

Avaliação do Regime Cambial Brasileiro pós-1999: Análises crítica e propositiva⁺

Fernando Ferrari Filho^{*}

Luiz Fernando de Paula^{**}

1. Introdução

Para os economistas do *mainstream* e os organismos financeiros internacionais, tais como o Fundo Monetário Internacional (FMI), o regime cambial usualmente definido como ideal para países emergentes é aquele em que prevaleçam a livre mobilidade de capitais e o sistema de câmbio perfeitamente flexível (FMI, 2002)¹. Nesse regime, os ativos financeiros (títulos) domésticos são substitutos perfeitos dos títulos internacionais e, portanto, a paridade da taxa de juros doméstica com a taxa internacional acaba definindo a eficácia da política monetária, qual seja: uma expansão monetária reduz a taxa de juros doméstica em níveis inferiores ao da taxa internacional, ocasionando uma fuga de capitais, com uma consequente desvalorização cambial, cujos efeitos positivos sobre as transações correntes provocam uma expansão da demanda agregada, o que faz elevar a taxa de juros doméstica até que o equilíbrio do balanço de pagamentos seja restabelecido; efeitos simétricos são obtidos a partir de uma política monetária restritiva.

Em contrapartida, a necessidade de preservar as autonomias das políticas fiscal e, essencialmente, monetária dos países emergentes, fundamentais para assegurar trajetórias de crescimento econômico sustentável, tem reforçado os pontos de vista de economistas heterodoxos e alguns *policymakers* de que são necessárias a adoção de um regime cambial que evite a flutuação excessiva da taxa de câmbio e busque, ao mesmo tempo, alguma forma de afetar a trajetória intertemporal da taxa de câmbio.

+ In: Oreiro, J.L.; Paula, L.F.; Basilio, F.. (Ed.). *Macroeconomia do Desenvolvimento: Ensaio sobre restrição externa, financiamento e política macroeconômica*. Recife: Editora Universitária UFPE, 2012.

* Professor titular da Universidade Federal do Rio Grande do Sul e Pesquisador Nível 1 do CNPq. E-mail: ferrari@ufrgs.br.

** Professor Adjunto da Universidade do Estado do Rio de Janeiro e Pesquisador Nível 1 do CNPq. E-mail: luizfpaula@terra.com.br.

¹ É importante ressaltar que, recentemente, alguns economistas do FMI passaram a defender algum mecanismo de controle de capitais para países emergentes seja para evitar a apreciação cambial de suas moedas domésticas, seja para reduzir a acumulação de reservas e os consequentes custos de sua esterilização. Veja, para tanto, Ostry *et al* (2010).

O debate em torno de regimes cambiais (flutuação cambial *vis-à-vis* câmbio administrado) e da implementação (ou não) de mecanismos de controle de capitais para países emergentes voltou ao centro das atenções, principalmente a partir dos desdobramentos das crises cambiais e financeiras dos países emergentes ocorridas nos anos 1990 e início dos anos 2000, dentre as quais, as do México (1994-95), do Leste da Ásia (1997), da Rússia (1998), do Brasil (1998-99 e 2002) e da Argentina (2001-2), e, recentemente, da crise financeira internacional, originada pela crise do *subprime* nos Estados Unidos².

As principais constatações do referido debate são que, por um lado, economias emergentes abertas, em um contexto de ampla mobilidade de capitais e de globalização dos capitais, a taxa de câmbio constitui-se em uma variável fundamental, pois ela afeta o comportamento da inflação, o equilíbrio do balanço de pagamentos e a própria dinâmica do crescimento econômico. Por outro, em um mundo dinamicamente integrado em termos financeiros, a mobilidade perfeita de capitais torna os países emergentes reféns dos humores e da lógica de curto prazo de acumulação desses capitais. Nesse particular, segundo o argumento convencional, a dificuldade enfrentada pelos países emergentes encontra-se em atribuir o comportamento volátil do financiamento externo à adoção de políticas econômicas irresponsáveis (Caramazza e Aziz, 1998). Por sua vez, segundo a visão heterodoxa, o resultado do binômio câmbio flutuante e livre mobilidade de capitais é que eles podem acabar atuando como fatores desestabilizadores do ponto de vista do comportamento macroeconômico dos países emergentes.

No Brasil, desde a implementação do Plano Real, em julho de 1994, o regime cambial experimentou sistemas distintos: entre julho de 1994 e abril de 1995 o regime cambial era um *crawling peg* passivo; a partir de abril de 1995 e até o início de 1999 foi adotado um regime de bandas cambiais combinado com um sistema de minidesvalorizações cambiais (*crawling peg* ativo); e, por fim, a partir de janeiro de 1999 adotou-se, formalmente, um regime de câmbio flutuante, que tem funcionado por vezes como uma flutuação administrada (*dirty floating*), sem, entretanto, ter o objetivo de afetar o nível da taxa de câmbio. Ademais, ao longo deste período o Brasil veio adotando medidas de desregulamentação na conta capital e financeira do balanço de

² Sobre as causas, origens e lições da crise do *subprime*, veja, por exemplo, Associação Keynesiana Brasileira (2008).

pagamentos, o que fez com que o País tenha uma conversibilidade *de facto* da referida conta. Neste contexto, a taxa de câmbio tem estado no centro das atenções na condução da política econômica brasileira, principalmente porque o comportamento dela tem afetado de forma importante tanto a inflação quanto o balanço de pagamentos.

O objetivo deste Capítulo consiste em responder à seguinte questão: qual regime cambial é mais apropriado para a economia brasileira para que as políticas macroeconômicas tradicionais, fiscal e monetária, possam assegurar as condições de estabilização econômica, entendida como inflação sob controle, crescimento econômico sustentável e equilíbrio do balanço de pagamentos? Nesse sentido, visando responder à referida questão, é apresentada uma proposição de regime cambial para a economia brasileira que, alicerçada em taxa de câmbio administrada e regulamentação dos fluxos de capitais, seja capaz de garantir a referida estabilização econômica.

Além desta introdução, o Capítulo está dividido em quatro seções. Na seção 2 realiza-se uma discussão sobre regimes de câmbio alternativos e liberalização ou controle de capitais. Em seguida, avalia-se, brevemente, o funcionamento do regime cambial no Brasil pós-Plano Real, em particular a partir do regime de metas de inflação (RMI) de 1999. Na quarta seção apresenta-se uma proposição de regime de taxa de câmbio administrada com controle de capitais para a economia brasileira. Por fim, são apresentadas breves conclusões.

2. Regimes cambiais e fluxos de capitais para países emergentes: uma breve discussão³

Desde o colapso do sistema monetário internacional de Bretton Woods, no início da década de 1970, o processo de globalização, caracterizado pela crescente mobilidade internacional de capital e pela liberalização financeira, tem alterado substancialmente a dinâmica da economia mundial. Ademais, na ausência de políticas macroeconômicas para estimular o crescimento econômico e limitar os movimentos desestabilizadores dos fluxos de capitais, os movimentos internacionais de capitais especulativos têm criado sérios problemas monetários e cambiais para a economia mundial, especialmente para as economias emergentes. Nas palavras de Grabel (2003, p.251), “[e]conomias com sistemas financeiros liberalizados, líquidos e internacionalmente integrados são inerentemente propensos a crises”.

³ Para um aprofundamento da discussão apresentada nesta seção, ver Ferrari-Filho e Paula (2008-09).

Como os arranjos institucionais da “era globalizada” não previnem as economias da ocorrência de crises cambiais e financeiras e não existe um consenso político em torno da reestruturação do sistema monetário internacional, uma importante discussão na literatura macroeconômica, especialmente em países emergentes, está relacionada à escolha do regime cambial mais apropriado para esses países. Por um lado, há uma visão “bipolar”, em que regimes intermediários de câmbio, geralmente envolvendo posições intermediárias entre taxas de câmbio que oscilam entre regimes completamente rígidos e flexíveis, são menos viáveis para economias com envolvimento substancial nos mercados financeiros internacionais. O argumento principal é que tal regime cambial torna os países vulneráveis a ataques especulativos (Fischer, 2001). Por outro lado, na visão conhecida como *fear of floating*, os países emergentes, na prática, limitam a flexibilidade cambial, ainda que tenham adotado um regime de câmbio flutuante, pois a desvalorização cambial, em um contexto de baixa credibilidade das Autoridades Monetárias (AM) e elevado grau de *pass-through*, acaba afetando os preços domésticos (Calvo e Reinhart, 2002). Outras razões que fazem com que as AM restrinjam a volatilidade da taxa de câmbio – principalmente a desvalorização – dizem respeito aos efeitos que ela pode gerar sobre as obrigações externas dos agentes econômicos, especialmente firmas e bancos, quando não há mecanismos de proteção cambial (*hedge*). Adicionalmente, flutuações abruptas na taxa de câmbio podem gerar incertezas que acabam obstaculizando as relações comerciais. Nesse particular, por exemplo, uma prolongada apreciação da taxa de câmbio associada com uma expressiva entrada de capitais pode afetar a competitividade das exportações e o investimento no setor externo.

Alguns economistas (Edison *et al*, 2002; Edwards e Savastano, 2000; Fischer, 1998; Obstfeld e Rogoff, 1995) argumentam que a flexibilidade da taxa de câmbio e a plena conversibilidade da conta capital e financeira são fundamentais para que os países emergentes absorvam os fluxos de capitais e respondam a mudanças na capacidade produtiva⁴. Para os referidos autores, o regime de câmbio flexível (i) equilibra, automaticamente, o balanço de pagamentos, (ii) reduz a vulnerabilidade externa, e (iii) torna a política monetária autônoma, ao passo que a liberalização da conta capital e

⁴ Conforme a teoria convencional (neoclássica), os fluxos de capitais migram dos países industrializados, onde ele é abundante, para os países emergentes, onde ele é escasso, pois a taxa de retorno nesses últimos é superior.

financeira (i) aloca eficientemente a poupança (doméstica e externa), (ii) disciplina a política macroeconômica, e (iii) melhora a *performance* do crescimento econômico⁵.

Em contrapartida, Eichengreen e Leblang (2002) e Rodrik (1998) argumentam, por um lado, que é necessária a adoção de um regime cambial para evitar a flutuação excessiva da taxa de câmbio nos países emergentes, bem como mostram que é difícil estabelecer uma relação robusta entre liberalização financeira e crescimento econômico dinâmico e sustentável tanto para países desenvolvidos quanto para países emergentes⁶. Ademais, Eichengreen e Leblang (2002) ressaltam que os países desenvolvidos, em um primeiro momento, desenvolveram seus mercados financeiros em um contexto de restrição da conta capital e financeira e somente posteriormente resolveram liberar a referida conta. Nas palavras dos autores (2002, p. 2), “o impacto da liberalização da conta capital é mais provável ser positivo quando o sistema financeiro doméstico está calmo e estável. Ela é mais provável ser negativa quando os mercados financeiros, internacional e doméstico, estão sujeitos a crises”.

Em geral, economistas e *policymakers* que defendem a adoção de uma taxa de câmbio perfeitamente flexível para os países emergentes entendem que a flexibilidade cambial evita ataques especulativos às moedas domésticas dos países emergentes, uma vez que os governos desses países não têm um compromisso explícito em estabelecer uma meta para a taxa de câmbio. Adicionalmente, um regime de taxa de câmbio flexível asseguraria a autonomia da política monetária, ao contrário da chamada ‘trindade impossível’, situação em que um país não pode ter, ao mesmo tempo, um regime de câmbio fixo, plena conversibilidade da conta capital e financeira e autonomia da política monetária para atingir seus objetivos de política macroeconômica.

Uma crítica mais ampla acerca do regime de câmbio perfeitamente flutuante diz respeito ao fato de que a livre flutuação da taxa de câmbio, em um contexto de plena mobilidade de capitais, ainda que apoiada por uma política econômica responsável ou crível, torna os países emergentes reféns dos humores e da lógica de curto prazo de acumulação desses capitais. O resultado do binômio câmbio livre e ampla mobilidade

⁵ Cabe ressaltar que alguns economistas entendem que disciplinas fiscal e monetária são mais importantes do que a escolha do regime cambial. Veja, para tanto, Calvo e Mishkin (2003).

⁶ As evidências empíricas sobre a relação entre liberalização da conta capital e financeira e *performance* do crescimento econômico é ambígua, ao passo que a relação entre a liberalização da referida conta e crises cambiais e financeiras é evidente. Em relação à ausência de robustez entre liberalização da conta capital e financeira e *performance* do crescimento econômico, segundo economistas do FMI, “um exame sistemático das evidências sugere que é difícil estabelecer uma relação causal robusta entre o grau de integração financeira e a performance do crescimento do produto” (Prasad *et al*, 2003, p.3).

de capitais é que eles podem atuar como fatores que desestabilizam e potencializam as crises cambiais nos países emergentes. Assim sendo, a instabilidade do comportamento dos fluxos de capitais para países emergentes apresenta como questão central o tipo de regime cambial e a estrutura da liberalização da conta capital e financeira a serem utilizados por esses países.

Indo nessa direção, Grenville (2000) argumenta que países emergentes estão sujeitos a volatilidades abruptas da taxa de câmbio, pois essas são decorrentes tanto da ação de especuladores no mercado de câmbio quanto das expressivas entradas e saídas de fluxos de capitais que acabam comprometendo a operacionalização da política monetária e o monitoramento da dívida pública. Em relação aos significativos influxos e afluxos de capitais para países emergentes, principalmente nos anos 1990, Ho e McCauley (2003) mostram que os mercados cambiais nesses países continuam sendo relativamente pequenos e possuem menor liquidez comparativamente aos países desenvolvidos. Nesse sentido, conforme sugere Moreno (2005), os mercados cambiais em países emergentes são mais suscetíveis a instabilidade porque há um elevado grau de incerteza e informação assimétrica.

Por sua vez, regimes de taxas de câmbio administradas podem ser eficientes se os objetivos das AM são os de (i) reduzir a volatilidade da taxa nominal de câmbio, contribuindo, assim, para o controle da inflação, (ii) influenciar na taxa real de câmbio para, ao manter a competitividade do setor externo, equilibrar o balanço de pagamentos, e (iii) estabilizar o sistema financeiro. É importante salientar que uma taxa real de câmbio competitiva e estável pode ser utilizada como um mecanismo de *target* de políticas macroeconômicas voltadas para o crescimento econômico e o pleno emprego. Nesse particular, conforme Frenkel (2006, p.579),

uma RER (“*real exchange rate*” – taxa de câmbio real) competitiva envolve a distorção de preços relativos domésticos em favor das atividades comercializáveis contra as atividades não-comercializáveis: a combinação de elevada proteção das atividades locais que competem com importações com uma maior competitividade das atividades exportadoras. Conseqüentemente, a RER afeta o crescimento da taxa de emprego no longo prazo devido sua influência sobre a taxa de crescimento do produto, através de seu incentivo sobre investimentos nas atividades comercializáveis que acelera o crescimento da produtividade e gera externalidades positivas em outros setores.

Portanto, manter a taxa de câmbio real em níveis errados pode criar distorções nos preços relativos de bens comercializáveis em relação a bens não-comercializáveis,

gerando sinais incorretos para os agentes econômicos e resultando em maior instabilidade econômica. Por outro lado, assinala-se *a importância da estabilidade da taxa de câmbio real e a correção dos desalinhamentos como determinantes do desempenho econômico em países menos desenvolvidos* (Aguirre e Calderón, 2006). Ademais, alguns autores argumentam que a persistência de taxas de câmbio real sobrevalorizadas constitui um indicador de aviso de ocorrência de possíveis crises cambiais (Kaminsky e Reinhart, 1999). Estudo empírico, utilizando uma amostra de 60 países entre 1965 e 2003 e usando dados de painel e co-integração de séries temporais para avaliar os efeitos de crescimento de desalinhamentos da taxa de câmbio real e sua volatilidade, elaborado por Aguirre e Calderón (2006) obteve os seguintes resultados: (i) países em desenvolvimento mostram maior grau de desalinhamento do que os países industriais; (ii) há uma relação negativa e significativa entre crescimento e desalinhamento; (iii) crescimento econômico é afetado adversamente tanto pela sobrevalorização quanto desvalorização real da taxa de câmbio, embora o efeito seja maior no primeiro caso; (iv) o efeito sobre crescimento é mais adverso quanto maior for o tamanho da sobrevalorização; (v) pequenas desvalorizações (até 12,0%) têm efeito positivo sobre crescimento, enquanto que grandes desvalorizações têm efeito negativo; e (vi) há uma relação negativa entre crescimento econômico e a volatilidade do desalinhamento.

Nesse contexto, o objetivo de se manter um câmbio menos volátil e mais competitivo em termos de comércio internacional pode tornar interessante a adoção de regimes de câmbio intermediário – como sistema de bandas ou “zonas-alvo”⁷, uma taxa de referência, ou banda de monitoramento –, pois nesses regimes preserva-se a flexibilidade de ajuste da taxa de câmbio diante de choques, mas, ao mesmo tempo, se abre a possibilidade de orientação da trajetória temporal dessa (Corden, 2002). O sistema de banda cambial é um regime em que há uma paridade central⁸ (normalmente ajustável) e um intervalo de flutuação, no qual o banco central intervém apenas nas extremidades da banda, sendo que no interior o mercado determina a taxa de câmbio. A banda de monitoramento, por sua vez, trabalha com uma taxa de referência chamada de “taxa de câmbio efetiva real neutra” (uma estimativa oficial e anunciada da taxa de câmbio de equilíbrio), e com uma banda de flutuação no qual o banco central pode

⁷ No caso das “zonas-alvo”, não há o compromisso formal com pisos e tetos de câmbio.

⁸ Esta paridade central pode ter como referência uma cesta representativa de moedas.

intervir quando a taxa estiver ultrapassando o intervalo; contudo, o banco central não tem a obrigação de defender a margem estabelecida. Uma modalidade similar a esta é a taxa de referência, que tem como base uma “taxa de câmbio de equilíbrio fundamental”, no qual não há obrigação das AM intervirem, mas estas procuram de alguma forma (inclusive por intermédio de outras políticas) levar a taxa de mercado para perto da taxa de referência⁹. Uma das principais vantagens da adoção de um regime de câmbio administrado é que a taxa de câmbio administrada reduz as incertezas dos agentes econômicos em relação à volatilidade dos contratos futuros de câmbio, contribuindo para suas decisões de gastos e, por conseguinte, expansão da demanda efetiva, tanto interna quanto externa.

Como a taxa de câmbio administrada deve ser operacionalizada? A ideia consiste em estabelecer uma margem de flutuação *ex ante* da taxa de câmbio de maneira que as AM possam intervir no mercado sempre que a taxa de câmbio se aproximar dos valores extremos, superior e inferior, da margem de flutuação previamente estabelecida. Isto significa na prática que a AM pode deixar a taxa de câmbio flutuar quando julgar necessário para absorver choques externos. Assim sendo, a determinação prévia da flutuação da taxa de câmbio tem como finalidade influir nas expectativas dos agentes econômicos ao procurar reduzir a volatilidade do câmbio nominal e intervir em sua trajetória intertemporal – isto é, na determinação da taxa real de câmbio.

É consenso entre àqueles que defendem um regime cambial administrado que, para se obter sucesso na administração da taxa de câmbio nos países emergentes, são necessárias a introdução de medidas que corroborem para a redução da volatilidade dos fluxos de capitais, evitando, assim, ataques especulativos às moedas nacionais.

Uma possibilidade, comumente utilizada nos anos 1990 pelos países emergentes que adotaram políticas de estabilização monetária alicerçada em âncoras nominais, é a acumulação de reservas cambiais, às expensas do endividamento público. Mais especificamente, para evitar a valorização cambial advinda do influxo de capitais, as AM compram divisas e realizam esterilização monetária através da emissão de títulos públicos, aumentando, em contrapartida, a sua dívida¹⁰.

⁹ Frenkel (2006) sugere que a taxa de referência seja a preservação de um taxa de câmbio real competitiva e estável, uma meta intermediária de política voltada para objetivos de crescimento e emprego.

¹⁰ O custo fiscal das operações de esterilização resulta da diferença entre a remuneração paga nos títulos públicos emitidos e a remuneração recebida pela aplicação no exterior das reservas cambiais acumuladas (normalmente calculada em função da remuneração dos “*federal funds*” norte-americanos).

Outra possibilidade para assegurar o funcionamento adequado do regime de administração da taxa de câmbio diz respeito à adoção de mecanismos de controle da conta capital e financeira. Nesse particular, Ferrari Filho e Paula (2006, p.190) apontam que os mecanismos de controle de capitais podem ocorrer de três formas:

- (i) controles diretos ou administrados, ou seja, restrição quantitativa de fluxos de capitais conforme suas origens, maturidade e destinações; (ii) controles indiretos ou baseados em preços, que são estabelecidos pela cobrança de impostos sobre fluxos de capitais entre países e/ou pela imposição de depósitos compulsórios incidentes sobre os fluxos de capitais ingressantes; e (iii) regulações financeiras, isto é, imposição de limites sobre posições cambiais de residentes.

As propostas de controle de capitais variam desde a sugestão para um acordo internacional que institua um imposto único sobre os fluxos de capitais (o chamado “imposto Tobin”) – cuja ideia básica é “jogar areia na engrenagem” do mercado financeiro, parafraseando uma analogia consagrada mundialmente (Tobin, 1978; Einchengreen *et al*, 1995) – até iniciativas como a tributação sobre ingressos de capitais e o estabelecimento de prazos mínimos de permanência do capital (a chamada “quarentena”). Grenville (2000, p.60), por exemplo, entende que a utilização de controles de capitais pode variar do modelo adotado pelo Chile (“quarentena”) até o utilizado por Cingapura, que limitou a capacidade dos bancos domésticos de emprestarem para não residentes em moeda nacional, dificultando a tomada de posições vendidas em moeda doméstica pelos especuladores. Adicionalmente, sugere a adoção de controles de capitais a fim de (i) limitar as oportunidades para os residentes tomarem emprestado em moeda estrangeira, e (ii) manter uma forte restrição à capacidade dos bancos de abrirem posições em moeda estrangeira ou alvancarem sua exposição em moeda estrangeira através dos empréstimos indexados à taxa de câmbio.

Em suma, a adoção de regulamentação sobre o fluxo de capitais para países emergentes tem dois objetivos: por um lado, restringir os fluxos de capitais implica reduzir a demanda por ativos em moeda conversível internacionalmente, mitigando, assim, o potencial para a especulação contra a taxa de câmbio; e, por outro, introduzir uma mobilidade imperfeita dos capitais, proporcionando, assim, uma maior autonomia da política monetária.

3. Uma avaliação do regime cambial brasileiro pós-Plano Real, em especial após a adoção do RMI

3.1. Desdobramentos do regime cambial pós-Plano Real

Nos anos 1990, as políticas econômicas dos governos Fernando Collor, Itamar Franco e Fernando Henrique Cardoso foram centradas na estabilização monetária e na consolidação das reformas neoliberais. Apesar das estratégias antiinflacionárias terem sido relativamente distintas nos referidos governos – no governo Fernando Collor, a política econômica foi norteadada pelas restrições fiscal e, principalmente, monetária, ao passo que nos governos Itamar Franco e Fernando Henrique Cardoso, ao longo de seu primeiro mandato, 1995-1998, além das austeridades fiscal e monetária, a apreciação cambial foi fundamental para os objetivos de controle inflacionário – a mudança de paradigma na condução da economia, via liberalizações comercial e financeira¹¹, foi o elo comum das estratégias econômicas dos referidos governos e acabaram se tornando essenciais para caracterizar a lógica de inserção internacional do País no mundo globalizado.

A partir do final do governo Itamar Franco e dos governos Fernando Henrique Cardoso, essencialmente em seu primeiro mandato, ocorreram transformações substanciais no desempenho da balança comercial, uma vez que a política econômica dos referidos governos foi centrada na relativa “fixação” da taxa de câmbio nominal e na elevação das taxas de juros e na aceleração da abertura comercial, iniciada no governo Fernando Collor. As consequências das aberturas comercial e financeira, aliadas à sobrevalorização cambial, acabaram resultando, na segunda metade da década de 1990, em armadilhas e restrições que impediram o crescimento econômico do País.

Como se sabe, via de regra, programas de estabilização econômica baseados em âncora cambial e liberalização comercial e financeira têm mostrado que, no primeiro momento, há uma queda abrupta da taxa de inflação acompanhada por uma apreciação substancial da taxa de câmbio¹². A taxa real de câmbio aprecia-se como resultado da

¹¹ Além das medidas relacionadas diretamente ao setor externo, outras mudanças no paradigma econômico relacionadas ao papel do setor público, principalmente sob os auspícios das privatizações e desregulamentações que caracterizaram este período, se relacionaram indiretamente com a nova forma de inserção da economia no exterior, basicamente através da potencial atração de investimentos diretos estrangeiros. Neste caso, a entrada de investimentos diretos prioritariamente para o setor de serviços, em sua maioria não comercializáveis, e na forma de fusões e aquisições, contrastou com a entrada de investimentos industriais na forma de *greenfield* característicos das décadas antecedentes.

¹² Uma dependência por fluxos de capitais internacionais causa, entre outros problemas, a apreciação da taxa real de câmbio. Assim sendo, na ausência de outros mecanismos compensatórios, o crescimento dos desequilíbrios comerciais acaba deixando o país em uma situação de crescente vulnerabilidade externa.

diferença entre a taxa de inflação doméstica e a taxa de inflação internacional em um contexto no qual a taxa nominal de câmbio mantém-se relativamente estável, resultando em déficits no balanço de pagamentos em conta corrente. Normalmente, esses déficits são acompanhados pela entrada de capital, não somente para financiar os referidos déficits, mas, também, para estabilizar o volume das reservas internacionais.

Se, por um lado, o Plano Real obteve um relativo sucesso no que diz respeito ao controle do processo inflacionário, por outro, o incentivo às importações, devido à abertura comercial e à valorização cambial, e o ritmo lento das exportações ocasionaram uma rápida deterioração da balança comercial: entre 1990 e 1994, o saldo acumulado da balança comercial foi da ordem de US\$ 64,0 bilhões, ao passo que no período 1995-1998 a balança comercial acumulou um déficit ao redor de US\$ 22,4 bilhões (Tabela 1, em Anexo). Adicionando-se ao déficit acumulado nesse período os pagamentos de juros e o aumento das remessas de lucros e dividendos, a economia brasileira passou a apresentar recorrentes e significativos déficits no balanço de pagamentos em conta corrente: entre 1994 e 1998, o déficit em transações correntes atingiu um montante de US\$ 107,5 bilhões, sendo que em 1998 a relação déficit em conta corrente sobre PIB atingiu a 4,0%. (Tabela 1, em Anexo).

Por sua vez, os referidos déficits passaram a ser financiados pelo ingresso de capital externo, seja de investimento de risco, seja, predominantemente, de *portfolio*, o que acabou provocando a elevação do passivo externo do País. Cabe ressaltar que, conforme Prates (2005), a maior vulnerabilidade externa dos países em desenvolvimento nos anos de 1990 decorreu, sobretudo, do caráter assimétrico do sistema monetário e financeiro internacional¹³. Nesse sentido, por um lado, os países em desenvolvimento seriam mais afetados pela volatilidade inerente aos fluxos recentes de capitais, uma vez que o volume e a direção desses fluxos são determinados principalmente por uma dinâmica exógena a esses países, qual seja, o ciclo econômico e a política monetária dos países centrais e as decisões de aplicação e resgate dos investidores globais. Por outro, o raio de manobra dos países em desenvolvimento para adotar políticas anticíclicas teria se tornado menor, o que dificulta a redução da vulnerabilidade frente à reversão desses fluxos e às crises financeiras recentes.

¹³ Prates (2005) destaca que essa assimetria ocorre nas esferas monetárias e financeiras de natureza centro-periferia e que esta se tornou mais perversa devido ao perfil mais volátil e especulativo dos fluxos de capitais com o processo de globalização financeira.

A inconsistência intertemporal dessa estratégia acabou provocando inúmeros ataques especulativos ao *real* ao longo da segunda metade dos anos 1990, diga-se de passagem, quase todos decorrentes de um *mix* de “crise de contágio” e de evidência dos desequilíbrios macroeconômicos da economia brasileira¹⁴, em especial o externo, a ponto, inclusive, de acentuar o grau de vulnerabilidade e fragilidade externa do País.

No início de 1999, quando a estratégia de financiamento do déficit externo crônico da economia brasileira esgotou-se e o grau de confiança dos agentes econômicos na política econômica deixou de existir, não houve outra alternativa a não ser a mudança do regime monetário-cambial: substituição da banda cambial por uma taxa de câmbio flexível e implementação do RMI, o que acabou determinando o fim do modelo de estabilização monetária até então adotado¹⁵.

A despeito do receio das AM acerca do desempenho da economia, sobretudo no que diz respeito à inflação, quando da mudança dos parâmetros que regiam a política macroeconômica durante o Plano Real, no ano de 1999 o PIB, surpreendentemente, foi ligeiramente positivo (0,3%) e a inflação, apesar de ter se elevado para 8,94%, ficou muito abaixo das previsões dos analistas econômicos que sinalizavam, em um primeiro momento, patamares inflacionários semelhantes aos observados em períodos anteriores aos do Plano Real. Ademais, em 2000 o PIB cresceu 4,3% e o processo inflacionário foi arrefecido consideravelmente, com o IPCA fechando o ano em 5,97%.

Se, por um lado, o *overshooting* cambial não causou um efeito *pass-through* dinâmico, a desvalorização cambial, por outro, contribuiu para uma significativa redução no déficit da balança comercial, tanto em 1999 quanto em 2000: em 1998 o País teve um déficit comercial de cerca de US\$ 6,5 bilhões, enquanto em 1999 e 2000 a balança comercial apresentou déficits da ordem de US\$ 1,2 bilhão e US\$ 0,7 bilhão, respectivamente.

Os anos de 2001 e 2002 foram de baixo crescimento econômico em nível mundial e apresentaram-se particularmente desfavoráveis para a economia brasileira, principalmente devido aos seguintes fatores: crise energética no Brasil; crise da

¹⁴ Uma análise sobre as crises monetário-cambiais no Brasil, ao longo da segunda metade dos anos 1990, pode ser encontrada em Ferrari-Filho e Paula (2003).

¹⁵ Entre 1994 e 1998, a política econômica foi articulada de forma tal que a taxa de câmbio era responsável pela administração dos preços e a taxa de juros tinha a responsabilidade de equilibrar o balanço de pagamentos, via conta capital e financeira. A partir de 1999, a lógica da política econômica foi invertida: o câmbio passou a ser responsável pelo equilíbrio do balanço de pagamentos e a taxa de juros passou a monitorar o RMI. Também foram adotadas, a partir de 1999, metas fiscais.

Argentina que acabou ocasionando um risco de “contágio”; ocorrência dos atentados terroristas às torres gêmeas; e turbulência nos mercados financeiros internacionais, com crise nas bolsas de *Wall Street* e *Nasdaq*. Esses fatores, mais o contexto de elevada aversão dos capitais internacionais ao risco dos países emergentes e a perspectiva de Lula da Silva ser vitorioso nas eleições presidenciais de 2002 – confirmando-se no segundo turno, em novembro do referido ano –, que acabou implicando uma elevação na percepção de risco dos títulos brasileiros, fizeram com que o Brasil enfrentasse uma crise conjuntural-cambial, condicionando, assim, o desempenho da economia naquele ano.

A crise acabou pressionando a taxa de câmbio que saltou de um patamar médio de R\$ 2,32 em março de 2002 para R\$ 3,89 em setembro do mesmo ano; uma desvalorização da ordem de 67,0%. Como consequência, houve reflexos na inflação e nos fluxos cambiais, com saídas substanciais de capitais estrangeiros do País. Na ocasião, as AM procuraram conter a saída de capitais elevando a taxa básica de juros (Selic) de 18,0% ao ano, em julho de 2002, para 25,0%, em dezembro do mesmo ano, chegando a 26,5% em fevereiro de 2003.

Após o pico de desvalorização cambial, influenciado pelo elevado diferencial de juros, e pelo retorno à “normalidade”, o câmbio seguiu sua tendência de revalorização. A apreciação cambial, todavia, não impediu a continuidade do crescimento vigoroso das exportações, as quais foram impulsionadas pelo aumento no preço dos produtos de exportação brasileiros, em especial as *commodities* agrícolas e minerais, pela recuperação de mercados retraídos (mormente Argentina e Estados Unidos), pelo aumento de penetração em novos mercados e pelo período de aquecimento da economia e do comércio em níveis mundiais. Como consequência, o saldo da balança comercial em 2002 foi quase cinco vezes maior do que no ano anterior (US\$ 13,1 bilhões contra US\$ 2,6 bilhões, conforme mostra a Tabela 1, em Anexo).

A partir de 2003 os resultados da balança comercial passaram a ser condicionados tanto pelas exportações, que cresceram a uma taxa média de 22,0% ao ano no período 2003-2009, quanto pelas importações, que cresceram acima das exportações. Tal movimento era de certa forma esperado face às perspectivas da retomada do crescimento estável do PIB e da tendência de apreciação cambial.

O saldo em transações correntes apresentou, a partir de 2003, sucessivos superávits, interrompendo os recorrentes déficits que ocorreram em anos anteriores,

principalmente ao longo do Plano Real: entre 1995 e 1999 o déficit acumulado em transações correntes chegou a US\$ 131,1 bilhões, ao passo que, entre 2003 e 2007, o saldo acumulado em transações correntes foi superavitário em cerca de US\$ 45,0 bilhões (Tabela 1, em anexo).

Em 2008 e 2009, todavia, o saldo de transações correntes voltou a apresentar déficits, acumulando um resultado da ordem de US\$ 52,5 bilhões (Tabela 1, em Anexo). As explicações para os referidos déficits estão relacionadas ao desaquecimento da economia mundial, principalmente a partir da crise do *subprime*, em setembro de 2008, e, mais uma vez, à apreciação da taxa de câmbio. A despeito da reversão do superávit em transações correntes no biênio 2008-2009, as reservas internacionais, em decorrência dos resultados positivos do balanço de pagamentos no período 2003-2007 e da estratégia de acumulação de reservas cambiais do Banco Central do Brasil (BCB) no biênio 2007-2008, atingiram os US\$ 238,5 bilhões, em dezembro de 2009 (Tabela 1, em Anexo).

Considerando-se, ainda, que houve uma significativa melhora dos indicadores macroeconômicos de solvência externa da economia brasileira, tais como as relações dívida externa líquida/PIB e serviço da dívida externa/exportações, nos anos recentes o comportamento da dinâmica externa caracterizou-se pela redução do grau de vulnerabilidade externa, que, diga-se de passagem, era muito elevado ao longo da década de 1990 e início dos anos 2000. Esta redução da vulnerabilidade externa permitiu que o governo brasileiro adotasse com sucesso uma política econômica anticíclica face ao contágio da crise financeira internacional a partir de setembro de 2008, uma vez que o governo encontrava-se em uma situação credora externa líquida, ou seja, o volume de reservas cambiais ultrapassava as obrigações externas do governo. Ademais, as taxas de crescimento econômico, após apresentarem-se relativamente instáveis entre 1999 e 2003, retomaram uma trajetória de crescimento mais promissor: entre 1999 e 2003, o crescimento médio do PIB foi da ordem de 1,9% ao ano, ao passo que entre 2004 e 2009 o PIB cresceu, em média, 3,9% ao ano (taxas calculadas pelos autores a partir das informações da Tabela 1, em Anexo).

A despeito dos resultados mais auspiciosos da economia brasileira nos últimos anos, tanto interno quanto externo, pelo menos três observações merecem reflexões, principalmente quando se analisa a dinâmica do setor externo da economia no período recente: (i) várias análises empíricas têm ressaltado a fragilidade exportadora brasileira

a partir do processo de “reprimarização” da pauta de exportação¹⁶, ou seja, o aumento da presença dos produtos primários e semimanufaturados, intensivos em recursos naturais; (ii) o Brasil perdeu participação relativa no comércio internacional quando comparado com os anos 1980¹⁷; e (iii) a valorização do *real* não somente é uma realidade, bem como, com as perspectivas de ingresso de capitais de risco a partir da definição dos marcos regulatórios do Pré-Sal, é uma tendência para os próximos anos.

3.2. A taxa de câmbio na dinâmica do RMI

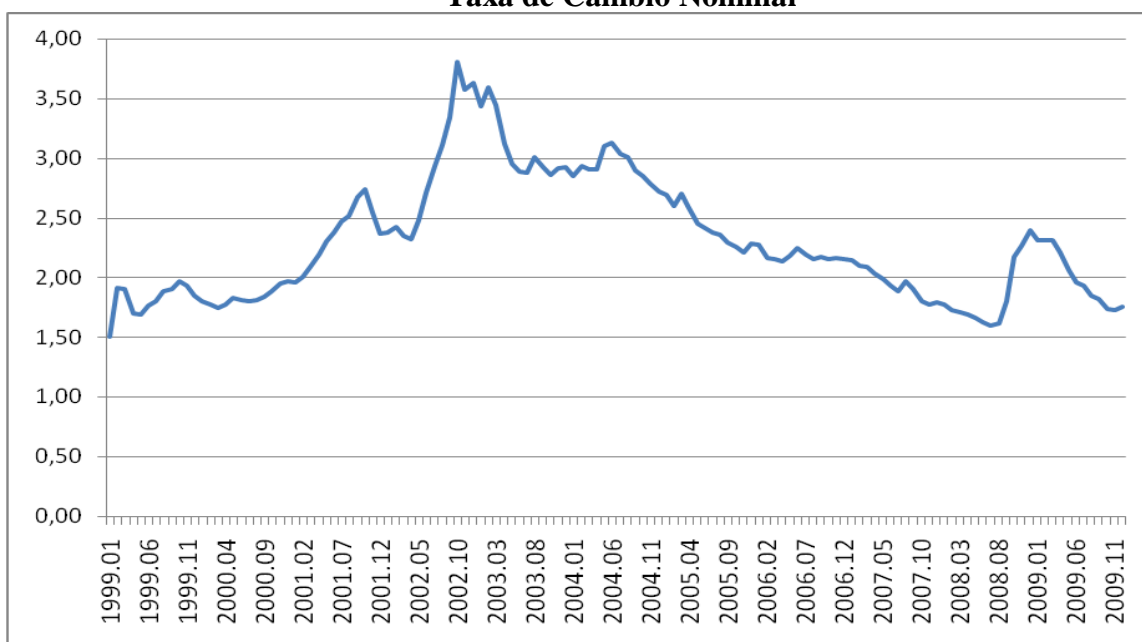
Analisando-se o período da economia brasileira pós-1999, portanto após a crise cambial de janeiro de 1999, a política de estabilização tem apresentado as seguintes características: regime de câmbio flutuante, RMI e geração de constantes superávits primários.

O *modus operandi* do RMI, somado ao regime de câmbio flutuante e operando sob condições de abertura da conta capital e financeira, resultou em instabilidade da taxa de câmbio nominal, conforme mostra o Gráfico 1, abaixo.

¹⁶ Veja, para tanto, Oreiro e Feijó (2010).

¹⁷ A participação das exportações brasileiras nas exportações mundiais continua baixa e, relativamente, estagnada. Conforme informações estatísticas da UNCTAD (2010), em 1980 as exportações brasileiras representavam cerca de 0,99% das exportações mundiais, ao passo que em 2009 elas elevaram-se tão somente para 1,24%. Ademais, pelas referidas informações, percebe-se que as menores e maiores participações das exportações brasileiras ocorreram, respectivamente, em 1999 (0,84%) e em 1984 (1,38%). Nos anos 2000, a média da razão exportações brasileiras/exportações mundiais foi da ordem de 1,04%, superior à média dos anos 1990 (0,92%), mas ligeiramente inferior à média dos anos 1980 (1,14%). As médias foram calculadas pelos autores, tendo como base as informações da UNCTAD.

GRÁFICO 1
Taxa de Câmbio Nominal



Fonte: BCB.

A fuga de capitais gerada por pressões especulativas contra o *real* levou a uma desvalorização cambial que afetou os preços domésticos, o que colocou, frequentemente, em xeque as metas de inflação estabelecidas pelo BCB. Sob essas circunstâncias o BCB teve que elevar a taxa de juros para reduzir o efeito do *pass-through* – foi assim em 2001 com a crise que abalou os mercados internacionais e em 2002-2003 com a desconfiança dos mercados com relação à eleição do presidente Lula da Silva. A partir de meados de 2005, favorecido por um contexto internacional benigno (*boom* de *commodities* e liquidez no mercado financeiro internacional), que permitiu a geração de superávits comerciais e a entrada de capitais externos, a taxa de câmbio teve uma tendência de gradual apreciação nominal e real, que foi um dos fatores que ajudou a manter a taxa de inflação baixa até 2009.

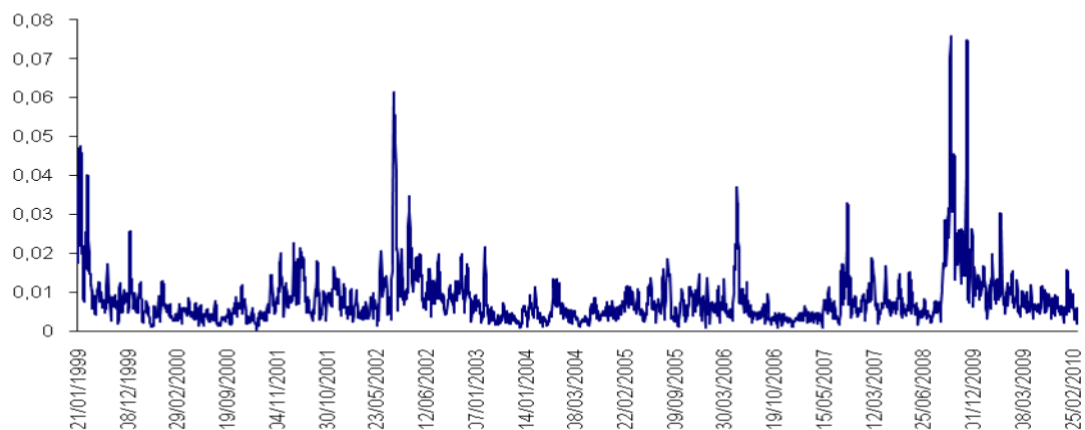
Como foi visto na Seção 2, a volatilidade da taxa de câmbio é de modo geral mais elevada nos países emergentes do que nos desenvolvidos e os primeiros possuem mercados cambiais menores e menos líquidos, o que torna essas economias mais vulneráveis às expectativas unidirecionais dos investidores externos e ao “comportamento de manada”. Em especial, as taxas de câmbio podem influenciar a inflação (repasso cambial), seja através dos preços dos bens finais comercializáveis e dos bens intermediários importados, seja por meio de seu impacto nas expectativas de

inflação dos agentes. Ho e McCauley (2003, p.6) mostram evidências de que: (i) a renda é negativa e significativamente correlacionada com o repasse cambial (*pass-through*) e as economias de baixa renda têm uma maior parcela de mercadorias comercializáveis na cesta de consumo, e (ii) o repasse cambial tem sido maior na América Latina do que em outros países emergentes, mesmo que os países latino-americanos não sejam necessariamente mais abertos do que os outros países, dentre os quais os asiáticos. A explicação para essa diferença é que os países com histórico recente de inflação elevada são mais sensíveis às flutuações das taxas de câmbio, provavelmente devido à existência de uma memória inflacionária (Eichengreen, 2002). Assim, devido à maior sensibilidade dos seus preços domésticos aos movimentos cambiais, a taxa de câmbio pode ter um papel mais proeminente em economias emergentes.

Ademais, discussão apresentada anteriormente mostrou que por mais que vários países emergentes, após as crises asiática e russa, tenham abandonado formalmente os regimes cambiais de câmbio semi-fixo, os regimes cambiais, na prática, acabaram sendo administrados para limitar o movimento da taxa de câmbio. Tal resistência a flutuações na moeda deriva da baixa credibilidade das suas políticas e instituições, do alto grau de *pass-through* entre a taxa de câmbio e o índice interno de preços e do efeito que uma grande desvalorização cambial pode exercer no passivo externo dos bancos e empresas, quando esses possuem compromissos em moeda estrangeira. Além disso, flutuações na taxa de câmbio podem gerar incertezas que desfavorecem o comércio internacional.

Corroborando com o argumento acima, o Gráfico 2, a seguir, mostra a volatilidade da taxa de câmbio, sinalizando que, após a adoção de um regime de câmbio flutuante em 1999, o BCB passou a não ter mais compromisso em determinar a taxa de câmbio, operando ocasionalmente no mercado cambial em períodos de grande volatilidade do fluxo de capital e, mais recentemente, de acordo com uma política de acúmulo de reservas internacionais.

GRÁFICO 2
Volatilidade da Taxa de Câmbio (Desvio-Padrão)



Fonte: Ipeadata.

Tendo como referência a análise de Souza e Hoff (2006), de Paula *et al* (2010) e o Gráfico 3, que mostra as intervenções do BCB no mercado de câmbio no período de janeiro de 1999 até setembro de 2009, observa-se que as referidas intervenções do BCB foram caracterizadas pelas seguintes fases:

- (i) Na primeira fase (janeiro a abril de 1999), período de implantação do novo regime cambial, houve uma grande volatilidade na taxa de câmbio em função da incerteza que envolveu a transição do regime cambial;
- (ii) Uma segunda fase se estendeu por cerca de dois anos (até primeiro trimestre de 2001), caracterizado por um comportamento do tipo “sem medo de flutuar”, em que o BCB, na ausência de grandes turbulências no cenário internacional e doméstico, realizou poucas intervenções no mercado de câmbio;
- (iii) A terceira fase, que se inicia no segundo trimestre de 2001, é caracterizada por choques adversos que revertem a conjuntura de bonança do período anterior. Nesta fase observa-se uma retração nos fluxos de capitais para o Brasil acompanhado por um aumento da demanda por *hedge* cambial por parte das empresas com passivos em dólar, o que acabou levando a uma disparada nas cotações do dólar. Nessas circunstâncias a reação do governo foi tentar conter a elevação da taxa de câmbio, procurando vender

uma quantidade fixa de dólares todos os dias (ração diária) de modo a reduzir o tamanho da depreciação provocada pela escassez de financiamento externo¹⁸;

(iv) Uma quarta e curta fase – de maio a dezembro de 2002 – esteve relacionada às incertezas quanto ao futuro da política econômica em função da perspectiva da vitória do candidato Lula da Silva nas eleições presidenciais, ocasião em que o risco-país subiu a um nível recorde em setembro (cerca de 2400 pontos) e as cotações do dólar voltaram a disparar. Na ocasião, o Governo elevou de novo a taxa de juros e realizou uma forte intervenção no mercado de câmbio, sendo que, naquela ocasião, não houve aumento das vendas de títulos públicos indexados ao dólar;

(v) A quinta fase vai de janeiro de 2003 a meados de 2005, ocasião em que ocorre uma espécie de “lua-de-mel” do novo Governo com o mercado financeiro. Na época, o governo Lula da Silva acabou elevando a taxa básica de juros básica e o superávit primário (fixado em 4,25%, acima do recomendado pelo FMI), o que resultou em um ambiente econômico relativamente mais estável. Nessas circunstâncias o BCB passou a intervir pouco no mercado cambial, aproveitando para, em algumas ocasiões, recomprar dólares, mas em um padrão de intervenção mais hesitante¹⁹;

(vi) A partir de outubro de 2005, se iniciou uma sexta fase na qual o BCB passou a efetuar compras volumosas de divisas, ainda que desigual ao longo do tempo, no mercado à vista, visando, com isso, à acumulação de reservas cambiais – elas passaram de US\$ 53,8 bilhões em dezembro de 2005 para US\$ 193,8 bilhões em dezembro de 2008²⁰). O BCB, todavia, em momento algum, sinalizou um volume de reservas cambiais ótimas a serem acumuladas, bem como não comprometeu-se com um nível de taxa de câmbio. De fato, tais intervenções não foram suficientes para reverter à tendência de apreciação cambial de longo prazo, ainda que no curto prazo possa ter contribuído para segurar a cotação, considerando que o período caracterizou-se pela intensificação da entrada líquida de capitais externos. Ademais, favorecido pelo cenário internacional próspero, até o segundo semestre de 2008, e pela política de acumulação de reservas cambiais (uma proteção contra crises externas), reduziu-se a volatilidade da

¹⁸ O Governo também intensificou a emissão de títulos públicos indexados ao dólar e elevou a taxa básica de juros.

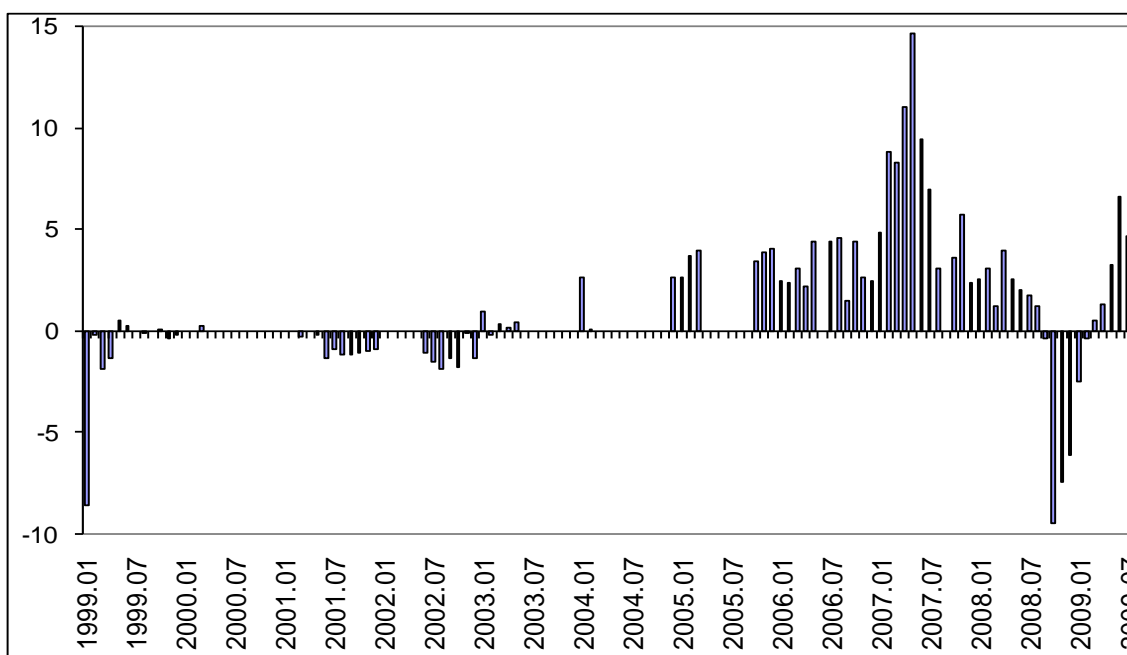
¹⁹ A compra maior de divisas ocorreu de dezembro de 2004 a março de 2005 quando o BCB fez uma compra agressiva no montante de US\$ 12,9 bilhões, passando, a partir de então, a se manter quase que completamente ausente no mercado de câmbio (Souza e Hoff, 2006, p.17).

²⁰ Conceito de liquidez internacional.

taxa de câmbio nominal (Gráfico 2), que, por sua vez, contribui para reduzir volatilidade da taxa básica de juros;

(vii) Por fim, a partir do contágio da crise financeira internacional em setembro de 2008, as intervenções do BCB ocorreram de formas distintas: por um lado, houve um *overshooting*, com a taxa de câmbio se depreciando 42,6% de 1/9/2008 a 31/12/2008. Para evitar o efeito *pass-through* sobre o IPCA, objetivando, assim, reverter à tendência de desvalorização da taxa de câmbio, o BCB vendeu no último trimestre de 2008 cerca de US\$ 23,0 bilhões de suas reservas e ofereceu *swaps* cambiais de modo a prover aos agentes um *hedge* contra a desvalorização do câmbio. Por outro, o BCB criou uma linha especial de crédito em dólares para exportadores, usando suas reservas como *funding* de tais operações.

GRÁFICO 3
Intervenções do BCB no Mercado de Câmbio



Fonte: Elaboração própria, com base em dados do BCB.

OBS: Valores negativos significam compra de dólares pelo BCB, ao passo que valores positivos representam compra de dólares.

A reversão da tendência de elevação da taxa de câmbio ocorreu somente a partir abril de 2009, quando o Governo complementou seu pacote de medidas econômicas, fiscal e monetária, para evitar que a economia brasileira continuasse apresentando sinais de recessão. A partir de maio, com o BCB realizando menos intervenções no mercado

de câmbio e o setor externo voltando à sua “normalidade”, a volatilidade da taxa de câmbio reduziu-se significativamente e a sua tendência foi de apreciação, fechando o ano a R\$ 1,75/US\$ 1,00, média de dezembro de 2009.

4. Uma proposição de política cambial com controle de capitais para a economia brasileira

A estratégia nacional para lidar com a globalização deve ter em conta, por um lado, a extrema importância da manutenção da estabilidade monetária e a adoção de políticas anticíclicas para dinamizar o investimento produtivo (Ocampo, 2002). Por outro, não se deve descuidar das medidas de incentivo ao setor externo. Isto porque, como afirma Thirlwall (2005), as exportações diferem dos outros componentes da demanda, sobretudo porque são os únicos componentes da demanda autônoma do sistema econômico, e, além disso, são capazes de custear os requisitos de importação para o crescimento econômico de longo prazo.

Nesse sentido, na busca de uma trajetória de crescimento econômico sustentável, principalmente para países emergentes, que vise superar as dificuldades impostas pelas restrições externas, deve-se ter em conta, além do regime macroeconômico favorável ao investimento, medidas que envolvem transformações das estruturas de produção, tais como: (i) adoção de uma taxa de câmbio em conformidade com o mecanismo operacional de um regime de câmbio flutuado administrado (*managed floating*), de tal forma que, não somente as ações especulativas possam ser coibidas, mas a taxa real de câmbio mantenha-se relativamente estável ao longo do tempo, sendo, portanto, favorável à atividade exportadora, (ii) uma política de promoção e diversificação das exportações, tanto em termos de pauta de produtos exportados quanto destino delas, (iii) aumentar o vínculo entre a produção interna e aquela voltada para o mercado internacional, onde o Investimento Direto Estrangeiro (IDE) representa um papel fundamental, considerando uma política estratégica de atração destes investimentos, (iv) esforços para aumentar o número de empresas que exportam (pequenas e médias – PMEs –, além das grandes), (v) apoio à formação de *clusters*, incluindo as PMEs nas atividades relacionadas à produção para o mercado internacional, (vi) redução das restrições tarifárias e não-tarifárias existentes aos produtos brasileiros, (vii) investimento em infraestrutura e aperfeiçoamento do arcabouço institucional e logístico (Baumann, 2002), e (viii) estímulo às atividades de pesquisa e desenvolvimento (P&D).

Em síntese, a longo prazo, uma solução segura para elevar a taxa de crescimento de um país em consonância com o equilíbrio do balanço de pagamentos da conta corrente é a mudança estrutural, no sentido de aumentar a elasticidade renda de exportações e diminuir a elasticidade renda por importações (Thirlwall, 2005)²¹. Assim sendo, no *plano micro-institucional* são imprescindíveis tanto políticas industriais para dinamizar o volume de comércio exterior, através, sobretudo, do aumento da competitividade da estrutura produtiva (Kupfer, 2004), quanto uma política que vise à atração de IDE capaz de alterar as elasticidades-renda das exportações e das importações. Dessa maneira, uma política comercial ativa, com objetivo de se ter tarifas e instrumentos não-tarifários, tais como políticas de crédito e financiamento, é fundamental para que a política industrial reestruture as exportações e substitua as importações, mantendo aquelas que contribuirão para o nível de produtividade da economia. Ademais, políticas comerciais estratégicas e mecanismos eficientes de regulamentação e de estímulos para setores industriais dinâmicos que operem em escala internacional, sob condições de retornos crescentes que gerem externalidade tecnológica, são essenciais para expandir as exportações (Chang, 2003; Palma, 2004). Por sua vez, no *plano macroeconômico*, além de políticas fiscal e monetária anticíclicas, não se pode deixar de lado a ideia de se buscar uma taxa de câmbio real de equilíbrio que evite um desequilíbrio de longo prazo do balanço de pagamentos. Para tanto, um câmbio administrado e regulação dos fluxos de capitais podem ser fundamentais.

Tendo como referência a ideia básica acima desenvolvida, qual seja, a de que a eliminação das restrições externas são fundamentais para assegurar o crescimento econômico dos países emergentes, e considerando-se a dinâmica da economia brasileira a partir do Plano Real e, em especial, do RMI, percebe-se que, a despeito da falta de uma estratégia efetiva de crescimento das exportações nos últimos anos, a reversão dos saldos comerciais e a recuperação do crescimento da economia brasileira denotam a importância dos resultados externos para o desempenho da economia. Contudo, a falta de um conjunto de políticas articuladas que visem uma inserção externa ativa pode

²¹ A chamada “Lei de Thirlwall” estabelece uma relação entre a taxa de crescimento dos países e a razão entre as elasticidades-rendas de suas importações e exportações. A baixa elasticidade-renda dos produtos de menor valor agregado exportado por países em desenvolvimento, comparada com a maior elasticidade-renda das importações produzidos pelos países desenvolvidos, gera déficits de caráter estrutural no balanço de pagamentos dos primeiros, o que acaba resultando em uma restrição ao crescimento econômico dos países em desenvolvimento. Deste modo, em uma economia aberta, o maior constrangimento ao crescimento da demanda (e, portanto, do desempenho econômico) é, normalmente, o seu balanço de pagamentos. Ver, entre outros, Thirlwall, 2005.

gerar, em um futuro próximo, um quadro propício para o reaparecimento da vulnerabilidade externa e a instabilidade do crescimento econômico, retomando a característica de crescimento *à la stop-and-go* da economia brasileira da década de 1990 e começo dos anos 2000.

Assim sendo, o crescimento econômico auto-sustentável somente poderá ser assegurado quando o País não estiver efetivamente vulnerável a choques externos que, além de desequilibrarem o balanço de pagamentos, restringem o crescimento econômico²². Nesse sentido, por mais que as reservas cambiais brasileiras encontrem-se, hoje, em situação confortável²³, a eliminação da restrição externa do País – isto é, déficits de balanço de pagamentos em transações correntes financiados por “poupança externa” – não pode prescindir tanto de políticas macroeconômicas de cunho keynesiana²⁴, fiscal, monetária e cambial, que garantam a estabilidade necessária, com estímulos ao investimento e à mudança estrutural, quanto da adoção de uma política comercial mais dinâmica e articulada com a política industrial no sentido de promover a exportação de bens e serviços de maior valor agregado.

Concentrando as atenções na política cambial, como visto na Seção 3, há evidências no Brasil de que a taxa de câmbio nominal tem sido volátil em função do movimento dos fluxos de capitais, o que acaba gerando efeitos deletérios sobre outras variáveis econômicas (inflação e produto). Ademais, de modo geral observa-se um desalinhamento da taxa de câmbio (ou seja, da taxa de equilíbrio em relação à taxa real de câmbio), sendo que, em particular, desde meados de 2004 existe um forte e crescente desalinhamento cambial. Como foi destacado, a literatura internacional mostra que há uma relação negativa e significativa entre crescimento econômico e desalinhamento cambial, sendo que o efeito negativo sobre crescimento é mais adverso quanto maior for o tamanho da sobrevalorização cambial. Assim, uma vez que o atual regime cambial brasileiro tem sido um fator de instabilidade macroeconômica, seja sobre a inflação, seja sobre os desequilíbrios externos, qual deve ser a alternativa em termos de regime cambial ou ainda em termos da operacionalização da política cambial?

²² As crises cambiais dos países emergentes nos anos 1990 e início dos anos 2000, dentre as quais as do Brasil em 1998-1999 e 2002, e a recente crise do *subprime* são exemplos de choques externos que acabam limitando a dinâmica de crescimento da economia brasileira.

²³ Ao final de 2009 elas encontravam-se ao redor de US\$ 230,0 bilhões.

²⁴ Sobre a lógica de políticas macroeconômicas de cunho keynesianas, veja Arestis e Sawyer (1988) e Davidson e Davidson (1996).

Responder à referida questão deve levar em consideração dois aspectos centrais. Em primeiro lugar, e em consonância com o que foi visto anteriormente, *a taxa de câmbio é uma variável macroeconômica chave que, interagindo com a política monetária e a política fiscal, afeta o balanço de pagamentos, preços, nível de atividade e emprego*. A política macroeconômica deve ser consistentemente formulada coordenando adequadamente seus três instrumentos, sendo que um foco no crescimento do produto e no emprego não significa que constrangimentos e objetivos relacionados ao balanço de pagamentos e inflação devam ser deixados de lado. Ou seja, a política macroeconômica deve estar voltada para a estabilidade macroeconômica, um conceito mais amplo do que simplesmente estabilidade de preços²⁵, pois inclui a combinação de equilíbrio interno (estabilidade e crescimento econômico) e equilíbrio externo (sustentabilidade do balanço de pagamentos).

No caso brasileiro atual, a superação do atual quadro de combinação de taxas de juros elevadas e taxa de câmbio apreciada, que acaba gerado um viés de crescimento relativamente baixo e instável (comparado a outros países em desenvolvimento) e desequilíbrios potenciais no balanço de pagamentos (atenuado em função dos efeitos positivos do recente *boom* de *commodities* sobre as exportações brasileiras), passa pela mudança no *mix* de política macroeconômica, que permita combinar uma taxa de juros mais baixa (ajudando a desestimular o afluxo de capitais) e uma taxa de câmbio mais elevada (de modo a estimular em particular a competitividade das exportações de setores não-comercializáveis).

Em segundo lugar, embora entenda-se que a política econômica não deve ter como objetivo único a estabilidade de preços – objetivo este que, segundo o “Novo Consenso Macroeconômico”, supõe um regime de política macroeconômica que combina taxa de câmbio flutuante, política monetária voltada (quase que) unicamente para propósitos de estabilidade de preços (no marco de um regime de metas de inflação) e uma política fiscal subordinada à política monetária –, não se pretende (i) propor mudanças radicais neste regime, incluindo a política cambial, mas, sim, adequá-lo aos objetivos acima delineados, e (ii) defender uma proposta mais acabada de operacionalização de uma nova abordagem de administração da taxa de câmbio, mas tão

²⁵ Neste sentido, segundo Stiglitz (1999, p. 99), “o foco único sobre a inflação não somente distorce as políticas econômicas – evitando que a economia alcance seu potencial pleno de crescimento – como também conduz a arranjos institucionais que reduzem a flexibilidade econômica sem obter os importantes benefícios de crescimento”.

somente discutir e indicar algumas possibilidades que possam ser interessantes para a economia brasileira.

O desenho de um regime cambial intermediário designado a evitar uma excessiva volatilidade da taxa de câmbio e desalinhamentos cambiais sem um sacrifício maior dos objetivos econômicos domésticos é o desafio para acadêmicos e *policy-makers* no Brasil. Neste sentido, deve-se procurar *um tipo de abordagem da taxa de câmbio que permita evitar uma volatilidade excessiva de curto prazo da taxa de câmbio* (sem ter um compromisso com um determinado nível) e ao mesmo tempo *busque influenciar a trajetória intertemporal da taxa de câmbio real*, de modo a evitar desalinhamentos cambiais de longo prazo que podem ser altamente disruptivos para a boa *performance* econômica²⁶.

Indo nessa direção, bem como se baseando na discussão realizada na Seção 2 e na análise descritiva da condução da política cambial brasileira apresentada na Seção 3, a administração da taxa de câmbio, visando à manutenção da taxa real efetiva de câmbio de equilíbrio, parece ser o regime cambial ideal para que as AM atinjam os objetivos de estabilidade macroeconômica, conforme definida anteriormente. Para tanto, a adoção de um regime cambial baseado em uma banda de monitoramento ou em uma taxa de referência têm como preocupação evitar desalinhamentos cambiais mais prolongados e, portanto, objetivam influenciar a trajetória intertemporal da taxa de câmbio. No que diz respeito ao monitoramento da taxa de câmbio por um mecanismo de banda, a banda cambial tem a função de cristalizar as expectativas dos agentes econômicos que atuam no mercado de divisas para estabelecer uma taxa de equilíbrio. Por sua vez, levando em conta as intervenções e sinais do BCB ao redor de uma taxa de referência, as forças de mercado tendem a estabilizar o câmbio ao redor da taxa de referência. Dessa maneira, sabendo que o mercado cambial se comporta como um mercado de ativos, em que as decisões de compra e venda de divisas são baseadas em convenções, a banda de monitoramento ou a taxa de referência proveria informação ao mercado de divisas de qual taxa de câmbio as AM acreditam ser consistente com os fundamentos de longo

²⁶ Bresser-Pereira (2009) sugere que a taxa de câmbio de referência seja uma taxa de câmbio de equilíbrio “industrial”, ou seja, uma taxa cujo nível viabilize as exportações de produtos manufatureiros mais sofisticados, e neutralize a chamada “doença holandesa”. Esta doença faz com que a taxa de câmbio seja definida por *commodities* que usam recursos naturais abundantes e baratas, cujas exportações são lucrativas com uma taxa mais apreciada do que aquela necessária às demais indústrias de bens comercializáveis que utilizam tecnologia no estado da arte.

prazo. Em suma, um desses dois regimes pode ser interessante para ser adotado no Brasil, face à combinação de flexibilidade com intervenção no mercado de câmbio.

Para assegurar a manutenção da taxa real efetiva de câmbio de equilíbrio em um patamar competitivo a médio e longo e prazos, propõe-se a criação de um *Fundo de Estabilização Cambial*, constituído por divisas compradas pelo governo com recursos fornecidos pelo Tesouro Nacional na forma de títulos da dívida pública, que seria utilizado para a operacionalização da política de esterilização relacionada às compras de divisas. Este fundo deveria atuar como um *market maker* no mercado de câmbio, (i) comprando moeda estrangeira toda a vez que a taxa de câmbio se depreciar de maneira persistente com respeito ao valor estimado da taxa real efetiva de câmbio de equilíbrio, e (ii) vendendo moeda estrangeira toda vez que a taxa de câmbio se apreciar de forma persistente com respeito ao valor de equilíbrio dessa taxa. Por sua vez, a magnitude de recursos do referido Fundo seria tão maior quanto maior for o fluxo de entrada de capitais na economia brasileira, o que pode implicar maior esforço fiscal em termos do aumento da meta de superávit primário. Para reduzir o esforço fiscal requerido para a implantação do *Fundo de Estabilização Cambial*, seria necessária a introdução de controles abrangentes de capitais no Brasil para reduzir os fluxos de entrada de divisas cambiais para a economia brasileira e diminuir, conseqüentemente, o esforço do governo de intervenção no mercado cambial²⁷.

Como foi visto anteriormente, a adoção de regulamentação sobre o fluxo de capitais pode ser fundamental tanto para prover a política monetária de uma maior autonomia, visando objetivos domésticos sem a preocupação de afetar a taxa de câmbio, quanto para ajudar a manter uma certa estabilidade na taxa de câmbio no curto prazo e reduzir as pressões derivadas de uma excessiva entrada de capitais. A natureza dos controles de capitais deve ser definida a partir do ciclo de liquidez prevalecente na economia mundial: em momentos de elevada liquidez internacional, nos quais ocorram grandes fluxos de capitais em direção aos países emergentes, o Conselho Monetário Nacional deve impor controles à entrada de capitais no País na forma de requerimento não-remunerado de depósitos sobre o ingresso de capitais (também chamados de “controles chilenos”). Uma alternativa, não excludente com a anterior, é a criação de limites à exposição cambial das instituições financeiras. Neste sentido, Ho e McCauley (2003, p.34) assinalam que “a experiência recente tem mostrando que controles de

²⁷ Para um aprofundamento ver o Capítulo X deste livro.

capitais, se bem desenhados e aplicados, podem ser úteis em proteger a economia contra aspectos desestabilizadores dos fluxos de capitais, dando suporte à implementação de outras políticas e mesmo resolvendo certos tipos de dilemas de política”.

5. Conclusões

Partindo de uma análise sobre referenciais teóricos distintos acerca de regimes cambiais ideais para países emergentes, este Capítulo objetivou apresentar uma proposição de política cambial para a economia brasileira que vise equilibrar o setor externo do País e, ao mesmo, corroborar para a estabilidade dos preços e o crescimento econômico sustentável.

As principais conclusões do Capítulo são as que seguem: (i) regimes cambiais de flutuação cambial para países emergentes suscetíveis à vulnerabilidade e fragilidade externas tendem a gerar volatilidades abruptas na taxa de câmbio, comprometendo, assim, a estabilização macroeconômica; (ii) controle de capitais e um regime de taxa de câmbio flutuante administrada podem tornar os países emergentes menos suscetíveis aos efeitos adversos de choques externos e asseguram a autonomia para a condução da política macroeconômica, em especial a monetária; (iii) no Brasil, desde a implantação do Plano Real, em um primeiro momento, e a adoção do RMI, a taxa de câmbio tem sido operacionalizada de forma a controlar, direta ou indiretamente, a taxa de inflação, bem como não há uma estratégia explícita das AM acerca da busca do crescimento das exportações e do equilíbrio (ou superávit) do balanço de pagamentos em transações correntes; e (iv) o equilíbrio intertemporal das contas externas brasileiras deve ser uma das preocupações centrais das AM, que passa, por um lado, por mudanças estruturais e institucionais e, por outro, pela administração da taxa de câmbio e pela adoção de um regulamentação sobre os fluxos de capitais.

Referências bibliográficas

- AGUIRRE, A. e CALDERON, C. (2006). “Real exchange rate misalignments and economic performance”, mimeo.
- ARESTIS, P.; SAWYER, M. (1988). “Keynesian economic policies for the new millennium”. *Economic Journal*, 108: 181-195, January.
- ASSOCIAÇÃO KEYNESIANA BRASILEIRA (2008). *Dossiê da Crise*. Curitiba, FIEP.

- BANCO CENTRAL DO BRASIL (2010). <<http://www.bcb.gov.br>>. Acesso em março.
- BAUMANN, R. (2002). “Os desafios da exportação”. In: CASTRO, A.C. (Org.). *Desenvolvimento em Debate: painéis do desenvolvimento brasileiro I*. Rio de Janeiro, BNDES-MAUAD, 105-130.
- BRESSER-PEREIRA, L.C. (2009). *Globalização e Competição*. Rio de Janeiro: Campus/Elsevier.
- CALVO, G.; REINHART, C. (2002). “Fear of floating”. *Quarterly Journal of Economics*, 117 (2): 379-408.
- CALVO, G.; MISHKIN, F. (2003). “The mirage of exchange rate regimes for emerging market countries”. *Journal of Economic Perspectives*, 17: 99-118.
- CARAMAZZA, F.; AZIZ, J. (1998). *Fixed or flexible? Getting the exchange rate right in the 1990s*. Washington, D.C., International Monetary Fund.
- CHANG, H.J. (2003). *Globalization, Economic Development and the Role of the State*. Penang/Malaysia, Third World Network.
- CORDEN, M. (2002). *Too Sensational: On the Choice of Exchange Rate Regimes*. Cambridge: The MIT Press.
- DAVIDSON, G.; DAVIDSON, P. (1996). *Economics for a Civilized Society*. New York, M.E.Sharpe.
- EDISON, H.; LEVINE, R.; RICCI, L.; SLOK, T. (2002). “International financial integration and economic growth”. *Journal of International Money and Finance*, 21: 749-776.
- EDWARDS, S.; SAVASTANO, M. (2000). “Exchange rate in emerging economies: what do we know? What do we need to know?” In: KRUEGER, A. (Ed.). *Economic policy reform: the second stage*. Chicago, University of Chicago Press, 453-510.
- EINCHENGREEN, B. (2002). “Can emerging markets float? Should they inflation target?”. *Working Papers Series # 36*. Brasília, Banco Central do Brasil.
- EICHENGREEN, B.; LEBLANG, D. (2002). *Capital account liberalization and growth: was Mahathir right?* Washington, D.C., NBER Working Paper Series # 9247, December.
- EICHENGREEN, B.; TOBIN, J.; WYPLOSZ, C. (1995). “Two cases for sand in the wheels of international finance”. *Economic Journal*, 105 (428): 162-172, January.
- FERRARI-FILHO, F.; PAULA, L.F. (2003). “The legacy of the Real Plan and an alternative agenda for the Brazilian economy”. *Investigación Económica*, LXII(244): 57-92, abril-junio.
- _____. (2006). “Regime cambial, conversibilidade da conta capital e performance econômica: a experiência recente de Brasil, Rússia, Índia e China”. In: FERRARI FILHO, F.; SICSÚ, J. (Org.). *Câmbio e controle de capitais: avaliando a eficiência de modelos macroeconômicos*. Rio de Janeiro, Campus-Elsevier, 184-221.
- _____. (2008-09). “Exchange rate regime proposal for emerging countries: a Keynesian perspective”. *Journal of Post Keynesian Economics*, 31(2): 227-248, Winter.

- FISCHER, S. (1998). "Capital-account liberalization and the role of the IMF". *Essays in International Finance*, 207: 1-10.
- _____. (2001). "Exchange rate regimes: is the bipolar view correct?" *Journal of Economic Perspectives*, 15 (2): 3-24.
- FRENKEL, R. (2006). "An alternative to inflation targeting in Latin America: macroeconomic policies focused on employment". *Journal of Post Keynesian Economics*, 28 (4): 573-591, Summer.
- FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL (2002). *World Economic Outlook*. September. Disponível em: <<http://www.imf.org.br>>. Acessado em março de 2010.
- GRABEL, I. (2003). "Averting crisis? Assessing measures to manage financial integration in emerging countries". *Cambridge Journal of Economics*, 27 (3): 317-336, May.
- GRENVILLE, S. (2000). "Exchange rate regime for emerging countries". *Reserve Bank of Australia Bulletin*, Sidney, Reserve Bank, November.
- HO, C.; McCAULEY, R. (2003). "Living with flexible Exchange rate: issues and recent experience in inflation targeting emerging market economies". *Bank for International Settlements Working Papers # 130*, Basel, February.
- INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA (2010). Disponível em: <<http://www.ipeadata.gov.br>>. Acesso em março.
- KAMINSKY, G. e REIHART, C.M. (1999). "The twin crises: the causes of banking and balance of payments problems". *American Economic Review*, 89(3): 473-500.
- KUPFER, D. (2005). "Política industrial, infra-estrutura e inovação". In CAVALCANTI, B.; RUEDIGER, M.; SOBREIRA, R. (orgs.). *Desenvolvimento e Construção Nacional*. Rio de Janeiro, FGV e Konrad Adenauer, 129-144.
- MORENO, R. (2005). "Motives for intervention". *Bank for International Settlements Papers # 24*, Basel, May.
- MOHANTY, M.; SCATIGNA, M.(2005). "Has globalization reduced monetary policy independence?" *BIS Papers* N.23, maio.
- OBSTFELD, M.; ROGOFF, K. (1995). "The mirage of fixed exchange rates". *Journal of Economic Perspectives*, 9: 73-96, Fall.
- OCAMPO, J. A. (2002). "Globalização e desenvolvimento". In: BNDES. *Desenvolvimento e Globalização: perspectivas para as nações*. Disponível em <http://www.bndes.gov.br/conhecimento/livro_debate/1-Desenv&Glob.pdf>. Acesso em março de 2010.
- OREIRO, J.L.; FEIJÓ, C. (2010). "Desindustrialização: conceituação, causas, efeitos e o caso brasileiro". *Revista de Economia Política*. 30(2): 219-232.
- OSTRY, J.D.; GHOSH, A.R.; HABERMEIER, K.; CHAMON, M.; QURESHI, M.S.; REINHARDT, D.B.S. (2010). *Capital Inflows: the role of controls*. Washington, D.C., International Monetary Fund, February.

- PALMA, Gabriel (2004). Gansos voadores e patos vulneráveis: a diferença da liderança do Japão e dos Estados Unidos no desenvolvimento do Sudeste Asiático e da América Latina. In: FIORI, J.L. (org.). *O Poder Americano*. Petrópolis, Editora Vozes, 393-454.
- PAULA, L.F. (2008). “Uma nova política macroeconômica: algumas proposições a partir de uma visão novo-desenvolvimentista”. In: BRESSER-PEREIRA, L.C. (Org.). *Nação, Câmbio e Desenvolvimento*. Rio de Janeiro, Editora FGV.
- PAULA, L.F., MEYER, T.R.; PIRES, M.C. (2010). “Regime cambial, taxa de câmbio e estabilidade macroeconômica no Brasil”. In: BRESSER-PEREIRA, L.C. (Org.). *Crise Global e o Brasil*. Rio de Janeiro, Editora FGV.
- PRASAD, E.; ROGOFF, K.; WEI, S.; KOSE, M. (2003). *Effects of Financial Globalization on Developing Countries: some empirical evidence*. Washington, D.C., International Monetary Fund.
- PRATES, D. M. (2005). “As assimetrias do sistema monetário e financeiro internacional”. *Revista de Economia Contemporânea*, 9(2): 263-288, maio-agosto.
- RODRIK, D. (1998). “Who needs capital-account convertibility?” *Essays in International Finance*, 207: 55-65.
- SOUZA, F.E. e HOFF, C.(2006). “O regime cambial brasileiro: 7 anos de flutuação”. <http://www.ie.ufrj.br/conjuntura/pdfs/TextoRedeMercosul.pdf>.
- SQUEFF, G., OREIRO, J.L.; PAULA, L.F. (2008). “A Post Keynesian proposal for a flexible institutional arrangement of inflation targeting regime in emerging economies”. *Anais do I Encontro da Associação Keynesiana Brasileira*, Campinas, AKB.
- STIGLITZ, J. (1999). “More instruments and broader goals: moving toward the Post-Washington consensus”. *Revista de Economia Política*, 19(1): 94-120.
- THIRLWALL, A. (2005). *A Natureza do Crescimento Econômico: um referencial teórico para compreender o desempenho das nações*. Brasília, IPEA.
- TOBIN, J. (1978). “A proposal for international monetary reform”. *Eastern Economic Journal*, 4 (3-4): 153-159.
- UNITED NATIONS CONFERENCE ON TRADE AND DEVELOPMENT (2010). <<http://www.unctad.org>>. Acessado em março.
- WILLIAMSON, J. (2000). *Exchange Rate Regimes for Emerging Markets: Reviving the Intermediate Option*. Washington, D.C., Institute for International Economics.

Anexo

TABELA 1
Indicadores Macroeconômicos do Brasil, 1990-2009

Indicadores/Período	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Inflação/IPCA, %	1.620,9	472,7	1.119,1	2.477,1	916,4	22,4	9,66	5,22	1,66	8,94
Crescimento do PIB, %	- 4,3	1,0	- 0,5	4,9	5,8	4,2	2,7	3,3	0,1	0,3
Taxa de Câmbio Efetiva Real ¹	97,3	106,29	103,0	100,43	73,31	71,13	69,62	68,34	75,41	103,1
Taxa de Juros Básica, final de período, %	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	23,0	38,0	29,0	19,0
Saldo Comercial, US\$ bilhões	10,7	10,6	15,3	13,3	10,4	- 3,5	- 5,6	- 6,7	- 6,6	-1,2
Transações Correntes/PIB, %	-0.8	-0.3	1.6	-0.2	-0.3	-2.4	-2.8	-3.5	-4.0	-0.8
Reservas Cambiais, US\$ bilhões	9,9	9,4	23,7	32,2	38,1	51,8	60,1	52,2	44,6	36,3
Dívida Pública/PIB, %	n.d.	42,0	37,1	32,6	30,0	29,1	29,6	30,4	35,4	44,5

(Continuação da TABELA 1)

Indicadores/Período	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Inflação/IPCA, %	5,97	7,67	12,53	9,30	7,60	5,69	3,14	4,46	5,9	4,31
Crescimento do PIB, %	4,3	1,3	2,7	1,1	5,7	3,1	3,7	5,4	5,1	- 0,2
Taxa de Câmbio Efetiva Real ¹	100,89	116,98	158,01	133,84	127,39	101,3	99,99	87,21	106,51	78,8
Taxa de Juros Básica, final de período, %	16,5	19,0	22,0	17,5	17,25	18,5	13,25	11,25	13,75	8,75
Saldo Comercial, US\$ bilhões	-0,7	2,6	13,1	24,8	33,6	44,7	46,1	40,0	24,7	24,6
Saldo de Transações Correntes, US\$ bilhões	-24,2	-23,2	- 7,6	4,2	11,7	13,9	13,5	1,5	- 28,2	-24,3
Transações corrente/PIB, %	-4.3	-3.8	-4.2	-1.5	0.8	1.8	1.6	1.3	- 1,8	- 1,4
Reservas Cambiais, US\$ bilhões	33,0	35,9	37,8	49,3	52,9	53,8	85,8	180,3	193,8	238,5
Dívida Pública/PIB, %	45,5	48,4	50,5	52,4	47,0	46,5	44,7	42,8	36,0	43,0

Nota: (1) Final de período, junho/1994 = 100.

Fonte: BCB e Ipeadata.