconomia estruturalista do desenvolvimento sobre a qual venho trabalhando a crítica dessa tese aparentemente verdadeira. Para os defensores do crescimento com poupança externa, um país em desenvolvimento como o Brasil não teria recursos suficientes para financiar seus investimentos. Por isso, deveria cres-

cer graças à “poupança externa” - ou seja, a *deficits* em conta-corrente que aumentam a dívida externa do país. Na verdade, as pesquisas são claras em mostrar que os países, mesmo os mais pobres, financiam seus investimentos com poupança interna, que é pouca, mas suficiente, se a taxa de câmbio for competitiva. A poupança externa pouco aumenta o investimento e aumenta muito a dívida do país. Seus males, vistos de trás para diante, são os seguintes: no limite, essa política causa crises de balanço de pagamentos; antes de chegar a esse limite, fragiliza financeiramente o país e o obriga a praticar a política do *confidence building*; e ainda antes disso, como o *deficit* em conta-corrente aprecia o câmbio, a poupança externa não se soma à interna; ao invés disso, ocorre a substituição da poupança interna pela externa, de forma que boa parte dos recursos entrantes no país se transforma em consumo adicional, não em investimento.

Além da política de crescimento com endividamento externo, temos outras políticas que continuam a apreciar o câmbio: primeiro, os economistas e financistas recomendam uma âncora cambial para controlar a inflação; quando isso não é possível, uma política de metas de inflação, que, afinal, é uma âncora cambial disfarçada, controla a inflação não tanto porque a elevação da taxa de juros desestimula o investimento e o consumo, mas principalmente porque aprecia o câmbio. Finalmente, temos o “populismo cambial”: o político na chefia do governo percebe que, quando o câmbio aprecia, a inflação cai e os salários aumentam; logo, deixa que o câmbio se aprecie; por algum tempo, o país vive no paraíso, e, se a crise não sobrevier, o político se reelege. Em consequência, a taxa de câmbio continua a se apreciar e a mergulhar na área do *deficit* em conta-corrente e do endividamento externo. No gráfico, a taxa vai cada vez mais para baixo. Todos esses fatores se consubstanciam na entrada líquida desnecessária - na maioria dos casos, danosa - de capitais externos. Investimentos diretos são desejáveis quando trazem tecnologia, e, como acontece

na China, não financiam *deficit* em conta-corrente, mas compensam investimentos do país no exterior. Recursos externos para financiar *deficits* e taxa de câmbio não administrada causam a sobreapreciação do câmbio, o aumento artificial do consumo e, finalmente, a crise de balanço de pagamentos, que leva a taxa de câmbio novamente a se depreciar violentamente, encerrando o ciclo.

A doença holandesa será tanto mais grave quanto maior for a diferença entre o equilíbrio industrial e o corrente. A taxa de câmbio de equilíbrio - a taxa competitiva - é a taxa de câmbio de equilíbrio industrial, ou seja, a taxa de câmbio que viabiliza indústrias usando tecnologia no estado da arte mundial. Esse conceito é a chave no meu modelo de doença holandesa. O restante decorre disso. Quando se tem um recurso natural muito abundante gerando uma renda ricardiana ou um diferencial de produtividade em relação aos outros países, a taxa de câmbio é determinada pelas *commodities* que utilizam esse recurso (a taxa de câmbio de equilíbrio corrente) - uma taxa de câmbio mais apreciada do que aquela que torna competitivas as demais indústrias (a taxa de câmbio de equilíbrio industrial). A forma principal de neutralizar a doença holandesa é a prescrição de um imposto ou de uma retenção sobre as vendas e exportações da *commodity* (ou das *commodities*) que originam a doença. Esse imposto desloca a oferta do produto para cima, de forma a tornar o equilíbrio corrente igual ao industrial.

Quando eu estava desenvolvendo esse modelo, uma dúvida me levou a interromper meu trabalho. Se o Brasil tem hoje doença holandesa por causa desses produtos agropecuários e do ferro, então sempre a teve. Se sempre a tivemos, e dado que o problema não era discutido entre 1930 e 1980 (período no qual o Brasil experimentou as taxas de crescimento mais altas do mundo), como pode ter acontecido esse desenvolvimento? Quando transmiti ao economista e professor da Universidade de Cambridge, Gabriel Palma, essa minha dificuldade,

ele respondeu: “Bresser, nós não fizemos outra coisa na América Latina nos bons tempos do seu desenvolvimento a não ser neutralizar a doença holandesa”. Não foi preciso dizer mais nada. No Brasil, tivemos vários sistemas de taxas múltiplas de câmbio e, entre 1968 e 1990, tarifas de importação e subsídios à exportação que resultavam no famoso “confisco cambial”. Ora, o confisco não era outra coisa senão o imposto sobre a exportação de *commodities* que deslocava sua curva de oferta para cima e neutralizava a doença holandesa.

A doença holandesa pode ser gravíssima, como é o caso da Venezuela ou da Arábia Saudita (uma doença holandesa de 95%), ou pode ser moderada como ocorre no Brasil (cerca de 25%). Essas percentagens, apresentadas como exemplo, indicam o imposto sobre a exportação necessário para neutralizá-la. Suponhamos que a taxa de câmbio de equilíbrio industrial no Brasil seja de R\$ 2,50 por dólar, e, para simplificar, que a soja seja a *commodity* causadora da doença holandesa. Dado o preço internacional da soja, a taxa de câmbio necessária para os produtores - taxa de equilíbrio corrente - é de R\$ 2,00 por dólar. Se o governo estabelecer uma retenção de R\$ 0,50 por dólar exportado, os produtores de soja deslocarão sua curva de oferta para cima, ou seja, só estarão dispostos a produzir se a taxa de câmbio subir para R\$ 2,50 por dólar. Em consequência, o mercado provocará esse deslocamento e a doença holandesa será neutralizada: a indústria volta, então, a ser competitiva. O interessante é que não são os produtores de soja que pagam o imposto; devido à depreciação, eles ficarão com o mesmo lucro - e, como o imposto poderá ser usado para um fundo de estabilização, ficarão mais garantidos. Se, por outras razões, o preço internacional da soja cair (o imposto não o afeta), o imposto será reduzido até ir a zero e poderá mesmo se transformar em subsídio. Esse é o mecanismo da neutralização da doença holan-

desa. É simples, mas difícil de implantar, porque, como aconteceu na Argentina, os ruralistas acreditam serem eles que pagam a retenção. Não são. Como acabamos de ver, eles mantêm suas margens de lucro e ficam mais garantidos. Quem a paga são todos os brasileiros, devido à depreciação. E quem ganha são, novamente, todos os brasileiros, porque o país, a partir de então, poderá crescer muito mais. O processo gradual de desindustrialização será interrompido, e poderemos aproveitar plenamente nossas vantagens decorrentes de recursos naturais abundantes e da alta tecnologia que desenvolvemos no agronegócio. Uma taxa de câmbio correta colocará toda demanda internacional de bens industriais ao alcance de nossas indústrias competentes, como acontece com os países asiáticos dinâmicos.

O problema da neutralização da doença holandesa e, mais amplamente, o problema da neutralização da tendência cíclica à sobrevalorização da taxa de câmbio são um problema político. Nós, brasileiros, precisamos conversar mais sobre ele. Temos que resolvê-lo. Fomos capazes de fazê-lo no passado, por que não podemos resolvê-lo no presente? O Brasil tem condições de crescer muito mais do que está crescendo. Temos técnicos, empresários e trabalhadores de bom nível, temos tecnologia no campo e na indústria, temos um Estado bem mais efetivo em garantir o bom funcionamento do mercado do que geralmente se supõe. Temos condições extraordinárias para competir no mundo, mas não tivemos ainda coragem de enfrentar o problema do câmbio: resolver o problema da doença holandesa - transformá-la em bênção, ao invés de maldição - e recusar a falsa promessa do crescimento com poupança externa. Só quando o Brasil voltar a administrar sua taxa de câmbio poderá crescer de acordo com suas reais potencialidades. ■

## Uma visão empresarial sobre o câmbio

Roberto Giannetti

### Roberto Giannetti

Diretor de relações internacionais e de comércio exterior da Federação das Indústrias do Estado de São Paulo (Fiesp). Formado em economia pela Universidade de São Paulo, (USP) foi diretor e presidente da Cotia Trading S.A. (1975 a 1989) e, no governo FHC, exerceu o cargo de secretário executivo da Câmara de Comércio Exterior (CAMEX) de 2000 a 2002. Atualmente, preside as empresas Silex Trading S.A., Brex Group, Ethanol Trading S.A., Kaduna Consultoria e Participações Ltda e a Associação Brasileira das Indústrias Exportadoras de Carne (ABIEC).

*Director of the Department of International Relations and Foreign Trade of the São Paulo State Industries Federation (Fiesp). Holds a BA in Economics from the University of São Paulo (USP); was director and President of Cotia Trading SA (1975-1989) and, under President Fernando Henrique Cardoso, served as Executive Secretary of the Chamber of Foreign Trade (CAMEX) from 2000 to 2002. Currently, he chairs the firms Silex Trading SA, the Brex Group, Ethanol Trading SA, Kaduna Consultoria e Participações Ltda and the Association of Brazilian Beef Exporters (ABIEC).*



## RESUMO

A paridade cambial fixa que a China mantém em relação ao dólar provoca uma situação de concorrência desleal da China em relação ao resto do mundo e dá ao produto chinês uma condição insuperável de competitividade. O diretor do Departamento de Relações Internacionais e Comércio Exterior da Federação das Indústrias do Estado de São Paulo (Fiesp), Roberto Giannetti, mostrou inconformidade com a vantagem da China em sua conferência no seminário “Perspectivas da Taxa de Câmbio 2010”. Para ele, é preciso que o mundo se mobilize para que a China passe a aderir ao regime de câmbio flutuante. Giannetti critica a Organização Mundial do Comércio (OMC) por estar sendo omissa e negligente em relação a essa questão e diz que os países poderiam impor à China uma salvaguarda especial, prevista na cláusula de adesão do país à OMC. Em relação ao câmbio no Brasil, ele apresentou dados sobre a relação da exportação para emprego industrial, citou o Banco Central pela morosidade na modernização da legislação cambial e por sua atuação passiva no mercado de câmbio, e falou ainda sobre a volatilidade cambial como fonte de crescente preocupação para os empresários brasileiros.

## ABSTRACT

*The fixed exchange rate that China maintains against the dollar leads to unfair competition on the part of China relative to the rest of the world and gives Chinese products an unbeatable competitive advantage. In his lecture at the seminar “Exchange Rate Perspectives 2010”, the Director of the Department of International Relations and Foreign Trade of the São Paulo State Industries Federation (Fiesp), Roberto Giannetti, showed strong disapproval of the advantages that China has in this connection. According to Giannetti, we need to mobilize the world to force China to change its stance and join the floating exchange rate regime. Giannetti criticizes the World Trade Organization (WTO) for being remiss and negligent regarding this issue and states that countries could impose on China a special safeguard clause envisaged in the country’s accession to WTO. Concerning the exchange rate in Brazil, he presented data on the ratio of exports to industrial employment, quoted the Brazilian Central Bank for the slow modernization of the foreign exchange legislation and for its passive role in the exchange market. Giannetti also spoke about the exchange rate volatility as a source of growing concern for Brazilian businessmen.*

Existem duas faces a serem analisadas na questão do câmbio: a externa, no aspecto da relação dos outros países com o Brasil, e a interna, que influencia a formação da taxa de câmbio em nossa economia. Vou concentrar-me primeiramente na parte externa. Quando se fala da guerra de paridade cambial pós- crise, que é um fato a que estamos assistindo com absoluta clareza no mundo de hoje, temos em primeiro lugar o dólar promovendo um ajuste competitivo da economia americana, tornando, portanto, os produtos americanos mais competitivos e as importações mais caras. Diante da desvalorização corrente do dólar, podemos prever um gradual ajuste da economia americana em futuro próximo, para *deficits* comerciais e *deficits* em conta-corrente menores do que os de hoje, o que é uma necessidade atual premente para um novo equilíbrio macroeconômico mundial. Impossível seria imaginar os Estados Unidos mantendo por prazo indeterminado o nível de desequilíbrio comercial e fiscal que temos observado nos últimos dez ou quinze anos.

Em segundo lugar, temos o euro, com sinais de crescente fraqueza diante das questões fiscais enfrentadas atualmente por vários países europeus, desvalorizando-se também em relação ao dólar, o que traz nova preocupação para o cenário mundial. E temos, por fim, o caso da China, que, por manter uma paridade fixa em relação ao dólar, promove uma situação desleal do ponto de vista de paridade cambial com o resto do mundo.

## A CONCORRÊNCIA DESLEAL DA CHINA

A propósito, a China está sequestrando empregos de outros países que atuam com câmbio flutuante, diante de uma disparidade cambial de 30 a 40% em relação ao que poderia ser o câmbio relativo do *yuan* com outras moedas. Isso gera uma condição insuperável de competitividade para o produto chinês. Acho que a questão da China será enfrentada em breve em âmbito multilateral, seja pelos Estados Unidos, seja pelo Brasil ou pela Europa. Devo dizer que nos Estados Unidos estamos encontrando uma situação muito ambígua: há empresários que reclamam do câmbio da China, acham que o tesouro americano tem que reclamar do câmbio da China, e há outros dizendo que o produto barato chinês é bom. Tanto no nível do consumo americano quanto no das indústrias americanas que importam da China com as marcas americanas, eles se viciaram no produto barato chinês. Isso nos traz um nível de preocupação maior, porque a concorrência do produto chinês nos grandes mercados desenvolvidos está alienando países em desenvolvimento, como, por exemplo, o México. É uma situação muito mais grave que a do Brasil.

Tenho um número que dá a ideia do que é a relação do México com a China. Aquele país tem uma exportação para a China de 4 bilhões de dólares e uma im-

portação de 34 bilhões, o que significa um *deficit* de 30 bilhões de dólares no bilateral com o país. Os empresários mexicanos com quem converso estão desesperados, pedem que o Brasil os ajude. Precisamos fazer alguma coisa em âmbito coletivo internacional para que a China mude de posição. Caso contrário, como disse o ministro Guido Mantega com muita lucidez, a médio prazo estaremos todos mortos.

Temos estudado profundamente na Federação das Indústrias do Estado de São Paulo (Fiesp) a questão de como abordar o problema chinês de forma pragmática, objetiva e legalista, porque não é o caso de formular qualquer medida artificial em contraposição à China e muito menos de se propor no Brasil um regime de câmbio fixo. Acreditamos que a China é que precisa aderir ao câmbio flutuante. Mas como convencer e estimular os chineses a entrarem no câmbio flutuante? As regras do comércio internacional são as regras da Organização Mundial do Comércio (OMC), que tem sido omissa e negligente em relação a esse ponto. Acreditamos que a OMC poderia ter levantado esse problema, já que tem a missão, a obrigação, de zelar pela boa disciplina do comércio internacional.



Mas existe na cláusula de adesão da China à OMC uma brecha que podemos utilizar. A China, ao aderir à OMC, aceitou a imposição de uma salvaguarda especial até 2013, de forma unilateral, pelos países importadores, caso haja um surto de importação, um risco e um prejuízo para a indústria local. São as regras de salvaguarda do comércio internacional. Não temos dúvida de que é isso o que está acontecendo, mas não adianta o Brasil colocar uma salvaguarda especial para os produtos chineses, e os outros países não fazerem o mesmo simultaneamente. Correríamos um risco de retaliação pelos chineses. Lembrem-se de que há pouco tempo os chineses estiveram aqui tentando que o Brasil reconhecesse a China como economia de mercado, o que seria um verdadeiro absurdo. No entanto, os chineses queriam isso exatamente para não se aplicar a tal salvaguarda especial, quase

numa visão estratégica que eles têm, muito melhor que a nossa, de que poderiam vir a ter esse tipo de problema pela frente quando estivessem de fato “sequestrando” empregos de outros países concorrentes ao redor do mundo, e não abrindo mão de crescer sua economia de 8 a 10% ao ano.

Felizmente, o Brasil, bem como outros países, não formalizou esse reconhecimento da China como uma economia de mercado, até porque seria falso. O G-20 poderia discutir a questão de uma salvaguarda especial contra a China da ordem de 25 a 30%, para que os chineses passassem a praticar um câmbio minimamente decente, confiável do ponto de vista da paridade. Caso contrário, o sequestro de empregos continuará ocorrendo de forma absolutamente escandalosa no mundo.

## EMPREGO SOBRE EXPORTAÇÃO

Tenho feito estudos a respeito da questão do emprego sobre exportação no Brasil. Para dar ideia da gravidade do que representa a relação da exportação para o emprego industrial, a média ponderada da indústria para um bilhão de dólares de produtos manufaturados é de 60 mil empregos diretos. Então, quando falamos de uma queda de 20 ou 30 bilhões de dólares de exportação de manufaturados, estamos falando da perda de milhões de empregos. Claro que a agricultura, *commodities*, serviços e o próprio setor público empregam sem vínculo com esse índice do emprego sobre produtos manufaturados. Por isso, não temos uma crise de empregabilidade tão séria. Mas se fôssemos uma economia com grau de abertura maior do que somos e tivéssemos, por exemplo, 30 ou 40% de exportação sobre o Produto Interno Bruto (PIB)

e o mesmo impacto que a crise teve sobre exportação no mercado mundial, o problema de emprego no Brasil seria gravíssimo, como é hoje no México, na Espanha e na Itália, países que estão vivendo taxas de desemprego acima de 10% da população ativa.

Acredito que devemos focar essa questão da China com muito mais seriedade do que foi feito até agora. A Fiesp está conversando com associações de classe, como a *Confederation of British Industry*, o Patronato Francês, a Federação das Indústrias do México e a *Confindustria* da Itália, entre outras, para formar um consenso empresarial global e levar ao G-20 um manifesto de que precisamos resolver o problema da China a curto e médio prazo, porque não é possível sobreviver com essa disparidade do câmbio chinês.

## MEDIDAS PARA O CÂMBIO APRECIADO

Em relação ao Brasil, quero apresentar algumas sugestões do que poderia ser feito para que a taxa de câmbio não se aprecie muito. O ministro Mantega falou de algumas medidas bastante louváveis, como acumulação de reservas, Imposto sobre Operações Financeiras (IOF), mas deixou de mencionar uma muito importante, que é também mérito dele e quero realçar: a resolução do Conselho Monetário Nacional (CMN), que autoriza o exportador brasileiro a manter 100% da receita de exportação no exterior. Temos um estudo que estima que o descasamento físico-financeiro da exportação hoje é da ordem de 20 bilhões de dólares. Ou seja, há cerca de 20 bilhões de dólares de receita de exportação que não foram ainda internados no Brasil, porque os exportadores não são mais obrigados compulsoriamente a vender o câmbio em um prazo determinado. Pergunto o que seria da taxa de câmbio hoje se esse dinheiro já tivesse entrado.

Defendo que há medidas de modernização da legislação cambial que precisam ser continuadas, o que está sendo feito de forma muito lenta, até preguiçosa, pelo Banco Central (BC). Recentemente, tivemos uma reunião de várias instituições - Fiesp, Federação Brasileira de Bancos (Febraban), entre outras - com o BC para modificação da Lei nº 4.131, que já tem 40 anos. As leis referentes a câmbio no Brasil ainda estão com sinal reverso; são da época em que o Brasil queria facilitar a entrada e dificultar a saída. Hoje em dia é o contrário: temos que dificultar - ou pelo menos controlar - a entrada e facilitar a saída, porque precisamos ter demanda. Essa modernidade da legislação cambial é imperativa, e o BC precisa ser mais ágil em relação a isso.

Outra crítica que tenho é em relação à atuação do BC no mercado de câmbio. O BC explicita a sua atuação no mercado de câmbio todos os dias, quando diz que vai vender 500 milhões, ou vai comprar 300 milhões.

Mas penso que a autoridade monetária, a exemplo de outros países, não deveria explicitar a sua posição; deveria comprar e vender várias vezes no mesmo dia e criar um risco imponderável para o especulador. Os operadores de câmbio dizem que operam o mercado porque o BC joga de "cartas abertas". Se o BC fosse um pouco mais sutil nas posições, comprando e vendendo inúmeras vezes no mesmo dia, o mercado não especularia tanto em cima da questão do câmbio. Além disso, o BC deveria também limitar posições de mercado futuro: é muito livre o mercado futuro no Brasil. As regras são muito generosas do ponto de vista de posições vendidas e posições compradas, em termos de prazo e valor, e muitas vezes essas posições nem são no Brasil, mas *offshore*, o que dificulta ainda mais seu controle.

Sobre a questão da volatilidade, ela preocupa muito o empresário, porque não é apenas a questão da valorização cambial, mas é do risco da volatilidade. Muitas vezes, em um dia ou em um período curto de uma semana, um mês, há 4 ou 5% de volatilidade, mudam os preços, o que pode dar uma margem incerta de prejuízo ou lucro, dependendo da posição que o exportador ou o importador tenha naquele momento no mercado de câmbio.

E por que a volatilidade no Brasil é alta? Esse é um fato empírico, mas a razão é muito clara: porque no Brasil o fluxo cambial comercial derivado das operações de comércio exterior é muito pequeno em relação ao fluxo financeiro, diante da baixa abertura da nossa economia. Então, a influência do mercado financeiro no Brasil na formação da taxa de câmbio é muito maior, o que traz a volatilidade. O controle de fluxo de capitais poderá também, como consequência, impedir que haja alta volatilidade, em prejuízo do planejamento financeiro e da dificuldade que os brasileiros têm na formação de seus preços internacionais. ■

# Desindustrialização e poupança

Samuel Pessôa

## Samuel Pessôa

Bacharel e mestre em física e doutor em economia pela Universidade de São Paulo (USP). É professor da Escola de Pós-Graduação em Economia da Fundação Getulio Vargas (EPGE/FGV) e chefe do Centro de Crescimento Econômico do Instituto Brasileiro de Economia da Fundação Getulio Vargas (IBRE/FGV).

*Has a Bachelor and Master's degrees in Physics and a PhD in Economics from the University of São Paulo (USP). He is Professor at the Post-Graduate School of Economics of Fundação Getulio Vargas (EPGE/FGV) and head of the Center for Economic Growth of the Brazilian Institute of Economics of Fundação Getulio Vargas (IBRE/FGV).*



## RESUMO

Em sua conferência, o professor Samuel Pessôa defende a ideia de que o câmbio é o preço relativo entre os bens comercializáveis (em geral, os bens manufaturados, agrícolas e minerais) e os bens domésticos (em geral, os serviços). Desse ponto, alerta para um fator decorrente da valorização do câmbio, o aumento do valor dos serviços, e fala sobre a doença holandesa para explicar as consequências de uma economia de serviços cara. Com os serviços onerosos, a tendência é que capital e trabalhadores saiam da indústria para aumentar a produção de serviços. Com isso, ocorre a redução da participação da indústria no PIB. No processo inverso, quando há desvalorização do câmbio, aumenta a participação das manufaturas no PIB e a economia passa por um processo de industrialização. A partir do princípio de que existe forte ligação entre poupança e indústria, o professor mostra um dilema para obter o equilíbrio da economia com crescimento e poupança maiores: seria preciso desvalorizar o câmbio e diminuir os salários durante um tempo. Existem outros custos associados ao crescimento, entre eles redução de consumo e aumento de poupança. Como a sociedade brasileira não tem demonstrado disposição para pagar o preço de obter os ganhos na frente, a realidade de haver câmbio desvalorizado e redução da importância da indústria no produto parece ser, momentaneamente, irreversível, a menos que se altere o equilíbrio político.

## ABSTRACT

*In his lecture, Professor Samuel Pessôa defends the idea that the foreign exchange rate is the relative price of tradable goods (in general, manufactured goods, agricultural commodities and minerals) and domestic assets (mostly services). On this backdrop, he signals the importance of a factor resulting from exchange rate appreciation, the increase in the value of services, and discusses the Dutch disease in order to explain the consequences of an expensive service economy. With the services being costly, the tendency is for capital and workers to leave industry to boost the production of services. Hence, the reduction of industry's share in GDP. In the reverse process, when there is a devaluation of the foreign exchange rate, manufactured goods increase their share in GDP and the economy goes through a process of industrialization. Starting from the principle that there is a strong link between savings and industry, the Professor points to the existence of a dilemma with respect to obtaining economic balance under conditions of higher growth and savings rates: what would be needed is to devalue the exchange rate and lower wages for sometime. There are other costs associated with growth, including reduced consumption and increased savings. Since Brazilian society has not shown a willingness to pay the price in order to get gains in the future, the reality of having an overvalued currency and a diminished share for industry in the overall economic product appears to be momentarily irreversible, unless alterations are made in the political balance.*

O câmbio é um preço muito complicado, porque, ao mesmo tempo em que sinaliza retornos de ativos no mercado financeiro, determina a locação de bens e recursos reais na economia. Essa dualidade gera uma enorme complexidade para a determinação da taxa de câmbio e para que seja possível os economistas dizerem alguma coisa mais positiva a respeito dela.

Vou ater-me a um conceito de câmbio de equilíbrio de médio e longo prazo e olhar o câmbio como o preço entre dois bens. Podemos classificar todos os bens produzidos na economia em dois grandes tipos. Existem aqueles que podemos vender ou comprar lá fora, e, nesse caso, o mercado internacional exerce algum poder sobre a determinação do mercado doméstico desses bens. Em geral, os bens manufaturados têm essa característica. E existem bens sobre os quais o mercado internacional não consegue exercer nenhum poder, que são os bens domésticos, em geral serviços. Essencialmente, o câmbio é o preço relativo desses dois bens. Mas, suponhamos que não existissem tais bens. O que aconteceria se todos os bens fossem comercializáveis? Não existiria diretor da área externa do Banco

Central (BC). Simplesmente, ao mudar o câmbio nominal, todos os preços da economia mudariam na mesma proporção e nada aconteceria. Isto é, em uma economia na qual todos os bens fossem comercializáveis, a alteração do câmbio nominal seria equivalente a retirar zeros da moeda ou alterar o padrão monetário.

Em uma economia em que todos os bens são comercializáveis, não existe papel no médio e longo prazo para a política cambial. Esta não tem impacto na alocação de fatores, poupança, investimento e crescimento. Assim, o câmbio só é importante porque ele é o preço relativo entre o bem transacionado e o bem doméstico. Quando o câmbio se desvaloriza, o Brasil se torna um país barato - viajamos e achamos tudo caro. Os serviços aqui são baratos; os bens transacionáveis conseguem exportar porque, em moeda externa, os nossos bens são competitivos. Por outro lado, quando o câmbio valoriza, a economia brasileira fica cara, especialmente a de serviços.

Suponhamos que recebamos um presente do mundo - e eis o problema da doença holandesa, que vou abordar porque é uma forma bem simples de ver como a questão acontece. Suponhamos que a natureza resolva nos dar um fluxo de renda perpétua, por exemplo, o pré-sal. Suponhamos que, da noite para o dia, todo brasileiro terá mil reais a mais para gastar. Nós temos uma cesta de consumo; pegamos os nossos mil reais e gastamos uma parte em bens domésticos e outra em bens transacionáveis.

Instantaneamente, a demanda por esses dois bens sobe, mas a capacidade produtiva da economia em curto prazo está dada. Produz-se excesso de demanda dos dois bens, e o que acontece é que, devido ao excesso de demanda por bens transacionáveis, importaremos mais. No entanto, não é possível elevar a importação de bens domésticos em função de um excesso de demanda. No caso dos bens domésticos, o excesso de demanda produzirá elevação do preço.



Quando o preço dos serviços sobe, a economia brasileira transforma-se em uma economia de serviços cara, o que equivale a câmbio valorizado; portanto, ensejará um processo de ajustamento econômico estrutural. O que aconteceu, após todo mundo receber o cheque, é que os serviços ficaram mais caros; produtores de serviços começaram a oferecer salários melhores; e fatores de produção, como trabalhadores e capital, saem da indústria para aumentar a produção de serviços. Ocorre redução da participação da indústria no Produto Interno Bruto (PIB). A poupança cai porque, com o presente, passa-se a poupar menos (como proporção da renda disponível). Isso é a doença holandesa.

O único jeito de evitá-la é jogar o presente fora. Para usufruí-lo e não desindustrializar precisamos pegar tudo o que ganhamos de presente e demandar em bens comercializáveis. Não podemos aumentar a demanda de serviços. Ao receber o presente, a política econômica precisa adotar alguma medida para tornar ou os serviços mais caros ou os bens manufaturados mais baratos, de forma a nos induzir a gastar todo o presente em bens industrializados.

O que aconteceu na economia brasileira? Tivemos um processo de transição política. Saímos de um regime de força para uma democracia. A década de 80 foi um período durante o qual digerimos essa transição, que foi muito custosa para nós. Quando arrumamos a casa, estávamos em outro mundo: um mundo democrático, em que as decisões não são tomadas por um governo centralizado. Mudamos a forma de negociar socialmente a política econômica. A reflexão que faço é que o Brasil democrático é um país que construiu instituições – começou com a Constituição de 1988 e vem caminhando até hoje –, as quais produzem uma poupança baixa e, por consequência, um câmbio valorizado e um *deficit* em transações correntes.

Não é rigorosamente uma realidade irreversível no sentido de ser uma questão mecânica ou da natureza. É um equilíbrio de economia política que vem sendo negociado na nossa sociedade desde 1988. Esses dezesseis anos de governos social-democratas que tivemos não alteraram esse equilíbrio político, e todas as eleições de lá para cá mantêm esse quadro. O câmbio valorizado, a baixa poupança e a redução da importância da indústria no PIB são consequências desse equilíbrio político. Isso acontece porque a sociedade tem uma série de demandas que gera as instituições que produziram poupança baixa.

Temos uma política de valorização do salário-mínimo há mais de quinze anos, e penso que os eleitores têm uma percepção positiva dela. Essa política garante benefícios para boa parte da população participante do mercado de trabalho. Ou seja, o salário-mínimo no Brasil tem aumentado a uma velocidade maior do que o rendimento médio do trabalhador na ativa. Com isso, todas as pessoas com renda mais baixa no mercado privado não pouparão para a aposentadoria, porque não faz sentido. Sem contar que uma parte grande da nossa força de trabalho formal é de funcionários públicos, que têm aposentadoria integral e não correm risco de desemprego; então, essa população também não poupa.

A poupança familiar no Brasil é relativamente baixa. Não tanto quanto a americana, que oscila em torno de zero. Se formos ao Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), porém, obteremos o dado de que a poupança das famílias no Brasil é da ordem de 5% do PIB. Como decomparamos a poupança no Brasil? O país poupa, nos últimos anos, um valor da ordem de 18% do PIB: as empresas poupam 15%; as famílias, 5%; e o Estado tem uma poupança negativa de 2%. Se fizermos a mesma abertura para a China e alguns outros países da Ásia, os números serão os seguintes: para a China, 50% do PIB; desse percentual, 22,5% são famílias, 22,5% são firmas e 5% é governo. Se compararmos os dois países, a diferença maior está na família e no governo. Tais diferenças de poupança, no nosso entendimento, são produzidas pelo marco institucional legal, pela economia política.

Como a doença holandesa e a poupança na China conversam? Comentei antes sobre o cheque do petróleo, que recebemos de presente. Suponhamos que hoje realizemos algo que implique que nos próximos dez anos cada brasileiro consumirá mil reais a menos. Todo o argumento acerca do cheque que ganhamos se inverte: instantaneamente, a demanda cairá por mil reais de consumo; as pessoas consumirão uma parte a menos de bens negociáveis internacionalmente e uma parte a menos de bens não negociáveis internacionalmente; será produzido um excesso de oferta dos dois bens. O excesso de oferta de bens negociáveis pode ser exportado, e o excesso de oferta de serviços gerará uma redução de preços de serviços. A economia brasileira se torna uma economia de serviços baratos e, portanto, uma economia de câmbio desvalorizado.

A redução do preço relativo dos serviços ensejada por esse processo fará com que fatores de produção saiam da indústria de serviços em direção à manufatura, aumentando a participação da manufatura no PIB, e a economia passará por um processo de industrialização. Logo, existe uma ligação forte entre poupança e indústria. Porque, quando poupamos mais, consumimos menos, e, quando consumimos menos, liberamos recursos para exportação. Só podemos exportar o que é negociável internacionalmente. Indústria é negociável internacionalmente; serviços, não. Esse é o ponto.

E a causalidade de poupança para câmbio? Será possível haver causalidade de câmbio para poupança? Pela evidência empírica, existe causalidade de câmbio para poupança. É possível haver uma política que desvalorize o câmbio nominal, e essa desvalorização produza um novo equilíbrio da economia, com crescimento maior e poupança maior. A evidência empírica diz que isso é possível quando acontece arrocho salarial. O câmbio nominal é desvalorizado e, quando isso acontece, há certa inflação no país. O índice de preços ao atacado corre à frente do Índice de Preços ao Consumidor (IPC). Os salários reais baixam, porque um quinhão dos bens ao atacado faz parte da cesta de consumo dos trabalhadores. A rentabilidade do setor corporativo aumenta; esse setor tem propensão marginal a poupar mais, então a poupança aumenta, o investimento aumenta e a economia cresce mais.

Esse crescimento pode ser muito grande, se acharmos que a indústria é um setor com muitas externalidades e geradora de grandes ganhos para a economia na forma de adoção de tecnologias mais modernas. É possível que isso alavanque a taxa de crescimento e, em alguns anos, essa política possa ser revertida; mais à frente, aumentos salariais poderão ser concedidos muito mais fortemente do que se mantivéssemos a política anterior. O que pretendo enfatizar, porém, é que essa alternativa é complexa, porque recoloca o desenvolvimento econômico como uma questão de escolha intertemporal. Ou seja, existem custos associados ao crescimento – os custos de aceitarmos,

durante algum tempo, uma redução de consumo, um aumento da poupança e de negociarmos internamente esse tipo de política. Lá na frente, teremos ganho, mas existe um custo que precisa ser pago hoje.

Recuperamos a questão básica da economia - a da economia política. Como distribuir internamente na sociedade o custo do desenvolvimento econômico? Quando a Carta do Instituto Brasileiro de Economia da Fundação Getulio Vargas (IBRE/FGV) diz "realidade irreversível", olhamos como a sociedade está votando. Não enxergo hoje nenhum candidato defendendo políticas que elevem a poupança doméstica. Nenhum candidato em campanha afirma que temos de ficar seis, talvez dez anos com salário-mínimo aumentando o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), mas sem darmos aumentos reais de salário-mínimo; ou que temos que ter é uma política mais conservadora para aumentos salariais de funcionários públicos; ou, ainda, que temos de aumentar algum tipo de imposto para ampliarmos a poupança pública e convergirmos para esse outro equilíbrio.

Não existe na sociedade brasileira a disposição de encontrar esse outro possível equilíbrio, com poupança maior, crescimento maior e câmbio mais desvalorizado durante um tempo. Diferentemente, a sociedade brasileira vem buscando o equilíbrio que temos tido nos últimos anos. Nesse sentido, a realidade poderia ser dita irreversível. Enquanto a economia política não mudar, essa realidade não mudará. Qualquer tentativa de alterar o câmbio real "à força" redundará somente em aceleração da inflação. ■



# Taxa de Câmbio: uma variável, muitos problemas

Márcio Holland

## Márcio Holland

Doutor em economia pela Universidade Estadual de Campinas (Unicamp) e PhD em economia pela University of California, Berkeley. É atualmente professor da Escola de Economia de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas (EESP/FGV), onde é coordenador do Programa de Pós-Graduação em Economia. É também pesquisador do Conselho Nacional de Desenvolvimento Científico e Tecnológico (CNPq) desde 2000.

## RESUMO

O professor Márcio Holland levantou, em sua conferência, vários problemas relacionados à taxa de câmbio no Brasil. Partiu da ideia de que não há uma taxa de câmbio de equilíbrio e que, ao mesmo tempo, talvez o Brasil tenha que conviver com a taxa de câmbio apreciada, por ser uma economia com poupança interna baixa, tal que seu crescimento acaba por depender do uso de poupança externa. Levantou para o debate dois pontos centrais: primeiro, se a taxa de câmbio está mesmo apreciada ou se seu nível é compatível com o equilíbrio macroeconômico atual; e, segundo, se o uso de poupança externa é mesmo “uma realidade irreversível”. Alertou também para o fato de que a economia brasileira vive sob um alto padrão de consumo e que a desvalorização cambial associada a esse padrão pressionaria os preços e a inflação. Demonstrou que o real tem um movimento muito mais volátil do que o dólar americano, o que não justificaria explicar a apreciação da moeda doméstica pelo movimento contrário do dólar. Diversos indicadores apresentados mostram que o real brasileiro é uma das moedas mais voláteis do mundo. Uma das consequências disso pode ser o “processo de primarização” da economia brasileira, porque exportamos cada vez mais *commodities*. Por fim, falou sobre as perspectivas para 2010, como a manutenção dos baixos juros internacionais, o crescimento da China, que deve elevar o preço de *commodities*, e os crescentes *deficits* de transações correntes no Brasil.

*With a PhD in Economics from the State University of Campinas (Unicamp) and a Post-Doctorate in Economics from the University of California, Berkeley, he is currently Professor of Economics at the São Paulo School of Economics of Fundação Getúlio Vargas (EESP/FGV), where He coordinates the Graduate Program in Economics. He is also a researcher at the National Council for Scientific and Technological Development (CNPq), since 2000.*

## ABSTRACT

*In his lecture, Professor Márcio Holland raised several concerns related to the foreign exchange rate in Brazil. He starts from the idea that there is no balanced exchange rate and that Brazil may be forced to maintain an appreciated exchange rate because its economy's domestic savings are low and growth will depend on the use of foreign savings. He raised two main points for discussion: first, the question as to whether the exchange rate is indeed appreciated and whether or not its level is compatible with the current macroeconomic equilibrium, and second, whether the use of foreign savings is truly an “irreversible reality”. He also alerted to the fact that the Brazilian economy's standard of consumption is high and that an exchange devaluation associated with such a standard would exert pressure on prices and inflation. He showed that the Brazilian Real (BRL) is much more volatile than the US dollar, which does not justify the explanation of the appreciation of the domestic currency by the reverse movement of the US dollar. Various indicators presented show that the BRL is one of the most volatile currencies in the world. One consequence of this may be the “process of insourcing” of the Brazilian economy, due to our increase in commodities exportations. Finally, he talked about the prospects for 2010, such as maintenance of low international interest rates, China's growth, which should raise the price of commodities, and the increasing current account deficits in Brazil.*

A ideia básica é que não falamos de uma variável trivial. Usei esse título porque o acho bastante sugestivo. É consensual a noção de que não há uma taxa de câmbio ideal para todos os países e para todos os períodos. Mas, ao mesmo tempo, a economia brasileira pode precisar conviver com o câmbio apreciado, por ser uma economia com nível de poupança baixo.

Falamos de uma variável para a qual não existe uma taxa e um regime ideais, assim como não há consenso entre economistas e econométricos sobre fatos “estilizados” da taxa de câmbio. E o que seria isso? Temos muitos problemas e poucas respostas.

Na essência, os economistas discordam sobre a causalidade entre a taxa de câmbio e o nível de poupança, ou mesmo sobre o uso de poupança externa. Para alguns, como a poupança brasileira é muito baixa, precisamos de poupança externa e, por isso, de um câmbio apreciado. Para outros, temos um câmbio apreciado e por isso usamos poupança externa; em função disso, não conseguimos fazer poupança doméstica elevada no Brasil. São causalidades completamente distintas, que levam a prescrições distintas de política econômica.

A outra questão em disputa é se o real está mesmo apreciado. Muitos economistas defendem que a nossa taxa de câmbio, mesmo tendo percorrido um processo de apreciação muito forte, entre 2003 e 2008, ainda está alinhada. Outros, lançando mão de dados e variáveis distintos, como produtividade relativa e termos de troca e ativos líquidos estrangeiros, conseguem evidências de que a taxa de câmbio está apreciada.

Alguns economistas chegam a falar em “realidade irreversível”, referindo-se a termos um nível de poupança tão baixo que precisaremos conviver, permanente e estruturalmente, com um câmbio apreciado tal que, para crescermos, dependemos do uso da poupança externa. Com isso surge outro problema. Quando falamos de taxa de câmbio em um país que tem história de inflação, é preciso tomarmos muito cuidado porque, quando a taxa de câmbio desvaloriza, começa a gerar pressão inflacionária. Isso se agrava devido ao fato de que a economia brasileira tem tido um crescimento ancorado na expansão do consumo interno; então, desvalorizações cambiais associadas a esse novo padrão de consumo certamente pressionam os preços, os custos e a inflação.

Vou ater-me agora ao que muitos querem saber: qual a taxa de câmbio de 2010? Começarei apresentando o Gráfico 1, que conta algumas histórias. Uma delas é que temos a nossa moeda, o real, em linha amarela, valorizando-se fortemente em cesta de moedas de 2003 até 2008, movimento temporariamente interrompido pela crise de 2008; em linha vermelha, temos o dólar em cesta de moedas. Existem várias questões associadas a este gráfico. A primeira delas é que é muito comum no Brasil associarmos a nossa apreciação à desvalorização do dólar. Afinal, o dólar se desvalorizou em grande parte para corrigir os elevados *deficits* em transações correntes norte-americanas, que chegaram a ultrapassar US\$ 850 bilhões, ou mais de 6% do Produto Interno Bruto (PIB) americano. Note, com ajuda do Gráfico 1, que o real se aprecia muito mais do que a desvalorização do dólar.

### Gráfico 1

#### Comportamento do real e do dólar em cesta de moedas (1994-2010)



Fonte: BIS, elaboração EESP/FGV.

A nossa moeda se aprecia muito mais rapidamente do que a desvalorização do dólar e, quando se desvaloriza, é a mesma coisa. Ou seja, tem um movimento muito mais volátil que o dólar. Evidências empíricas indicam que a nossa moeda é dez vezes mais volátil que o dólar, sendo uma das mais voláteis do mundo. A tabela a seguir ajuda a compreender os fortes movimentos de apreciação e depreciação do real.

**Tabela 1**

*Movimentos de apreciação e depreciação de moedas selecionadas (em taxa de câmbio real efetiva) 2005-2009*

	Argentina	Brasil	Chile	China	Euro	Índia	Indonésia	Japão	Rússia	África do Sul
Três Anos Antes da Crise (2005:07-2008:07)	14,03	-24,67	-3,34	-9,61	-7,15	3,52	-12,45	20,43	18,74	22,40
A Fase Aguda (2008:08-2008:12)	-10,64	18,98	10,07	-6,72	4,38	6,23	15,02	-23,25	-4,12	21,15
A "Correção" (2009:01-2009:08)	23,10	-21,57	-10,03	2,68	-0,13	0,68	-10,02	9,60	9,14	29,41
Efeito Final da Crise (2008/2009)	12,47	-2,59	0,04	-4,04	4,25	6,91	5,00	-13,66	5,01	-8,27
Efeito Histórico (2005/2009)	26,50	-27,26	-3,30	-13,65	-2,90	10,43	-7,44	6,78	-13,72	14,14

Fonte: BIS, elaboração EESP/FGV.

Outro dado interessante é a curva de apreciação, que para muitos economistas é tida como um movimento natural da taxa de câmbio. Esse movimento de apreciação não implicaria, segundo esses economistas, desalinhamento cambial. O problema desse tipo de avaliação de desalinhamento cambial tem a ver com o uso de um conjunto de variáveis macroeconômicas e se o câmbio fica alinhado a esse conjunto de variáveis macroeconômicas. Portanto, esse câmbio pode estar em equilíbrio macroeconômico, mas não necessariamente em equilíbrio com a indústria.

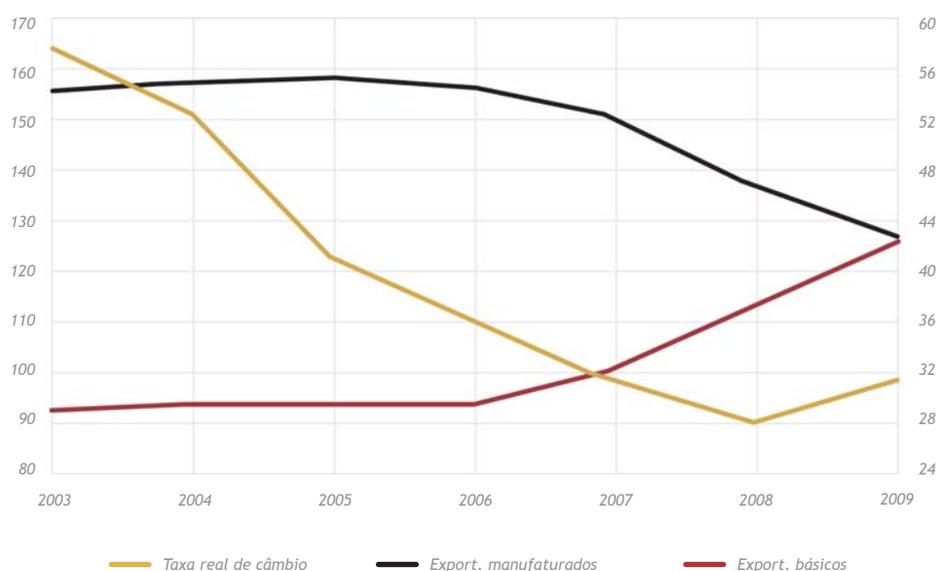
A partir daí surge uma importante discussão que o ex-ministro Bresser-Pereira vem levantando. O que sabemos até agora é que há um processo de "primarização" da economia brasileira. Pesquisas recentes mostram que essa "primarização" é muito mais forte no comércio exterior do que na produção doméstica brasileira. A produção doméstica brasileira tem tido, inclusive, um alívio por conta da expansão do mercado doméstico, que está muito pujante; estamos cada vez mais demandando bens de consumo duráveis e não duráveis; estamos com uma boa indústria voltada para o mercado doméstico; mas exportamos cada vez mais *commodities*, produtos primários.

Muitos começam a falar de "desindustrialização". Talvez não seja essa a questão mais relevante, talvez seja somente um problema para as exportações brasileiras, o que pode ser observado com a ajuda do Gráfico 2, a seguir. Em linha amarela, tem-se a trajetória de apreciação cambial; em linha preta, a participação das exportações de manufaturados nas exportações totais; e, em linha vermelha, vê-se a participação

das exportações de produtos primários no total exportado. Tudo indica haver um forte processo de “primarização” das exportações brasileiras. Não sei, contudo, se é causa primária da taxa de câmbio, e esse é um problema empírico - como acadêmico, preciso de uma pesquisa mais robusta. Mas a taxa de câmbio está se comportando exatamente na mesma direção do processo de “primarização”. Talvez importe nesse processo a ausência de políticas industriais, ou a falta de incentivos para investimentos com maior intensidade em tecnologia (mesmo aqueles investimentos estrangeiros diretos), ou as dificuldades de gerar progresso técnico a partir dos centros de pesquisa e das universidades brasileiras. O problema pode ser maior do que uma mera questão cambial.

### Gráfico 2

*Participação das exportações primárias e manufaturadas no total exportado e taxa de câmbio (2003-2009)*

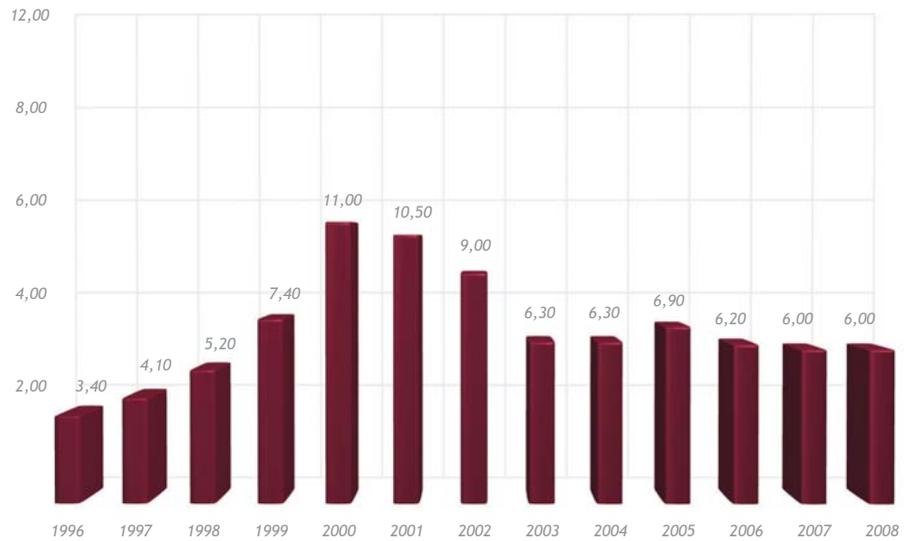


Fonte: Bacen, elaboração EESP/FGV.

A seguir, o Gráfico 3 demonstra a participação das exportações de alta tecnologia. Chegamos a ter um cenário de aumento da participação das exportações de alta tecnologia no Brasil. Talvez por conta daquele movimento de apreciação, a nossa exportação de alta tecnologia praticamente estagnou em 6%. Na China, essa participação ultrapassou esses 6% há dez, doze anos, e hoje está em torno de 35%, excedendo, inclusive, o conteúdo de alta tecnologia das exportações dos Estados Unidos, hoje em 30%.

### Gráfico 3

Participação das exportações de alta tecnologia no total exportado (1996-2008)



Fonte: Secex/MIDC, elaboração EESP/FGV.

Talvez essa não seja uma vocação natural brasileira. A nossa vocação é produzir produtos intensivos em recursos naturais. De onde surge essa vontade de gerar produtos intensivos em alta tecnologia no Brasil? Parece que estamos tentando e não está dando certo, porque não é a nossa dotação natural de fatores, não é essa a nossa vocação! Será?

Volto à questão de o real ser uma das moedas que mais se valoriza no mundo, e também uma das mais voláteis. Em períodos de grande prosperidade mundial e em períodos de fase aguda da crise, a nossa moeda é extremamente volátil, extremamente apreciada. Por que isso? Porque temos poupança doméstica muito baixa? Ou, porque temos câmbio que aprecia demais, temos poupança doméstica baixa? Essa resposta não está clara, por isso apresentarei alguns dados.

“Realidade irreversível” é um termo da Carta do Instituto Brasileiro de Economia da Fundação Getúlio Vargas (IBRE/FGV), de fevereiro deste ano. Tem sido histórico um debate entre a FGV Rio e a FGV São Paulo. O que quer dizer um país com uma “realidade irreversível”?

De 1947 a 2000, aproximadamente, o Brasil viveu uma queda acentuada na participação do consumo em relação ao PIB e um aumento substancial da poupança. Essa queda na poupança vem acontecendo dos anos 90 para cá, porque o Brasil volta a ter

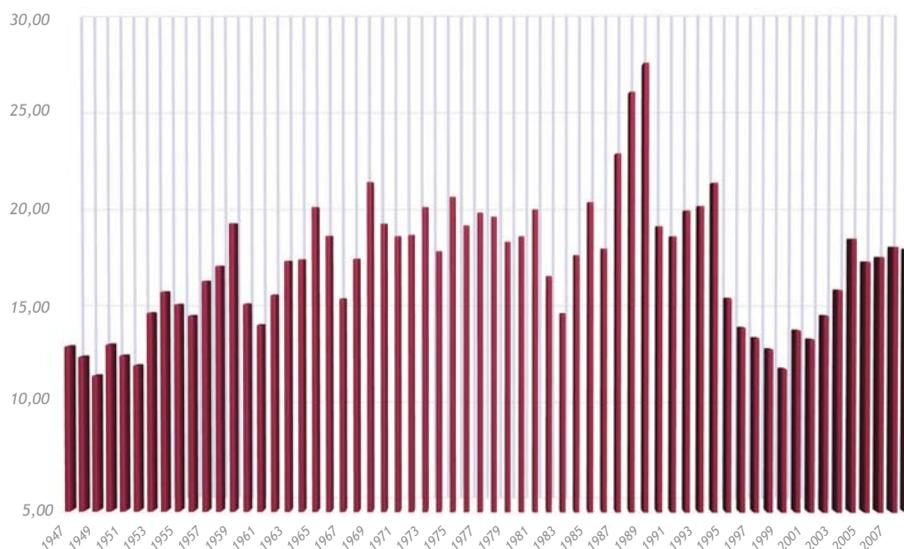
um padrão de consumo forte, associado a políticas de renda, estabilidade de preços, entre outros fatores. Ou seja, parece que o nosso problema de poupança doméstica baixa é apenas um fenômeno recente, que não acompanhou a economia brasileira em suas fases de crescimento acelerado, como dos anos 50 aos 70. Outro ponto importante é o fato de que mesmo muito elevado, o nível de poupança doméstica nunca ultrapassou 27% do PIB, enquanto em economias asiáticas esse percentual chega a 50% do PIB.

De 1950 ao começo dos anos 80, a poupança brasileira era da ordem de 20 a 24%, e nos anos 90 caiu para 10%. Essa quebra no nível da poupança doméstica brasileira provavelmente foi causada por este novo Brasil que estamos tentando entender, com mercado doméstico extraordinário. Outro dado é a contribuição do consumo de família: talvez a poupança de família venha caindo porque cada vez mais o consumo de família vem aumentando.

A poupança nacional, por outro lado, voltou a subir recentemente. No Gráfico 4, vemos o indicativo para cima na reta final. Tínhamos um nível de poupança na ordem de 20% e chegamos a quase 27%. O nível de poupança subiu muito e depois caiu acen-tuadamente. A questão é se esse nível baixo de poupança é inexorável ou estrutural, como dito na Carta do IBRE de fevereiro de 2010. Convivermos com o *deficit* estrutural de transações correntes é um problema brasileiro inexorável? De 1947 a 2007, tivemos, na maioria dos anos, no Brasil, *deficit* de transações correntes. Aí surge a pergunta: porque temos câmbio apreciado temos *deficit*?

#### **Gráfico 4**

**Deficit estrutural de transações correntes (1947-2007)**



Fonte: IBGE, elaboração EESP/FGV.

Há uma questão associada à anterior, que é o problema da complementaridade de poupança. Empiricamente, a partir de estimações econométricas em séries temporais, há correlação entre a poupança nacional e o uso de poupança externa (*deficits* de transações correntes), mas não causalidade no sentido Granger (ideia de precedência) entre essas duas variáveis. Nesses termos, não há respaldo empírico à ideia de que um nível de poupança doméstica baixo cause o uso de poupança externa, ou vice-versa. Então, por que os economistas disputam essa causalidade? O que sugerir como política econômica? Políticas para aumentar o nível de poupança doméstica para reduzir os *deficits* de transações correntes? Ou políticas para reduzir os *deficits* externos e, com isso, aumentar os níveis de poupança doméstica?

Outra discussão importante é sobre o nível de reservas. Há um grande debate sobre o nível ótimo de reservas cambiais. O que se sabe é que o Banco Central (BC) pode intervir, mas essas intervenções têm sido limitadas. De fato, as intervenções do BC para controlar a taxa de câmbio e evitar seu movimento de apreciação têm limitação no próprio fluxo financeiro diário. Se ele ultrapassar esse fluxo financeiro diário, tais intervenções não são eficazes, gerando um efeito contrário, ou seja, mais apreciação. No livro-texto, intervenções em mercado de câmbio costumam funcionar, mas na economia brasileira, por termos a maior taxa real de juros do mundo e um mercado de derivativos bem desenvolvido, essas intervenções têm limite exato. Não que elas não tenham sido importantes (afinal, já acumulamos mais de US\$ 230 bilhões de reservas cambiais), mas elas não evitam a tendência à apreciação cambial, ou porque nosso nível de poupança doméstica é baixo, ou porque nossa taxa de juros é elevada. Aqui os economistas divergem mais uma vez.

Parece que o Ministério da Fazenda pode até ampliar seus controles de capitais em termos qualitativos e quantitativos, vide as recomendações de economistas do Fundo Monetário Internacional (FMI) que mostram que, nesse ambiente, se pode fazer uso de controles cambiais de forma temporária, até porque esses controles têm problemas de eficiência se usados a longo prazo.

Temos hoje, basicamente, duas forças. Uma de manutenção das taxas de juros internacionais relativamente baixas, pelo menos até meados do ano que vem, dado o quadro de enfraquecimento das economias mundiais. Qualquer aumento, no futuro próximo, nas taxas de juros nos Estados Unidos e Europa será insignificante perto das elevações esperadas para as taxas de juros no Brasil. De outro lado, há o forte crescimento na China, que deve levar ao aumento de preço de *commodities* nos mercados mundiais, além de aumentos de investimentos devido à exploração do pré-sal, bem como na Copa do Mundo e nas Olimpíadas. Isso tudo tem força apreciativa do câmbio.

Por outro lado, os crescentes *deficits* das transações correntes são assustadores, indo para 50 ou mesmo 60 bilhões no próximo ano, o que deve ultrapassar, inclusive, o nível de investimentos diretos estrangeiros. Ou seja, não seriam financiáveis pelas contas de balanço de pagamentos. Vale ainda considerar os efeitos de um ano de eleições presidenciais no Brasil que, em 2002, não foram nada desprezíveis para o movimento da taxa de câmbio. Para 2010, tudo indica que nada similar a 2002 se repetirá, mas, ainda assim, os candidatos à presidência podem colocar um pouco de dúvida nas expectativas dos mercados sobre possíveis alterações nos rumos da política econômica.

Afinal, que tendência predomina? Em minha avaliação, os movimentos de apreciação parecem predominar sobre aqueles de desvalorizações cambiais, por mais que estes venham a acontecer temporariamente. Assim, *deficits* externos tendem a se agravar, o que poderá, a médio prazo, comprometer o crescimento econômico brasileiro.

Por isso, creio que políticas que controlem ainda mais a taxa de câmbio, mantidas as metas de inflação atuais, podem ser importantes para a sustentação do crescimento a médio prazo. ■

# Fundação Getúlio Vargas é eleita entre os melhores Think Tanks do mundo

Pelo 2º ano consecutivo a **Fundação Getúlio Vargas** conquista as melhores posições entre os Think Tanks do mundo, liderando este ano em **1º lugar o ranking** da América Latina e Caribe, segundo avaliação da pesquisa anual **“The Leading Public Policy Research Organizations in the World”**, da Universidade da Pensilvânia. Em 2009 a FGV também foi citada entre os **5 maiores Think Tanks do mundo**, na categoria “Formuladores de Políticas”.

O **ranking**, que considerou um universo de 6.300 instituições, em 169 países, já foi publicado nas revistas Foreign Policy e The Economist e recentemente lançado em conferência nas Nações Unidas. Essas instituições são reconhecidas por sua **excelência em pesquisas de desenvolvimento de políticas públicas** e suas contribuições aos governos e sociedades civis nacionais e internacionais.

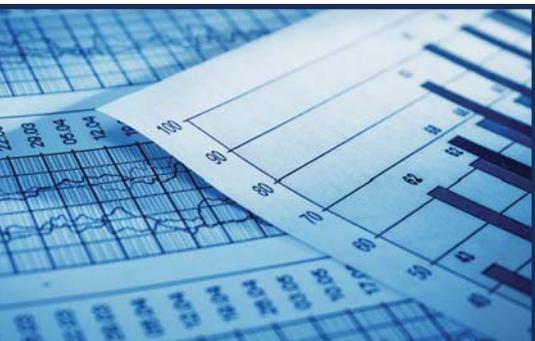
A **FGV Projetos** se orgulha desse resultado e com grande satisfação o **compartilha com seus clientes e parceiros**. Esse reconhecimento não somente certifica nossa instituição pelos seus valores de excelência e confiabilidade, como também reforça nosso compromisso com a qualidade dos projetos desenvolvidos.

## Top Think Tanks da América Latina e Caribe

- [1º] Fundação Getúlio Vargas - Brasil
- [2º] Centro de Estudios Públicos - Chile
- [3º] Cedice Libertad - Venezuela
- [4º] Centro Brasileiro de Relações Internacionais - Brasil
- [5º] Libertad y Desarrollo - Chile

## Top Think Tanks Internacionais (exceto EUA)

- [1º] Chatham House - Reino Unido
- [17º] Kiel Institute for World Economy - Alemanha
- [28º] Fundação Getúlio Vargas - Brasil
- [36º] Canadian International Council - Canadá
- [38º] International Institute for Strategic Studies - Reino Unido



## FGV Projetos

MAIS CONTEÚDO, MELHORES SOLUÇÕES

[www.fgv.br/fgvprojetos](http://www.fgv.br/fgvprojetos)



FUNDAÇÃO  
GETULIO VARGAS  
**FGV PROJETOS**

SÃO PAULO	RIO DE JANEIRO
Av. Paulista, 548 - 8º andar	Praia de Botafogo, 190 - 6º andar
Tel.: (11) 3799.3263	Tel.: (21) 3799.5498
Fax: (11) 3799.7891	Fax: (21) 2553.8810

[www.fgv.br/fgvprojetos](http://www.fgv.br/fgvprojetos)