

**INSERÇÃO EXTERNA E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO: UM ESTUDO DAS
EXPERIÊNCIAS DOS BRIC NO PERÍODO PÓS-BRETTON WOODS**

MICHAL KALECKI

ECONOMIA PURA E APLICADA

CONSELHO REGIONAL DE ECONOMIA – CORECON/ PR

22. PRÊMIO PARANÁ DE MONOGRAFIA

**INSERÇÃO EXTERNA E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO: UM ESTUDO DAS
EXPERIÊNCIAS DOS BRIC NO PERÍODO PÓS-BRETTON WOODS**

MICHAL KALECKI

ECONOMIA PURA E APLICADA

RESUMO

Este trabalho analisa o processo de inserção externa de Brasil, Rússia, Índia e China (BRIC) no período pós-Bretton Woods, mais precisamente a partir da década de 1980 até os dias atuais. A globalização da economia intensificou os fluxos de investimentos externos e o comércio internacional. Nesse sentido, os países do BRIC adotaram diferentes estratégias para se inserirem no cenário internacional e desde então tem apresentado, em maior ou menor grau, um acelerado crescimento econômico. No entanto, a economia brasileira parece destoar do ritmo de crescimento observado nas outras economias do grupo. Após uma discussão teórica acerca das políticas cambiais, dos regimes de câmbio e controle de capitais, analisou-se a trajetória de desenvolvimento desses países, com especial atenção para as estratégias de inserção externa adotadas, e verificou-se empiricamente que esse menor dinamismo pode estar associado à inserção passiva da economia brasileira no mercado global, enquanto os demais realizaram uma inserção mais ativa, pró-crescimento. É comum à China, Índia e Rússia uma estratégia de desenvolvimento voltada para fora, em que as exportações têm grande representatividade na composição do PIB, e são favorecidas por uma taxa de câmbio competitiva e estável, enquanto o Brasil é caracterizado por uma taxa de câmbio mais volátil e com tendência à apreciação, o que tem efeitos negativos sobre o comércio internacional, os investimentos e o crescimento econômico no país. No que tange aos fluxos de capitais, observou-se a preocupação, principalmente de China e Índia, em controlar seus movimentos, além de executarem políticas de atração de IED em setores considerados importantes para o desenvolvimento do país no longo prazo. Já no Brasil nota-se uma dependência do capital internacional para o fechamento das contas externas, sendo os investimentos em *portfolio* a principal fonte de recursos, atraídos principalmente pelo elevado diferencial de taxas de juros em relação ao resto do mundo. Dessa forma, o capital externo que chega ao país associa-se principalmente ao investimento financeiro, buscando retornos rápidos e elevados, sem qualquer comprometimento com o desenvolvimento. Portanto, uma das possíveis explicações para o menor dinamismo econômico observado no Brasil dentre esse grupo de países está relacionada ao fato de que Rússia, Índia e China implementaram programas de estabilização e de reestruturação econômica que reduziram efetivamente o constrangimento externo e cooperaram para criar um ambiente de estabilidade que fosse favorável ao crescimento do país, enquanto o Brasil, a partir dos anos 1990, valeu-se de estratégias baseadas no “Consenso de Washington”, fortemente liberalizantes, que não conseguiram assegurar ao país um crescimento sustentado e financeiramente estável.

Palavras-chave: Inserção externa. Desenvolvimento econômico. BRIC.

ABSTRACT

This study analyzes the external insertion process of Brazil, Russia, India and China (BRIC) in the post-Bretton Woods, more precisely from the 1980s to the present. The economic globalization has intensified the flow of foreign investment and international trade. In this respect, the BRIC countries have adopted different strategies to fit within the international scenario and, since then, have presented an accelerated economic growth, in a greater or lesser degree. However, the Brazilian economy seems to clash with the pace of growth observed in other economies of the group. After a theoretical discussion regarding exchange rate policies, the exchange rate regimes and capital controls, it was analyzed the developmental trajectory of these countries, with special attention to the external insertion strategies adopted, and it was empirically verified that the lower dynamism of Brazilian economy may be associated to a passive insertion of Brazilian economy in the global market, while others held a more active inclusion, pro-growth. It is common to China, India and Russia, a development strategy focused on the outside, in which exports have significant representation in the composition of GDP, and are favored by a competitive and stable exchange rate, while Brazil is characterized by a more volatile exchange rate and prone to appreciation, which has negative effects on international trade, investment and country's economic growth. In regard to the capital flows, it was observed a concern, especially in China and India, to control their movements, and implement policies to attract FDI in sectors considered important for the country's development in the long run. In Brazil is noticed a dependence on international capital to the the external accounts closure, and the portfolio investments are the main source of funds, attracted mainly by the high interest rate's differential relative to the rest of the world. Hence, the foreign capital coming into the country is mainly associated with financial investment, seeking quick and high yields without any commitment to the development. Therefore, one possible explanation for the lower economic dynamism observed in Brazil among this group of countries is related to the fact that Russia, India and China have implemented stabilization and economic restructuring that effectively reduced the external constraint and cooperated to create a stable environment that was conducive to the countries growth, while Brazil, from the 1990s, relied on strategies based on the "Washington Consensus", strongly liberal, that failed ensuring the country a financially stable and sustained growth.

Key words: External insertion. Economic development. BRIC.

LISTA DE FIGURAS, QUADROS E TABELAS

Gráfico 1 – Formação Teórica da Taxa de Câmbio.....	12
Quadro 1 – Classificação dos arranjos cambiais	13
Quadro 2 – Estrutura do balanço de pagamentos	21
Figura 1 – Políticas monetária e fiscal expansionistas sob câmbio fixo.....	25
Quadro 3 – Resumo políticas monetária e fiscal expansionistas sob câmbio fixo.....	26
Figura 2 – Políticas monetária e fiscal sob câmbio flexível	27
Quadro 4 – Resumo políticas monetária e fiscal expansionistas sob câmbio flexível	28
Figura 3 – Canais da integração financeira internacional.....	31
Quadro 5 – Taxa de crescimento médio do PIB entre 1980-2010.....	46
Gráfico 2 – Taxa de crescimento real (%) do PIB no Brasil entre 1980-2010.....	47
Gráfico 3 – Taxa de investimento (% PIB) no Brasil entre 1980-2010	51
Gráfico 4 – Taxa de crescimento real (%) do PIB na China entre 1980-2010.....	52
Gráfico 5 – Taxa de investimento (% PIB) na China entre 1980-2010.....	55
Gráfico 6 – Taxa de crescimento real (%) do PIB na Índia entre 1980-2010	58
Gráfico 7 – Taxa de investimento (% PIB) na Índia entre 1980-2010.....	62
Gráfico 8 – Taxa de crescimento real (%) do PIB na Rússia entre 1993-2010.....	63
Gráfico 9 – Taxa de investimento (% PIB) na Rússia entre 1990-2010.....	65
Figura 4 – Conta Corrente e subcontas (%) do PIB nos BRIC entre 1994-2010	68
Figura 5 – Exportações (% PIB) e Taxa de câmbio real nos BRIC.....	70
Gráfico 10 – Grau de abertura ao exterior (% PIB).....	72
Quadro 6 – Conta Capital e Financeira (% PIB) nos BRIC	73
Figura 6 – Investimento direto e investimento em <i>portfolio</i> nos BRIC (US\$ milhões).....	75
Figura 8 – Taxas de juros dos BRIC e Fed fund rate (EUA)	78
Figura 9 – Reservas internacionais dos BRIC (US\$ milhões)	80
Tabela 1 – Volatilidade Média (%) do Câmbio Nominal.....	83
Gráfico 11 – Nível de volatilidade do câmbio real nos BRIC.....	84

SUMÁRIO

RESUMO	3
ABSTRACT	4
LISTA DE FIGURAS, QUADROS E TABELAS.....	5
SUMÁRIO.....	6
INTRODUÇÃO	7
POLÍTICA CAMBIAL, BALANÇO DE PAGAMENTOS E CONTROLE DE CAPITAIS: ASPECTOS TEÓRICOS	10
1.1 Introdução	10
1.2 Definições de política cambial e comercial	10
1.3 Conceitos de taxa de câmbio.....	11
1.4 Os regimes cambiais	13
1.4.1 Regimes de câmbio flexível	15
1.4.2 Regimes de câmbio fixo.....	16
1.4.3 Regimes cambiais intermediários.....	18
1.5 O balanço de pagamentos.....	19
1.6 A mobilidade de capitais.....	21
1.7 O modelo Mundell-Fleming: perfeita mobilidade de capitais.....	23
1.7.1 Perfeita mobilidade de capitais e câmbio fixo.....	24
1.7.2 Perfeita mobilidade de capitais e câmbio flexível.....	26
1.8 Controles de capital.....	28
1.8.1 Argumentos contra os controles de capital.....	28
1.8.2 Argumentos favoráveis aos controles de capital	32
1.9 Considerações finais	35
A EVOLUÇÃO DO SISTEMA MONETÁRIO INTERNACIONAL E A TRAJETÓRIA DE DESENVOLVIMENTO DOS BRIC.....	37
2.1 Introdução	37
2.2 A derrocada do sistema de Bretton Woods.....	38
2.3 O Consenso de Washington e o neoliberalismo	40
2.4 Desenvolvimento econômico e inserção externa: o caso dos BRIC.....	46
2.4.1 Brasil.....	47
2.4.2 China.....	52
2.4.3 Índia.....	57
2.4.4 Rússia	62
2.5 Considerações finais	66
SETOR EXTERNO E OS PADRÕES DE INSERÇÃO DOS BRIC NO CENÁRIO INTERNACIONAL.....	67
3.1 Introdução	67
3.2 Transações correntes.....	67
3.3 Exportações e taxa de câmbio.....	70
3.4 Grau de abertura ao exterior	71
3.5 Conta capital e financeira	72
3.6 Taxa de juros e fluxos de capitais	77
3.7 Reservas internacionais.....	79
3.8 Nível de volatilidade cambial.....	82
3.9 Considerações finais	85
CONCLUSÃO.....	86
REFERÊNCIAS	88

INTRODUÇÃO

Há uma década, Jim O’Neill, economista-chefe do banco de investimentos Goldman Sachs, reuniu em um único conceito os novos movimentos que observava na economia mundial. O termo BRIC apareceu pela primeira vez em um estudo de O’Neill intitulado *Building Better Global Economic Brics* (2001). Na opinião do economista, Brasil, Rússia, Índia e China tinham grandes populações, economias em desenvolvimento e governos interessados em se abrir aos mercados globais. Essas características serviriam para fazer do quarteto um grupo com potencial de crescimento rápido, e o destino destes países seria assumir o posto de pilares ou “tijolos”¹ da economia mundial no século XXI. Posteriormente, em 2003, outros dois economistas do Goldman Sachs, Dominic Wilson e Roopa Purushothaman, publicaram um estudo sobre a evolução da economia mundial até 2050, intitulado *Dreaming with Brics: the path to 2050*. O estudo projetou o crescimento do Produto Interno Bruto, da Renda per capita e dos fluxos de dinheiro movimentados nesses países e sugeriu que estes seriam os mais prováveis candidatos a estarem no rol das seis maiores economias a partir de 2050. Embora de início um conceito mercadológico, o termo ganhou aceitação cada vez mais generalizada, sendo então, incorporado pelos próprios governos desses países, que começaram a se aproximar politicamente e passaram a fazer reuniões para discutir como ganhar mais influência global.

Entretanto, ao analisar o desempenho econômico do grupo, o Brasil tem se apresentado como uma nota destoante, exibindo um nível de crescimento inferior ao dos demais, o que inclusive tem suscitado alguma polêmica entre analistas macroeconômicos sobre a continuidade do país no grupo. Tendo em vista o reconhecido potencial econômico do Brasil, o que explica a obtenção de taxas de crescimento relativamente baixas quando comparadas aos outros países do BRIC? E ainda, que fatores têm levado os outros países do grupo, especialmente China e Índia, a sustentar taxas de crescimento mais elevadas no período recente?

Identificada a problemática, o objetivo central deste trabalho é analisar a trajetória de crescimento dos BRIC nas últimas décadas, e identificar as principais diferenças entre os

¹ A ordem das iniciais dos países na composição do termo BRIC vem da semelhança com a palavra *bricks*, que na tradução do inglês para o português significa tijolos, no sentido de que esses países seriam a base de sustentação da economia mundial no futuro próximo. Em 2011, por ocasião da III Cúpula, a África do Sul juntou-se ao agrupamento, que adotou a sigla BRICS (“s” de *South Africa*). No entanto, a inclusão do país africano no grupo deve-se principalmente a fatores políticos, não tendo qualquer relação com o estudo pioneiro de O’Neill.

padrões de inserção externa que possivelmente expliquem o menor dinamismo da economia brasileira em relação às demais economias do grupo.

Tomando-se os BRIC como objeto de análise, a demarcação temporal engloba um período mais recente, que vai de 1980 a 2010. A escolha do período de análise deveu-se à intensificação da globalização econômica e financeira no período pós-Bretton Woods, a partir de 1973 até os dias atuais, mas que precisou ser restringido em virtude da disponibilidade de dados para as análises.

A justificativa para este tema advém do crescente interesse nas economias do BRIC, principalmente em termos das lições que podem ser apreendidas por meio do estudo dos determinantes básicos do atual desempenho econômico e do potencial de se tornarem os principais impulsores do crescimento econômico mundial. E, mais especificamente, decorre das observações históricas de que países em desenvolvimento têm a possibilidade de se inserir de forma soberana na economia mundial, logrando taxas de crescimento elevadas e sustentadas, como ocorreu com algumas economias asiáticas a partir de 1980, entre elas China e Índia, em que uma das principais fontes de dinamismo desses países está em sua forma de inserção externa, pautada em taxas de câmbio competitivas e estáveis, política de acumulação de reservas internacionais e controle aos movimentos de capitais.

A hipótese que rege este trabalho é que a realização de uma inserção mais ativa de China, Índia e Rússia no cenário econômico internacional é um dos determinantes das diferenças entre as taxas de crescimento destas economias e as do Brasil, em que a política cambial, o controle dos fluxos de capitais e o nível das taxas de juros são variáveis relevantes.

Quanto à metodologia empregada, o trabalho se divide em três partes: teórica, história e empírica. A parte teórica fundamentou-se em revisões da literatura, tais como livros, artigos e *working papers*, procurando sempre materiais atualizados e autores conceituados na área relacionada ao tema. A revisão bibliográfica propiciou a delimitação da base teórica que orientou o trabalho.

Na parte empírica foram coletados, inicialmente, dados de órgãos como o Fundo Monetário Internacional, o Banco Mundial, o Centro de Comparações Internacionais da Universidade de Pennsylvania, e outros, que demonstrassem a *performance* econômica de cada um dos países durante o período de análise. Esses dados permitiram a comparação entre essas economias e também o cálculo de médias e indicadores que enriqueceram a análise.

Compreendem a estrutura do trabalho, além desta introdução, três partes e uma conclusão.

A primeira parte é de caráter teórico, apresentando as teorias acerca das políticas de inserção externa nos países emergentes, dos diferentes tipos de regimes cambiais, do debate envolvendo o controle de capitais, e a relação entre as formas de inserção externa com desenvolvimento econômico.

Na segunda parte é feita uma contextualização da mudança do sistema monetário internacional após o fim do sistema de Bretton Woods, uma exposição do neoliberalismo econômico e o que representou o Consenso de Washington para as estratégias de desenvolvimento das economias periféricas. Na sequência é feita uma análise histórica das economias do BRIC, com destaque para o padrão de inserção externa e a participação do Estado no processo de desenvolvimento desses países.

A terceira parte apresenta uma análise empírica do comportamento ou desempenho do setor externo desses países, como suas contas do balanço de pagamentos, taxa de câmbio e de juros, fluxos de capitais, reservas internacionais, e as implicações deste conjunto de elementos no crescimento econômico dos países.

A parte final do trabalho, além de sistematizar os principais resultados obtidos, apresenta as considerações finais da pesquisa, adiantando-se, as maiores taxas de crescimento econômico observadas na China, Índia e Rússia em relação ao Brasil parecem decorrer das estratégias de inserção ativa dessas economias no mercado internacional, pautadas no forte incentivo ao setor exportador, em que a defesa da taxa de câmbio real tem papel fundamental. Já o Brasil parece ter acatado as sugestões liberais do Consenso de Washington e realizado uma inserção externa passiva, que além de não garantir um crescimento econômico sustentado acabou por aumentar a dependência do país diante dos mercados financeiros internacionais.

1 POLÍTICA CAMBIAL, BALANÇO DE PAGAMENTOS E CONTROLE DE CAPITAIS: ASPECTOS TEÓRICOS

1.1 INTRODUÇÃO

Essa primeira parte tem por objetivo explicitar os elementos basilares da política cambial e suas implicações sobre as políticas macroeconômicas de um país. Para tal, inicialmente é feita uma distinção entre política cambial e política comercial, além de uma conceitualização do principal instrumento de política cambial, a taxa de câmbio. Consecutivamente, são apresentados os diferentes tipos de arranjos cambiais, a maneira com que a taxa de câmbio é definida em cada um desses sistemas e suas principais vantagens e desvantagens. Além disso, é apresentada de forma breve a estrutura e o mecanismo do balanço de pagamentos de um país, bem como o comportamento de seu conjunto de contas em um contexto de crescente abertura comercial e financeira dos mercados. Por fim, é feita uma análise da evolução dos fluxos internacionais de capitais e a influência destes no que concerne à condução das políticas macroeconômicas dos países. Nesse sentido, são delineados os diversos argumentos acerca dos controles de capitais.

Os conceitos abordados nessa parte inicial serão resgatados ao longo do trabalho, especialmente na análise final relacionada ao setor externo dos BRIC, na qual o entendimento dos elementos aqui expostos é fundamental para compreender como as diferentes estratégias de inserção internacional e as políticas adotadas nesse processo impactaram e vem impactando a economia desses países.

1.2 DEFINIÇÕES DE POLÍTICA CAMBIAL E COMERCIAL

A Política Cambial e a Comercial estão inter-relacionadas, já que ambas se constituem em instrumentos de Política Externa de uma economia, atuando sobre as variáveis relacionadas a esse setor. A política Comercial refere-se aos mecanismos gerais de estímulo às exportações, como incentivos fiscais e taxas de juros subsidiadas, e ao controle de importações através de tarifas e outras barreiras. Já a política Cambial diz respeito mais especificamente à

administração do governo sobre as taxas de câmbio e pelo controle sobre as operações cambiais, objetivando manter equalizados os termos de troca do país no mercado internacional. A política ou regime cambial de um país é definido pelo seu Banco Central, sendo que os extremos dos regimes cambiais são o regime de câmbio fixo e o regime de câmbio flutuante.

1.3 CONCEITOS DE TAXA DE CÂMBIO

De acordo com a definição de Krugman e Obstfeld (2005, p. 241), taxa de câmbio é o preço de uma moeda estrangeira medido em unidades ou frações da moeda nacional. Para que o comércio internacional aconteça é necessária a conversão da moeda nacional em moedas de outros países, de modo a comparar os diferentes preços entre eles.

Trevisan (2004, p. 19), sobre a taxa de câmbio:

[...] a taxa de câmbio é um dos preços fundamentais da economia, uma vez que permite avaliar os preços, expressos em moeda nacional, dos bens e serviços produzidos no exterior, afetando o setor externo, a inflação, o crescimento da produção, e outras variáveis economicamente relevantes.

A taxa de câmbio pode ser nominal ou real. A taxa de câmbio nominal mostra o preço relativo entre a moeda local e a moeda estrangeira, ou seja, reflete o custo de uma moeda em relação à outra. Existem duas maneiras de expressar as taxas nominais: A primeira é o preço da moeda nacional em termos de moeda estrangeira, e a segunda é o preço da moeda estrangeira em termos de moeda nacional.

No âmbito dos fluxos comerciais entre os países, a taxa de câmbio relevante é a taxa de câmbio real, que “pode ser definida como o poder relativo de compra da produção nacional” Kenen (1998, p. 376), isto é, é a taxa que traduz o preço dos bens domésticos em relação aos bens estrangeiros. Padronizando os preços domésticos e estrangeiros em uma mesma unidade monetária, os agentes econômicos podem computar os preços relativos que afetam os fluxos de comércio internacional.

O mercado no qual ocorre a comercialização das divisas de diferentes países é chamado mercado de câmbio ou mercado de moeda estrangeira. Segundo Krugman e Obstfeld (2005, p.244), os principais participantes do mercado de câmbio são os bancos comerciais, as empresas que se envolvem com o comércio internacional, as instituições financeiras não bancárias – como as firmas de administração de ativos e as companhias de seguros – e os bancos centrais.

Em relação à formação teórica da taxa de câmbio, como é um preço, geralmente é determinada pela interação entre oferta e demanda de divisas. Sua formação teórica pode ser exemplificada pelo gráfico 1, onde no eixo “Y” são indicados os preços unitários em moeda nacional da divisa estrangeira, e no eixo “X” são representadas as quantidades demandadas e ofertadas de moeda estrangeira no mercado, em determinado momento. A demanda de moeda estrangeira é representada pela curva “DD”, de inclinação negativa, indicando que quanto menor for o preço da divisa, maior será a quantidade demandada da mesma e vice-versa. Já a curva “OO” representa a oferta de divisas, com inclinação positiva, indicando que quanto maior for o preço da divisa, maior será a sua oferta e vice-versa. O ponto onde a oferta e demanda se equivalem, ou seja, onde o mercado encontra o equilíbrio, é representada pelo ponto “E”, que determina então a taxa de câmbio do período.

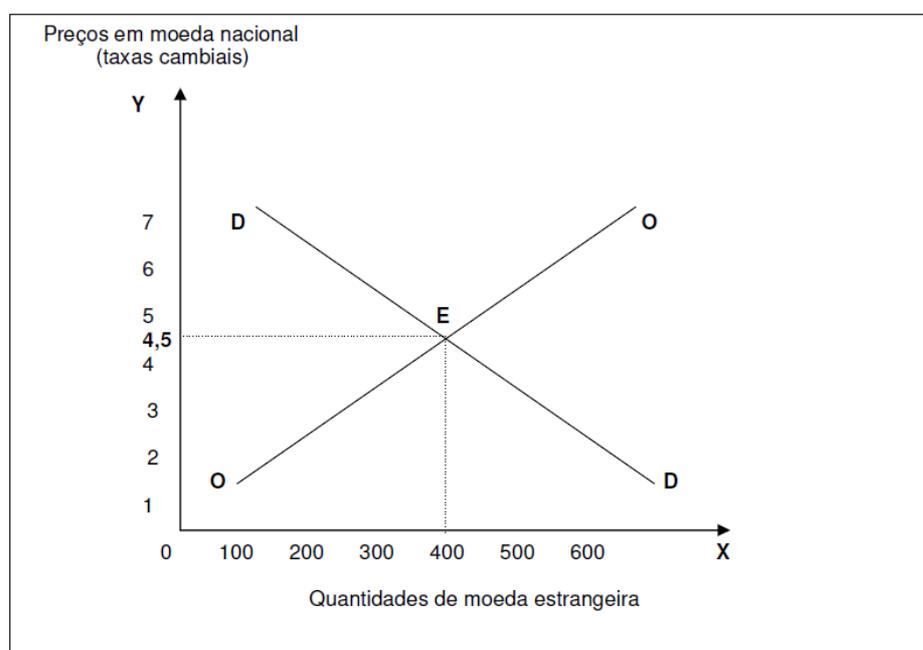


Gráfico 1 – Formação Teórica da Taxa de Câmbio.

Fonte: Trevisan (2004). Elaboração: Trevisan (2004).

As despesas de residentes de um país em bens, serviços ou ativos estrangeiros e todas as transferências realizadas ao exterior constituem a demanda por moeda estrangeira. E a totalidade dos créditos do balanço de pagamentos de um país é igual à oferta de moeda estrangeira. Porém, não necessariamente a taxa de câmbio da economia é determinada pelo equilíbrio do mercado de câmbio, já que os regimes cambiais adotados pelos países podem estabelecer taxas de câmbio que divergem da que equilibra a oferta e a demanda por divisas.

1.4 OS REGIMES CAMBIAIS

De acordo com a definição do Instituto de Estudos do Comércio e Negociações Internacionais (ICONE, 2011), os regimes cambiais são conjuntos de regras pelas quais são executados os pagamentos internacionais e pelas quais são regulados os mercados de compra e venda de moedas estrangeiras em um determinado país. O tipo de regime cambial adotado por um país afeta, além do valor da taxa de câmbio, a variabilidade desta, e por isso é um elemento decisivo em relação ao volume e à direção dos fluxos comerciais e financeiros desse país.

Segundo o Fundo Monetário Internacional (FMI, 2011), a classificação dos arranjos cambiais, em ordem decrescente de rigidez, é a seguinte:

<p>1. Arranjos Fixos</p> <ul style="list-style-type: none"> a) Uniões Monetárias b) Dolarização (<i>Currency Boards</i>) c) Câmbio Fixo <p>2. Arranjos Intermediários</p> <ul style="list-style-type: none"> a) Fixos Ajustáveis (<i>Adjustable pegs</i>) b) Minidesvalorizações (<i>Crawling pegs</i>) c) Fixo a uma cesta de moedas (<i>Basket pegs</i>) d) Zonas-Alvo ou Regime de Bandas (<i>Target Zone or Bands</i>) <p>3. Arranjos Flexíveis ou Flutuantes</p> <ul style="list-style-type: none"> a) Flutuação Administrada (<i>Dirty Floating</i>) b) Flutuação Livre

Quadro 1 – Classificação dos arranjos cambiais.

São caracterizados como arranjos fixos, a união monetária, a dolarização, e o câmbio fixo. A união monetária é resultante de acordo comercial entre países de um mesmo bloco econômico ou que possuem proximidade geográfica, e utilizam uma mesma moeda sob um regime cambial fixo, como é o caso da União Européia. As uniões monetárias se baseiam na Teoria de Áreas Monetárias Ótimas, associadas originalmente à Mundell (1961), McKinnon (1963) e Kenen (1969). Entende-se por dolarização o processo através do qual a moeda nacional é, na prática, substituída pelo dólar (ou por alguma outra divisa internacionalmente aceita). A dolarização pode ser dividida em extra-oficial, na qual os indivíduos mantêm depósitos bancários ou títulos em moeda estrangeira para proteger-se das oscilações da moeda

doméstica; em dolarização semi-oficial na qual há duas moedas de curso legal dentro do país; e em dolarização oficial na qual o governo adota a moeda estrangeira (dólar) como moeda oficial e de curso legal (SCHULLER, 1999 *apud* ARAÚJO, 2009, p. 42). Um exemplo de dolarização é o caso da Argentina em 1991. Por último, os regimes de taxas de câmbio fixo são aqueles que utilizam arranjos nos quais a autoridade monetária do país mantém a taxa de câmbio no nível estabelecido através da compra e venda de moeda estrangeira.

Os arranjos cambiais intermediários são aqueles que utilizam taxas de câmbio fixas, mas que podem ser ajustadas periodicamente de forma a atender ao nível desejado da taxa de câmbio. O primeiro caso de taxa de câmbio fixa, porém ajustável (*Adjustable Pegs*), caracteriza-se como um regime de ancoragem com uma faixa de variação estreita, ou seja, as autoridades monetárias podem intervir e ajustar as taxas câmbio, limitando-se a uma faixa extremamente pequena de variação, sem que isso se configure em uma mudança de regime.

O sistema de minidesvalorizações (*Crawling pegs*) compreende a declaração de uma paridade oficial com uma âncora monetária. Porém nesse sistema permite-se que a paridade central seja alterada regularmente pelas autoridades monetárias. É utilizada por países que procuram a estabilidade externa, proporcionada pela ancoragem, mas precisam controlar a deterioração dos termos de troca que pode vir com a inflação, e para isso recorrem ao reajuste do câmbio. As minidesvalorizações foram largamente utilizadas no Brasil entre as décadas de 1960 e 1980.

Nos arranjos fixos a uma cesta de moedas (*Basket pegs*), a taxa de câmbio é definida de acordo com um peso proporcional ao comércio entre os países. Por perseguir tal regime uma economia emergente pode estar apta a amortecer a vulnerabilidade advinda de flutuações nas moedas de seus maiores parceiros (RAJAN, 2000).

O último dos arranjos intermediários, o sistema de zonas-alvo ou regime de bandas cambiais, é um regime no qual a taxa de câmbio, embora fixa, pode oscilar dentro de um intervalo de variação relativamente grande, chamado de bandas cambiais. As autoridades governamentais podem intervir na taxa de câmbio quando há a ameaça de que esta ultrapasse o intervalo de variação. No entanto, essa intervenção não se restringe apenas em situações de ultrapassagem dos limites de variação, podendo ocorrer com maior frequência de modo que a taxa efetiva não se afaste da paridade ou meta central estabelecida. As autoridades podem estabelecer tanto uma faixa de variação quanto uma taxa de referência.

No caso de sistemas de câmbio flutuante, estes se dividem em regime de flutuação administrada ou flutuação suja (*Dirty floating*) e regimes de livre flutuação. A flutuação administrada passou a ser adotada principalmente após a derrocada do Sistema Monetário de

Bretton Woods (EINCHENGREEN, 2000). As autoridades governamentais podem intervir no câmbio para prevenir grandes flutuações de curto prazo, contudo, esse sistema não está relacionado com alguma taxa ou indicador no longo prazo. As intervenções são esporádicas e não anunciadas previamente pelo governo, o que tende a acarretar maior instabilidade do que os regimes mencionados anteriormente (ARAÚJO, 2009). Já na flutuação livre, as autoridades governamentais não se utilizam da política cambial e, portanto, a taxa de câmbio é determinada totalmente segundo a oferta e demanda por dólares no mercado de câmbio.

No que tange aos limites entre arranjos fixos e intermediários, e arranjos intermediários e flutuantes, Araújo (2009) define suas linhas divisórias.

A linha divisória entre arranjos fixos e intermediários é a política para fixar a taxa de câmbio. Se esta for um compromisso institucional trata-se de um sistema de câmbio fixo, caso não seja, o sistema cambial pode ser classificado como intermediário. Já a linha divisória entre regimes intermediários e flutuantes é a existência de uma zona explícita na qual as autoridades monetárias intervêm. Se existir essa zona, o regime de câmbio é intermediário, mas, caso as intervenções no mercado de câmbio sejam discricionárias, ou não existam, o regime é classificado como flutuante (ARAÚJO, 2009, p. 43).

Após essa sucinta definição dos arranjos cambiais e suas principais diferenças, a seção seguinte apresenta uma caracterização mais detalhada de cada um dos três grandes grupos de regimes de câmbio, ou seja, regimes de câmbio flutuante, fixo e intermediário, respectivamente.

1.4.1 Regimes de câmbio flexível

Os regimes de taxas de câmbio flexível caracterizam-se basicamente pela liberdade conferida ao câmbio, que tem sua taxa definida exclusivamente pelas forças do mercado. Em outras palavras, a taxa de câmbio é determinada pelo equilíbrio entre oferta e demanda no mercado de divisas.

A oferta de dólares se dá através de exportadores, de empresas multinacionais que realizam investimentos no país, dos empréstimos obtidos por empresas nacionais no exterior, dos turistas estrangeiros que o visitam, ou seja, por todos aqueles que trazem dólares para o país. Por outro lado, a demanda de dólares se dá através dos importadores, de empresas multinacionais instaladas no país quando remetem lucros, de empresas que efetuam pagamentos de juros ou títulos no exterior, de turistas quando viajam ao exterior, enfim, por

todos agentes que remetem dólares para fora do país (TREVISAN, 2004). Nesse sentido, em uma situação de excesso de demanda por moeda estrangeira, esta moeda tem seu preço elevado e, em consequência, a moeda nacional se deprecia. Quando houver um excesso de oferta de moeda estrangeira seu preço diminui, e nesse caso a moeda nacional se aprecia. Dado que, nesse sistema, o princípio básico é um mercado de divisas do tipo concorrência perfeita, sem intervenções do Banco Central, é o mecanismo de preços que ajusta os desequilíbrios através de apreciações e depreciações da taxa de câmbio. Dessa forma, o balanço de pagamentos está sempre em equilíbrio, sem que haja necessidade de recorrer às reservas internacionais, pois os déficits (excesso de demanda por moeda estrangeira) tendem a desaparecer com a depreciação da taxa de câmbio, e os superávits (excesso de oferta de moeda estrangeira) são afastados com uma apreciação da taxa de câmbio.

Como o Banco Central não precisa intervir no mercado de câmbio, este pode perseguir outros objetivos além da manutenção da taxa de câmbio, o que representa uma importante diferença em relação ao sistema de taxas de câmbio fixas. Com isso, há uma maior liberdade da política monetária, o que é considerado por muitos autores como uma das principais vantagens do câmbio flutuante (ARAÚJO, 2009).

1.4.2 Regimes de câmbio fixo

Nos regimes de câmbio fixo, é estabelecida uma paridade entre a moeda nacional e a moeda estrangeira, o que pode ser feito através de uma decisão do governo ou de uma lei. As autoridades monetárias decidem a taxa de câmbio que irá vigorar, comprometendo-se a atuar no mercado de câmbio, comprando e vendendo divisas a essa taxa, que poderia ser diferente da taxa de equilíbrio caso o regime fosse o de câmbio flexível, onde não há intervenção do Banco Central.

De acordo com Krugman e Obstfeld (2001, p. 504), sob um regime de taxa de câmbio fixa, o equilíbrio no mercado de câmbio ocorre quando há paridade dos juros, ou seja, quando a taxa de juros doméstica e a taxa de juros estrangeira são iguais. Portanto, quando o Banco Central intervém para manter a taxa de câmbio fixa, ele deve ajustar automaticamente a oferta de moeda doméstica de forma a manter a paridade entre as taxas de juros interna e externa.

Quando o governo fixa a taxa de câmbio da moeda nacional em termos da moeda estrangeira em um nível abaixo do equilíbrio que seria dado no regime de taxas flexíveis, diz-se

que há uma sobrevalorização da moeda nacional e uma subvalorização da moeda estrangeira. Nesse caso, há um excesso de demanda por moeda estrangeira e, para evitar que esse excesso de demanda pressione a taxa de câmbio para cima do nível pré-estabelecido, o governo deve elevar a oferta de divisas para o mercado. Já no caso de uma fixação da taxa de câmbio acima do nível de equilíbrio no mercado cambial, a moeda nacional estará subvalorizada e a moeda estrangeira sobrevalorizada. Nesse caso, há um excesso de oferta de moeda estrangeira e, portanto, para impedir que a taxa de câmbio se reduza, o Banco Central deve demandar a moeda estrangeira excedente para manter seu preço fixo.

Portanto, a manutenção da taxa de câmbio no nível fixado torna-se uma responsabilidade das autoridades monetárias. A diferença entre a demanda e a oferta de divisas, ao nível da taxa de câmbio fixada pelas autoridades, não é eliminada através do mecanismo de preços, isto é, através de uma desvalorização ou valorização cambial. Para evitar que as pressões façam a taxa de câmbio subir (ou diminuir), o governo deve oferecer no mercado aquela quantidade de divisas que estaria faltando (ou sobrando) para equilibrar oferta e demanda à paridade fixada. Isso significa que o Banco Central deve possuir um estoque suficiente de reservas em moeda estrangeira para poder intervir no mercado cambial (ARAÚJO, 2009).

Conforme Trevisan (2004, p. 36), nesse regime, as oscilações na demanda e oferta de moeda estrangeira não repercutem na taxa de câmbio, mas no volume de reservas internacionais do país e na oferta de moeda nacional.

A utilização das reservas internacionais por parte do Banco Central para intervir no mercado cambial, tem consequências sobre o balanço de pagamentos de um país. Quando o Banco Central do país local precisa adquirir moeda estrangeira a fim de vendê-la no mercado de câmbio, a soma dessa redução das reservas e do aumento de ativos externos no país resulta em déficit no balanço de pagamentos, já que o valor dos gastos no exterior (demanda por moeda externa) excede os ganhos derivados do exterior (oferta de moeda externa). Caso contrário, quando há um excesso de oferta de moeda externa, o país tem um superávit no balanço de pagamentos.

Há que se ressaltar que no regime de câmbio fixo, essas situações de déficits e superávits persistentes no balanço de pagamentos não são sustentáveis. No primeiro caso, o volume de reservas torna-se uma restrição, uma vez que, com sucessivos déficits as reservas internacionais se esgotam. No segundo caso, há um acúmulo sucessivo de reservas internacionais por parte do país, isto terá um custo de oportunidade representado por uma restrição ao aumento do bem estar da sociedade, que acaba por sacrificar consumo presente em

função de consumo futuro. Portanto, nenhuma dessas situações é sustentável ao longo do tempo (LOPES e VANCONCELLOS, 2000).

Outro ponto importante sobre as intervenções do Banco Central no caso de arranjos fixos é que este deve aceitar perdas de grau de liberdade da política monetária, uma vez que deve adquirir qualquer excesso de oferta de moeda estrangeira (uma situação de superávit no balanço de pagamentos). Nesse arranjo cambial, uma vez fixada a taxa de câmbio, o Banco Central atua passivamente no sentido de manter a taxa de câmbio pré-estabelecida.

Portanto, num regime de câmbio fixo, os instrumentos de política monetária são menos poderosos no sentido de afetar a oferta de moeda e o produto da economia. Ao contrário, a política fiscal pode ser usada nesse caso (TREVISAN, 2004).

1.4.3 Regimes cambiais intermediários

Os regimes cambiais intermediários são constituídos por arranjos que se situam entre os dois casos extremos, ou seja, regimes fixos ou flutuantes. Esses regimes seriam tentativas de atingir objetivos inconciliáveis, como autonomia monetária local e estabilidade cambial, em um mundo onde há grande integração financeira e livre mobilidade de capitais entre as fronteiras (CARVALHO et al. 2007).

Segundo Corden (2001), na prática, os regimes de taxa flutuante raramente são puros.

Há quase sempre algum monitoramento da taxa de câmbio, na forma de uma intervenção direta no mercado pelo Banco Central destinada a evitar movimentos extremos e volatilidade a curto prazo. O ponto-chave é que não há um atrelamento a uma taxa específica, e que a taxa de câmbio pode ser volátil em resposta a mudanças de expectativas. Foi o medo ou desgosto em relação a essa volatilidade que tornou impopulares as taxas flutuantes. (CORDEN, 2001, p. 8).

Ao perseguir o objetivo de controlar a volatilidade do câmbio e torná-lo mais competitivo no comércio internacional, a adoção de uma estratégia intermediária pode ser interessante, pois nos arranjos intermediários preserva-se a flexibilidade de ajuste de câmbio frente a choques, e simultaneamente, abre a possibilidade de orientação da trajetória temporal da taxa de câmbio.

As semelhanças entre os regimes intermediários e os de câmbio fixo são as necessidades de acumular reservas internacionais e o fato de as autoridades monetárias terem certa capacidade de determinar a taxa de câmbio, já que o Banco Central intervêm na economia

através da utilização de reservas internacionais tentando delimitar os movimentos da taxa de câmbio aos níveis desejados. Em relação às semelhanças com os regimes flutuantes, pode-se citar a presença de certa flexibilidade, o que os possibilita ajustar-se parcialmente por meio dos mecanismos de preços, no entanto, esta flexibilidade é limitada devido à necessidade de manter uma trajetória para a taxa de câmbio.

1.5 O BALANÇO DE PAGAMENTOS

A abertura dos mercados financeiros permite que os investidores retenham tanto ativos domésticos quanto ativos estrangeiros, para diversificar suas carteiras, para especular sobre movimentos das taxas de juros estrangeiras contra as taxas de juros domésticas, sobre as oscilações das taxas de câmbio, etc. (BLANCHARD, 2007). Além disso, essa abertura dos mercados financeiros permite que o país tenha superávits ou déficits comerciais.

As transações dos residentes de um país com o exterior, incluindo tanto fluxos comerciais quanto fluxos financeiros, são demonstrados por um conjunto de contas designado balanço de pagamentos. O balanço de pagamentos compreende duas contas principais: Transações correntes, que se refere às transações de bens e serviços realizadas pelos brasileiros com o exterior, assim como os pagamentos de transferências, e, a Conta capital e financeira que registra as transações de ativos entre o país e o resto do mundo, como por exemplo, estoques, títulos, terra e depósitos bancários (DORNBUSCH; FISCHER, 2009).

O saldo em transações correntes é chamado de poupança externa do país, e subdivide-se em Balança Comercial, Balança de Serviços e Rendas e Transferências Unilaterais.

O balanço de pagamentos obedece ao “Princípio das Partidas dobradas”. A regra básica para as contas do balanço de pagamentos é que “a transação que dá lugar a um pagamento do residente de um país é um item de déficit no balanço de pagamentos daquele país” (DORNBUSCH; FISCHER, 2009, p. 274).

Em relação à Balança Comercial, as exportações de mercadorias aparecem como créditos, pois correspondem a direitos sobre o exterior que os estrangeiros devem quitar através de pagamentos ao país. As importações de mercadorias aparecem como débitos, pois correspondem a direitos em favor do exterior que o país deve quitar através de pagamentos a estrangeiros. No tocante à Balança de serviços, as exportações e importações de serviços são tratadas de maneira análoga, e às vezes são descritas como comércio “invisível”, pois não

podem ser vistas cruzando a fronteira, mas têm os mesmos efeitos do comércio de mercadorias visíveis. Já os fluxos de entrada e saída de renda são incluídos na conta corrente (Balança de rendas) porque têm duas características em comum com as exportações e importações de bens e serviços. Em primeiro lugar, correspondem a direitos que devem ser quitados através de pagamentos. Em segundo lugar, refletem o uso, por parte de um país, do capital – um fator de produção – de outro país, aumentando a renda nacional do país que produz o capital. Por fim, as transferências unilaterais, representadas por doações, remessas e outras transferências, não representam aumentos de renda, mas apenas redistribuições de renda (KENEN, 1998).

Quando ocorre déficit nas transações correntes, há poupança externa positiva, o que significa que, em termos reais, o país está absorvendo recursos reais do resto do mundo, que permitem o financiamento do consumo e dos investimentos do país. A contrapartida financeira desse fluxo real é o aumento do endividamento do país, ou seja, quando ocorre superávit nas transações correntes, há poupança externa negativa, no sentido de que o país está transferindo bens e serviços para o resto do mundo.

A Conta Capital e Financeira registra os direitos adquiridos e as obrigações entre residentes e não residentes do país. A Conta Capital é uma inovação introduzida em 1993, pelo Fundo Monetário Internacional (FMI), e é constituída pelas transferências unilaterais de patrimônio de migrantes e a aquisição ou alienação de bens não financeiros não produzidos, como cessão de patentes, por exemplo. A Conta Financeira é considerada uma substituição à antiga conta de capitais autônomos, e registra as transações relacionadas à formação de ativos e passivos externos, e que, portanto, modificam sua posição credora ou devedora diante o resto do mundo.

Para que um país mantenha suas contas externas em equilíbrio, quando houver déficit em transações correntes, ele deve financiá-lo por meio de um superávit da conta capital e, se houver déficit na conta capital, é preciso um superávit em transações correntes. Caso essa contrapartida não seja possível, o país terá que dispor de suas reservas internacionais, e, se estas forem insuficientes, deverá recorrer ao financiamento externo.

Simplificadamente, a estrutura do balanço de pagamentos se constitui no seguinte:

BALANÇO DE PAGAMENTOS
1. Transações Correntes
1.1 Balança Comercial
Exportações
Importações
1.2 Serviços e Rendas
Fretes
Viagens Internacionais
Seguros
Serviços Financeiros
Juros da Dívida
Royalties e Licenças
Aluguéis
Serviços Governamentais
Serviços Diversos
Salários e Ordenados
Renda de Investimentos
Outros Serviços
1.3 Transferências Unilaterais
2. Conta Capital e Financeira
Investimento Direto
Investimento em Carteira
3. Erros e Omissões
4. Resultado do Balanço de Pagamentos (1 + 2 + 3)

Quadro 2 – Estrutura do balanço de pagamentos.

1.6 A MOBILIDADE DE CAPITAIS

A análise da política cambial deve considerar ainda o papel dos fluxos internacionais de capitais, uma vez que a globalização financeira promoveu uma intensificação da mobilidade de capitais entre os países, o que afetou fortemente a maneira que estes conduzem suas políticas macroeconômicas, em especial aqueles que se encontram em processo de desenvolvimento.

Kenen (1998, p. 414) sobre a mobilidade de capital, ressalta:

Os movimentos internacionais de capital aumentaram muito rápido durante a década de 1980, sob a influência de dois fatores. O primeiro foi a eliminação ou a flexibilização dos controles exercidos pelos governos sobre movimentos de capital. Depois foi a vez dos computadores e outras inovações tecnológicas, que ajudaram os investidores a administrar os seus ativos com mais engenhosidade e os bancos e outras instituições a criarem novos instrumentos financeiros que simplificassem a transferência de fundos de um país para outro ou de uma moeda para outra pelos investidores.

De acordo com Devlin; French-Davis e Griffith-Jones (1994), os mercados internacionais de capital cresceram drasticamente a partir de meados da década de 60 e, afirmam os autores, embora reflitam parcialmente as economias em expansão, o aumento do comércio mundial e a globalização da produção, os movimentos internacionais de capital envolvem também fatores puramente financeiros que se propagam com velocidade perceptivelmente maior.

Nos anos 60, a presença crescente de centros financeiros internacionais *offshore*² pouco regulamentados estimulou os movimentos de capital que procuravam fugir às regulamentações financeiras nacionais, aos controles de capital e aos impostos. Então, nos anos 70 e 80, muitos países começaram a desregular seus setores financeiros internos e a relaxar ou abandonar a regulamentação sobre as operações cambiais. Isso, combinado com avanços tecnológicos revolucionários no processamento de informações e nas telecomunicações e com o surgimento de uma engenharia financeira cada vez mais sofisticada, contribuiu para o crescimento acelerado dos fluxos financeiros nacionais e internacionais (DEVLIN; FRENCH-DAVIS; GRIFFITH-JONES, 1994, p. 2).

Chesnais (1999) prefere chamar a globalização financeira de mundialização financeira. Ele define três etapas para este processo: 1) A primeira etapa compreende o período 60-79, é chamada de internacionalização financeira direta; 2) A segunda etapa é a da desregulamentação e liberalização financeira, abrangendo o período 79-85, e tem como principais características a liberalização, tanto para entrada como para saída, dos movimentos de capitais e a securitização das dívidas públicas; 3) A terceira etapa (86-95) se caracterizou pela abertura e desregulamentação dos mercados de ações, pela incorporação dos mercados emergentes dentro da circulação internacional do capital e pelos choques financeiros e cambiais de maior intensidade. A finança internacional, segundo Plihon (2007), desenvolve-se agora com a sua própria lógica que tem pouco a ver com o financiamento das trocas e dos investimentos na economia mundial. O essencial das operações financeiras consiste na natureza especulativa, entre as moedas e os diferentes instrumentos financeiros.

Entre os aspectos positivos ligados à maior mobilidade de capitais está a maior disponibilidade de poupança; maior eficiência nos investimentos, pois os recursos existentes podem ser direcionados para as oportunidades mais produtivas; disponibilidade de instrumentos para melhor gerenciamento de riscos financeiros, por parte de governos e empresas; maior facilidade de financiamento de déficits fiscais, já que os governos deixam de depender apenas

² O termo *offshore*, que significa “fora das fronteiras”, remete-se a centros bancários extraterritoriais não submetidos ao controle das autoridades administrativas de nenhum país, sendo, portanto, isentos de qualquer tipo de controle. Em um conceito econômico, offshore é um centro financeiro extraterritorial que atrai investimentos por meio de diversos incentivos, especialmente benefícios fiscais como isenção de impostos.

dos mercados domésticos. Em relação ao papel da mobilidade de capital no processo de desenvolvimento, Devlin; French-Davis e Griffith-Jones (1994) destacam a canalização das poupanças externas em direção aos países com capital insuficiente e o financiamento compensatório dos choques externos, que ajuda a estabilizar o dispêndio doméstico.

Apesar de a mobilidade de capitais proporcionar benefícios, a entrada ou saída maciça de capitais em economias de países em desenvolvimento envolve riscos macroeconômicos que exigem cuidado, em virtude da rapidez com que suas consequências podem ser sentidas. Esses riscos referem-se aos efeitos sobre as políticas cambial e monetária.

Em uma economia que opera com câmbio fixo, uma entrada líquida de capitais externos implica emissão de moeda por parte do Banco Central em montante equivalente, de modo a honrar seu compromisso de adquirir as divisas estrangeiras pela taxa de câmbio oficial. Essa expansão da oferta de moeda pode ter efeitos sobre a taxa de inflação doméstica. Opostamente, uma repentina reversão do fluxo financeiro, com saída líquida de capitais, acarreta contração monetária, trazendo em seu núcleo uma provável recessão doméstica, à mercê da contração do crédito. O grande problema disso é que a política monetária perde toda eficácia e torna-se passiva, dependente dos fluxos exógenos de capitais, e o governo se encontra então, privado de um importante grau de autonomia na condução da política econômica.

No caso de um regime de câmbio flexível, o efeito de uma entrada maciça de capitais não se manifesta diretamente sobre a quantidade de moeda, mas, sim, sobre a taxa de câmbio. Nessas condições, o aumento da oferta de moeda estrangeira provoca uma apreciação do câmbio, diminuindo a competitividade do país receptor de divisas no comércio internacional.

Para Araújo (2009), outro problema é a súbita reversão de expectativas do mercado, possibilidade cada vez mais presente em vista da rápida transmissão de choques, permitida pela integração dos mercados financeiros. A dificuldade é gerada pela globalização financeira, que faz com que os países emergentes se defrontem com vários problemas, como riscos de volatilidade cambial, de elevação de juros, de aumento do passivo interno, e de vulnerabilidade a choques externos.

1.7 O MODELO MUNDELL-FLEMING: PERFEITA MOBILIDADE DE CAPITALIS

Considerando o alto grau de integração, ou ligação, entre os mercados financeiros, ou de capitais, é razoável adotar a hipótese de que o capital é perfeitamente móvel. Pela definição

de Dornbusch e Fischer (2009), o capital é perfeitamente móvel internacionalmente quando os investidores podem comprar ativos em qualquer país que desejarem, rapidamente, com custos de transação baixos e em volumes ilimitados. Quando o capital é perfeitamente móvel, os proprietários de ativos estão dispostos e são capazes de mover grandes volumes de fundos entre as fronteiras em busca de um retorno maior ou de um custo de empréstimo menor. Essa hipótese pode parecer extremamente forte, mas ela possui uma grande conveniência analítica e poderosas implicações, deixando claro o efeito das políticas monetária e fiscal sobre a economia de um país, de acordo com o regime de câmbio adotado.

A análise que estende o modelo IS-LM padrão para uma economia aberta com perfeita mobilidade de capital foi concebida por Robert Mundell, premiado com o Nobel de Economia em 1999, e Marcus Fleming, que era pesquisador do Fundo Monetário Internacional, sendo denominada então como o Modelo Mundell-Fleming³.

1.7.1 Perfeita mobilidade de capitais e câmbio fixo

Em um contexto de perfeita mobilidade de capital, o mais delicado diferencial de juros provoca fluxos infinitos de capital. Quando a economia atua sob um regime de câmbio fixo, os bancos centrais não podem conduzir uma política monetária independente. A figura 1 demonstra o desempenho das políticas monetária e fiscal nessa situação.

O Gráfico (a) da figura 1 analisa a adoção de uma política monetária expansionista. Essa ação desloca inicialmente a curva LM para a direita, levando a uma queda na taxa de juros, que passa a se situar em um nível menor do que a taxa de juros internacional. Esse diferencial de juros, dada a mobilidade perfeita de capitais, leva a uma fuga massiva de capitais do país, situação esta que só cessaria com a equivalência das taxas de juros interna e externa. Nesse cenário há um déficit no balanço de pagamentos e uma pressão para a desvalorização do câmbio. Como o regime é de câmbio fixo, para restaurar o equilíbrio, o Banco Central intervém através das operações de *open market*, comprando moeda doméstica e vendendo moeda estrangeira. Com isso, o estoque de moeda cai até o ponto em que a curva LM retorna para sua

³ O modelo de Robert Mundell e Marcus Fleming surgiu na década de 1960, muito antes das taxas de câmbio flexíveis entrarem em vigor, o que enaltece o extraordinário trabalho dos autores. Embora o modelo tenha sido aprimorado posteriormente, permanece essencialmente intacto, e é considerado a maior contribuição acadêmica para o entendimento dos efeitos das políticas econômicas sob diferentes regimes cambiais. Fleming (1962) e Mundell (1961a, 1961b, 1963, 1968) podem ser destacados como os trabalhos mais representativos.

posição de origem. Nesse ponto, a renda nacional não se altera e a taxa de juros retorna ao mesmo nível da taxa de juros externa.

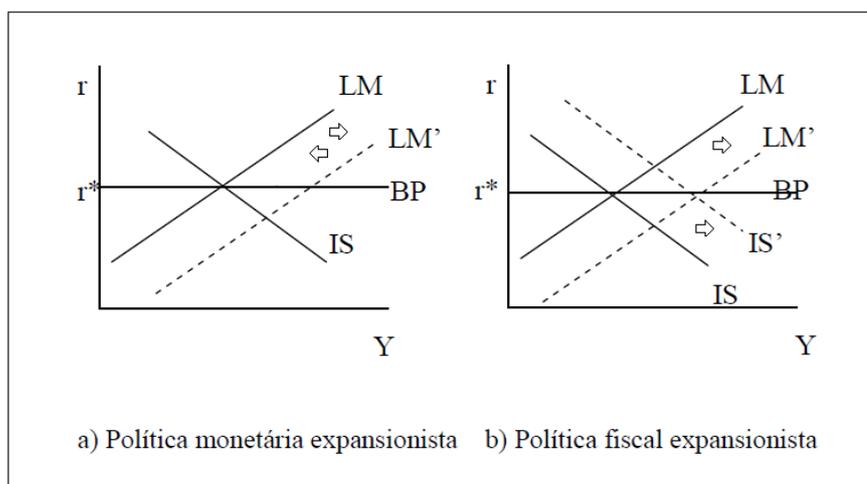


Figura 1 – Políticas monetária e fiscal expansionistas sob câmbio fixo.
Elaboração própria.

Portanto, a política monetária não é capaz de gerar nenhum efeito sobre a economia, o Banco Central se torna refém do mercado. Ou seja, não é possível conciliar regimes de câmbio fixo com perfeita mobilidade de capitais e política monetária independente. Esse conflito em atingir simultaneamente esses três objetivos foi denominado de Trindade Impossível. Esse pressuposto implica que, ou o governo abre mão do controle da política monetária doméstica, adotando uma taxa de câmbio fixa que faz com que a taxa de juros do país siga a internacional, ou restringe a mobilidade de capitais, ou mantém a mobilidade de capital e adota taxas de câmbio flutuantes de modo a poder praticar uma política monetária independente.

No Gráfico (b) temos uma situação de política fiscal expansionista. Essa política provoca o deslocamento da curva IS para a direita, elevando a renda e a taxa de juros. Esse diferencial de juros conduz a uma grande entrada de capitais no país, que só seria interrompida com a equalização das taxas de juros interna e externa. Nessa situação, há um superávit no balanço de pagamentos e uma pressão para a valorização do câmbio, e o Banco Central precisa intervir na economia comprando moeda externa e vendendo moeda doméstica. O resultado é uma ampliação da oferta monetária doméstica, deslocando a curva LM para a direita. A igualdade entre as taxas de juros interna e externa é restaurada, porém, o equilíbrio se dá com um nível maior de renda do que o inicial.

Assim, no sistema de câmbio fixo e perfeita mobilidade de capitais, a política fiscal é altamente eficiente, já que ela desencadeia uma acomodação monetária. Dessa forma, a taxa de juros interna não sofre elevação ou redução, mas o nível de produto aumenta ou diminui de

acordo com o objetivo da política adotada, se expansionista ou contracionista. O quadro 3 resume em alguns passos esses mecanismos.

Mobilidade Perfeita De Capital Com Câmbio Fixo	
a) Expansão Monetária	b) Expansão Fiscal
1. Queda nas taxas de juros e aumento da renda	1. Aumento das taxas de juros e da renda
2. Saída de capitais, déficit no BP	2. Entrada de capitais, superávit no BP
3. Pressão para uma desvalorização cambial	3. Pressão para uma valorização cambial
4. Intervenção do BC vendendo divisas	4. Intervenção do BC comprando divisas
5. Retração monetária devido à intervenção do BC	5. Expansão monetária devido à intervenção do BC
6. Elevação das taxas de juros	6. Redução das taxas de juros
7. Volta aos níveis iniciais de taxas de juros e da renda	7. Volta aos níveis de taxas de juros iniciais, mas renda se eleva
8. Equilíbrio do BP	8. Equilíbrio do BP
Conclusão: Política Ineficaz	Conclusão: Política Eficaz

Quadro 3 – Resumo políticas monetária e fiscal expansionistas sob câmbio fixo.

Elaboração própria.

1.7.2 Perfeita mobilidade de capitais e câmbio flexível

Quando se trata de um regime de câmbio flexível, em um contexto mobilidade perfeita dos fluxos de capitais, as políticas monetária e fiscal de uma economia têm implicações diferentes.

De acordo com Gráfico (a) da Figura 2, o efeito inicial de um aumento da oferta de moeda é o deslocamento para a direita da LM, resultando em uma redução da taxa de juros em relação à taxa de juros internacional. Com isso, há uma evasão dos fluxos de capitais do país e um déficit no balanço de pagamentos. Como o câmbio é flutuante, dá-se uma depreciação do mesmo. A consequência da depreciação cambial é uma melhora no saldo da balança comercial. Nesse cenário, ocorre uma elevação do nível de renda, e a situação é continua até que a curva IS se desloque para a direita e atinja o ponto que equilibra as taxas de juros do país com as

taxas internacionais. Com isso, verifica-se que a política monetária é muito eficaz em um regime de mobilidade perfeita de capitais e câmbio flexível. Entretanto, o mecanismo de atuação da política monetária expansiva não é propriamente a redução da taxa de juros, já que esta deve permanecer fixa no nível internacional. O mecanismo se dá através do câmbio, pois quando a taxa de juros fica abaixo da internacional, os investidores vendem ativos nacionais e, portanto, moeda nacional, o que força a depreciação da taxa de câmbio e o consequente impacto positivo nas exportações.

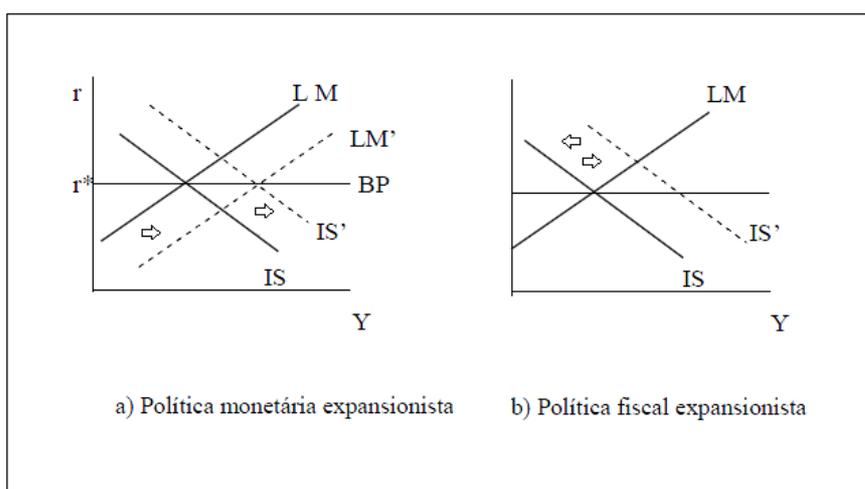


Figura 2 – Políticas monetária e fiscal sob câmbio flexível.

Elaboração própria.

O Gráfico (b) da figura ilustra o mecanismo referente à uma política fiscal expansionista. O efeito inicial da política é um deslocamento da curva IS para a direita, resultando em uma elevação da taxa de juros doméstica em relação à taxa praticada internacionalmente, além de uma elevação do nível de renda doméstico. Esse fator desencadeia uma entrada volumosa de capitais na economia e há um superávit no balanço de pagamentos, dado o sistema de câmbio flexível, a taxa de câmbio se aprecia. A consequência é uma queda das exportações e um aumento das importações, compensando o efeito inicial sobre a renda e deslocando a curva IS para a esquerda. O Equilíbrio é restabelecido quando a IS regressa para a posição original, à uma taxa de juros interna nivelada com a internacional. Nesse ponto, a entrada de capitais se encerra e a renda nacional retorna ao nível inicial.

Portanto, sob regime de câmbio flexível e com perfeita mobilidade de capitais, a política monetária se mostra extremamente eficiente, já que a taxa de juros interna não sofre elevação ou redução, mas o nível de produto aumenta ou diminui dependendo do com o objetivo da política, se expansionista ou contracionista. O quadro 4 resume em alguns passos esses mecanismos.

Mobilidade Perfeita de Capital com Câmbio Flexível	
a) Expansão Monetária	b) Expansão Fiscal
1. Queda das taxas de juros e aumento da renda	1. Aumento das taxas de juros e da renda
2. Saída de capitais, déficit no BP	2. Entrada de capitais, superávit no BP
3. Depreciação cambial	3. Apreciação cambial
4. Melhora do SBC e da renda	4. Piora do SBC e da renda
5. Deslocamento da IS para direita	5. Deslocamento da IS para esquerda
6. Elevação das taxas de juros	6. Redução das taxas de juros
7. Volta aos níveis iniciais de taxas de juros, mas renda se eleva	7. Volta aos níveis de taxas de juros iniciais e da renda
8. Equilíbrio do BP	8. Equilíbrio do BP
Conclusão: Política Eficaz	Conclusão: Política Ineficaz

Quadro 4 – Resumo políticas monetária e fiscal expansionistas sob câmbio flexível.

Elaboração própria.

Concluindo, o modelo Mundell-Fleming para uma conjuntura econômica em que os fluxos de capitais são perfeitamente móveis mostra que o poder da política monetária e fiscal para influenciar a demanda agregada e renda de um país depende do regime cambial em vigor.

1.8 CONTROLES DE CAPITAL

De uma forma geral, a expressão “controles de capital” envolve qualquer medida ou instrumento de intervenção no livre movimento de capitais através de fronteiras nacionais. Com isso, pode-se citar como exemplos de controles a imposição de depósitos compulsórios sobre entrada de capitais, impostos sobre entrada e/ou saídas de recursos financeiros, sistemas de câmbio múltiplo e a imposição de restrições quantitativas sobre fluxos de capital, incluindo a proibição pura e simples de certos tipos de transação.

1.8.1 Argumentos contrários aos controles de capital

Os argumentos favoráveis à liberalização dos movimentos de capital utilizam como principal alicerce a teoria dos mercados eficientes, segundo a qual os preços refletem toda a informação disponível para os agentes econômicos, e estes fazem o melhor uso das informações disponíveis em suas previsões dos preços futuros dos ativos; logo, os sinais de mercado provêm informações suficientes para a previsão dos eventos futuros, permitindo, assim, que os agentes formem suas expectativas racionais como base para as decisões maximizadoras das funções utilidades (SINGH, 2004 *apud* PAULA; PIRES; FARIA; MEYER, p. 3, 2009). Portanto, toda informação relevante sobre os “fundamentos econômicos” existe e está disponível aos agentes do mercado.

Outra ordem de argumentos sustenta-se na tese de que os ganhos da liberalização dos movimentos de capital são da mesma natureza que os ganhos da liberalização comercial. Por essa linha de pensamento, criar obstáculos ao livre movimento de capitais distorce a alocação de recursos, fazendo com que os capitais, principalmente nas economias em desenvolvimento, onde são mais escassos, sejam mal utilizados. Acreditam os proponentes dessa tese que a liberdade de movimentação permite aumentar a eficiência com que opera a economia, mesmo que se trate de capitais de curto prazo, que circulam pelo mundo em busca de oportunidades de arbitragem de taxas de juros. Sendo assim, controles de capital são maléficis, pois distorcem a alocação e pioram a situação das economias que os aplicam (SICSÚ, 2007).

Os defensores dessa frente apoiam-se principalmente no Teorema de Hecksher-Ohlin, segundo o qual a taxa de retorno dos fatores de produção de cada país depende da disponibilidade relativa dos fatores e, portanto, países com escassez de capital têm um rendimento real do investimento marginal maior do que nos países desenvolvidos com abundância de capital. Dessa forma, a livre movimentação de capitais permitiria uma alocação internacional de capitais mais eficiente, o que seria benéfico especialmente a países em desenvolvimento, pois os capitais deveriam fluir dos países mais ricos, onde sua produtividade seria menor, para os mais pobres, onde os retornos seriam maiores, tendo em vista a escassez desse fator.

Colocada diretamente em termos do interesse de países em desenvolvimento em promover a liberalização financeira, a retirada de barreiras à circulação de capital deveria levar a um aumento da poupança disponível para investimento nesses países, acelerando seu crescimento e desenvolvimento. De acordo com Sicsú (2007), benefícios adicionais, que recebem maior ou menor ênfase, dependendo do autor, seriam os derivados da maior eficiência da operação dos sistemas financeiros domésticos, sob pressão de competidores estrangeiros; redução da corrupção, sob a hipótese de que investidores e instituições estrangeiros seriam mais

resistentes que os locais; maior estabilidade sistêmica, seja pela diversificação de fontes de recursos para os países, seja pela maior diversidade de opções oferecidas aos investidores. Ainda segundo Sicsú (2007), acreditam alguns que a liberalização financeira permitiria também a melhora na qualidade da administração pública, disciplinada que seria pela ameaça permanente de saída de capitais quando as perspectivas futuras daquela economia se vissem ameaçadas por políticas irresponsáveis.

Aproveitando-se de um exemplo representativo da literatura sobre o tema, destacam-se dois argumentos do trabalho de Stanley Fischer. O primeiro argumento é que a liberalização da conta capital “é um passo inevitável no caminho do desenvolvimento, que não pode ser evitado e deveria ser abraçado. Afinal, todas as economias mais avançadas têm contas de capital abertas” (FISCHER, 1998, p. 2 *apud* SICSÚ, 2007, p. 125-126). O segundo, e mais forte, argumento a favor da liberalização é o de que os benefícios potenciais são maiores que os custos.

Colocado em abstrato, movimentos livres de capitais facilitam a alocação global eficiente de poupanças e canalizam recursos para seus usos mais produtivos, aumentando assim o crescimento econômico e o bem-estar. Da perspectiva do país individual, os benefícios tomam a forma de aumentos no conjunto de fundos para investimento e no acesso de residentes domésticos aos mercados estrangeiros de capital. Do ponto de vista da economia internacional, contas de capital abertas apoiam o sistema de comércio multilateral ao alargar os canais pelos quais os países podem financiar o comércio e o investimento e atingir níveis mais altos de renda. Fluxos internacionais de capitais expandem as oportunidades para diversificação de portfólio, oferecendo assim a investidores tanto nos países industriais como em desenvolvimento o potencial de alcançar taxas mais altas de retorno ajustadas pelo risco (FISCHER, 1998, p. 2-3, tradução por SICSÚ, p. 125-126, 2007).

Com base em Prasad et al (2003), Paula; Pires; Faria e Meyer (2009) resumem os potenciais benefícios da liberalização para países emergentes, relacionados a:

a) o maior acesso a mercados externos financeiros (provavelmente a custos menores de capital devido a melhor alocação de risco), aumentando a eficiência na alocação de poupanças no mundo e proporcionando melhores oportunidades para países dividirem o risco macroeconômico e assim suavizar o consumo⁴;

b) a pressão para um aprimoramento na supervisão financeira dos mercados financeiros domésticos;

⁴ O argumento subjacente é que os fluxos de capitais externos evitam quedas profundas no consumo nacional durante a desaceleração cíclica – em caso de distúrbios cíclicos em termos de comércio, produto ou demanda externa – já que o consumo flutuaria menos do que a renda disponível caso exista a possibilidade de conseguir empréstimos do resto do mundo durante os períodos de queda da renda.

c) o maior acesso ao *know-how* tecnológico e conhecimento de outros países através do investimento direto estrangeiro (transferência de tecnologia);

d) o desenvolvimento do setor financeiro devido aos efeitos da entrada de bancos estrangeiros sobre a oferta de crédito e estimulando melhores práticas bancárias, e também fluxos de capitais de portfólio que aumentam a liquidez nos mercados de capitais domésticos, permitindo o desenvolvimento destes;

e) a maior especialização da produção, levando ao aumento na produtividade, devido ao melhor gerenciamento de risco;

f) a disciplina do mercado pode estimular políticas macroeconômicas consistentes, uma vez que a atuação dos investidores internacionais atua como uma força de mercado que penaliza as más políticas e recompensa as boas políticas.

Os benefícios da integração financeira internacional podem ser divididos em canais diretos, ou seja, aqueles que afetam diretamente o crescimento econômico, e canais indiretos, que afetam o crescimento de forma indireta, conforme a figura 3.

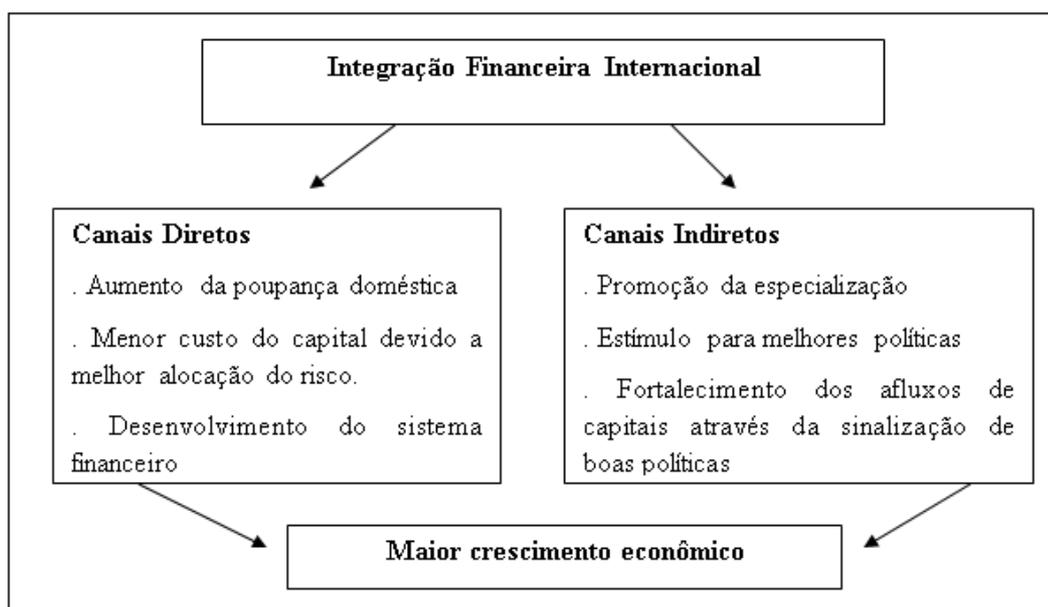


Figura 3 – Canais da integração financeira internacional.

Fonte: Paula; Pires; Faria e Meyer (2009, p. 4).

Para finalizar, destaca-se a conclusão de Sicsú (2007), para quem os patronos da liberalização se sustentam, na realidade, na sabedoria convencional corrente da comunidade de economistas (e, sob sua influência, dos tomadores de decisão), que reconhece nos mecanismos de mercado uma maior eficiência em promover bem estar do que a de qualquer mecanismo alternativo, principalmente quando este envolve alguma intervenção do Estado. Tornou-se frequente supor que a intervenção estatal é sempre inferior à ação privada livre, por um lado

porque infringe uma delicada rede de incentivos criada pelo mercado e, por outro, pois incita atividades dependentes de monopólio (*rent seeking*), que, mesmo que transitariamente, resultam da ação do Estado. Portanto, as potenciais vantagens da liberalização financeira são postas como autoevidentes, assumindo-se que a simples listagem do ganho é evidência de sua própria realidade.

1.8.2 Argumentos favoráveis aos controles de capital

As críticas à liberalização financeira têm sido feitas, de acordo com Paula; Pires; Faria e Meyer (2009), principalmente por economistas de uma vertente mais keynesiana, seja novo-keynesiana (Rodrik, 1998; Stiglitz, 2000), seja pós-keynesiana (Davidson, 2002; Kregel, 2008; Priewe, 2008).

Stiglitz e Rodrik criticam a alocação ótima de recursos nos mercados financeiros apoiados na existência de assimetria de informações que impede que a liberalização financeira, seja ela doméstica ou internacional, resulte em melhoria no bem-estar. A existência de informação assimétrica gera custos de obtenção de informação e impede a eficiente precificação e alocação de recursos. Stiglitz argumenta também que economistas favoráveis a liberalização financeira sustentam que os ganhos desta seriam semelhantes os ganhos obtidos no comércio de bens; contudo, mercados financeiros são diferentes dos mercados de bens e serviços, por conta da existência de informação imperfeita (PAULA; PIRES; FARIA E MEYER, 2009). A assimetria de informações reduz a eficiência do sistema de preços na obtenção da alocação ótima de recursos. Como é amplamente conhecido, principalmente pelos trabalhos de J. Stiglitz, a assimetria de informações dá origem a fenômenos de risco moral (*moral hazard*) e seleção adversa, levando à redução do conteúdo informativo dos preços de mercado e, em consequência, gerando situações de racionamento. Para Stiglitz, esses argumentos recomendam que se veja a intervenção do Estado na economia de forma mais benigna do que aquela que tem caracterizado a onda liberal que se espalhou pelo mundo nos anos 1970 (SICSÚ, 2007). Em suma, as falhas de mercado surgem da informação assimétrica, “incompletude” de mercados contingentes, e racionalidade limitada (ou mesmo irracionalidade) que são endêmicas a mercados financeiros.

Especificamente ao movimento de capitais, este envolve uma externalidade particular, que reduz a eficácia da operação livre do mercado. Stiglitz (2001 *apud* SICSÚ, 2007, p. 129)

aponta o fato de que fluxos rápidos de capital para dentro ou para fora de um país geram grandes perturbações, que os economistas chamam de grandes externalidades, e geram efeitos sobre outros, pessoas comuns, não envolvidos com esses fluxos de capital. Quando há entradas excessivas, e a moeda doméstica do país tende a se valorizar, a redução de competitividade das empresas domésticas exerce um impacto mesmo sobre aquelas que não receberam esses capitais. Similarmente, quando há fugas de capital, a solvência das empresas que tomaram empréstimos no exterior é ameaçada, mesmo que as condições de operação não tenham mudado, simplesmente pelo fato de que a solvência externa depende do volume de reservas mantido pelo país (SICSÚ, 2007).

Stiglitz (2000 apud PAULA; PIRES; FARIA E MEYER, 2009, p. 5-6) critica também o argumento de que a integração financeira internacional promove maior estabilidade macroeconômica, já que a mesma está associada a maior instabilidade, pelo fato dos fluxos de capitais serem marcadamente pró-cíclicos, exacerbando as flutuações econômicas, quando não as causando, e expondo os países às vicissitudes associadas às mudanças nas circunstâncias econômicas de fora do país. Assim, o autor sustenta que a integração financeira internacional desestimula o investimento e crescimento econômico, uma vez que a liberalização financeira, por um lado, facilita a fuga de capitais do país, com efeitos adversos sobre o crescimento econômico, e de outro, resulta na presença do risco de instabilidade que acaba por desencorajar as decisões de investimento.

O ponto de vista liberalizante é ainda mais criticado por autores que consideram a incerteza fundamental que cerca as decisões dos agentes em uma economia de mercado. Para essa escola que se inspira em Keynes, e predominam os pós-keynesianos, o futuro é incerto por ser construído pela decisão livre dos agentes econômicos. Segundo Paula; Pires; Faria e Meyer (2009), em um mundo caracterizado pela incerteza, em que os fundamentos não fornecem um guia confiável sobre o futuro, uma vez que a base informacional sobre a qual se apoiam as decisões humanas sobre acumulação de riqueza é incompleta, as avaliações futuras dos mercados são sempre sujeitas a desapontamentos. Nessa perspectiva, o “valor intrínseco” ou “fundamental” dos preços dos ativos não é passível de cálculo num ambiente caracterizado pela incerteza no sentido Knight-Keynes⁵, já que a taxa de desconto varia de acordo com as

⁵ A incerteza no sentido Knight-Keynes diz respeito à incapacidade dos tomadores de decisão de definir uma lista completa de todos os eventos futuros possíveis. Sendo assim, seu conceito fundamenta o valor da liquidez de um ativo como uma defesa genérica contra eventos adversos imprevisíveis no presente. Ou seja, existe um prêmio de liquidez a ser computado no valor de um ativo quando, ao comprá-lo, o comprador reconhece que pode desejar desfazer essa transação no futuro, especialmente se condições imprevisíveis no momento da decisão vierem a prevalecer.

percepções de risco que se alteram em respostas a eventos e, por isso, não são passíveis de conhecimento. Assim, práticas especulativas de curto prazo e não os fundamentos de longo prazo determinam os preços dos ativos. Neste contexto, a integração financeira internacional tem sido fonte de instabilidade ampliada no que se refere à ocorrência de crises cambiais e ataques especulativos e à diminuição no grau de liberdade de políticas econômicas domésticas, com efeitos profundos sobre as variáveis reais da economia, como produto e emprego.

Como a incerteza sobre o futuro pode ter profundos impactos reais, essa visão também favorece a manutenção de controles de capital. Como mostra Davidson (1998 *apud* Sicsú, 2007, p. 131), sob incerteza, um atributo muito importante de qualquer ativo é seu prêmio de liquidez, ou seja, sua capacidade esperada de conversão em moeda, com variações limitadas de valor, se e quando sua venda for necessária. Um ativo é tanto mais líquido quanto mais certa for a expectativa de que poderá ser vendido em um mercado secundário a um preço fixado dentro de um intervalo previsível. Esse atributo do mercado, seu grau de ordenação, depende de esse mercado não estar sujeito a variações bruscas de oferta e demanda. Domesticamente, isso é garantido pela existência de *market-makers*, mas em transações internacionais, que envolvem diferentes moedas, a ordenação dos mercados seria obtida através da imposição de controles de capital:

O uso judicioso de controles de capital pode promover a eficiência ao restringir qualquer mudança súbita na demanda por liquidez que afetasse adversamente a economia real. [...] A função dos controles de capital é impedir que mudanças no balanço entre ursos e touros⁶ atropelam os *market-makers* e induza mudanças rápidas nas tendências de preços [dos ativos], pois tal volatilidade pode ter consequências reais devastadoras (DAVIDSON, 1998, tradução por SICSÚ, p. 131, 2007).

Em particular, sob condições de mobilidade de capitais a taxa de câmbio passa a ser cada vez mais determinada pelas decisões de portfólio dos investidores internacionais. Assim, fluxos de capitais passam a ter uma forte influência sobre os mercados cambiais, tornando as taxas de câmbio bem mais voláteis do que seriam se seus movimentos fossem explicados pelo comportamento dos fluxos de comércio e serviços produtivos. As decisões de portfólio, por sua vez, são dependentes das mudanças nos sentimentos de mercado, isto é, das expectativas formuladas pelos investidores, sendo tais expectativas “modeladas” usando uma combinação entre comportamentos convencionais – como a convenção de que os agentes consideram a

⁶ Ursos são os agentes de mercado que esperam que o preço do ativo de que se trata caia no futuro, colocando-o à venda no presente, com o que efetivamente pressionam seu preço para baixo. Touros são os agentes que têm a expectativa oposta, de que os preços do ativo subirão no futuro e tentam compra-lo no presente, em antecipação a um ganho de capital. Quando os ursos predominarem, o mercado estará em baixa; quando os touros predominarem, o mercado estará em alta.

opinião média quando formam suas expectativas frente a um futuro incerto e de outros fatores de natureza psicológica (PAULA; PIRES; FARIA E MEYER, 2009).

Com isso, o argumento de que a implantação de um regime de taxas de câmbio flutuante torna desnecessários os controles de capital, pois tentativas de fuga ou de entrada excessivas implicariam movimentos das taxas de câmbio capazes de, por si só, eliminar os incentivos que deram origem a tais fluxos, é severamente criticado. Segundo a oposição, regimes de taxas flutuantes não impedem, por si mesmos, a ocorrência de episódios em que essas taxas podem alcançar níveis excessivamente altos, como mostrou o caso brasileiro em 2002. Mas mesmo flutuações de menor intensidade podem ser suficientemente problemáticas para a operação da economia interna, já que a volatilidade cambial reduz a previsibilidade dos custos financeiros de operação das empresas, aumentando a incerteza e reduzindo os incentivos ao investimento. O livre movimento de capitais, assim, mesmo que eventualmente revertido em função de variações na taxa de câmbio, gera, como subproduto do próprio processo de ajuste, desequilíbrios potencialmente significativos.

A livre movimentação de capitais aumenta a volatilidade cambial em um sistema de câmbio flutuante. Em consequência, o custo de capital tende a subir com a volatilidade, tornando o câmbio flutuante uma alternativa inferior aos controles de capitais, cujo papel, deve-se ter em mente, não é eliminar a possibilidade de ajustes cambiais justificáveis por variações nas condições de operação da economia, mas eliminar precisamente os mecanismos que dão origem àquela volatilidade. O próprio sistema criado em Bretton Woods não se destinava a impedir mudanças nas taxas de câmbio, mas sim de ordená-las. Por isso mesmo, o sistema de BW não era de “taxas fixas de câmbio”, mas de “taxas fixas, mas ajustáveis, de câmbio”. (SICSÚ, 2007).

Diante do exposto, pode-se concluir que, nas duas vertentes keynesianas, o processo de liberalização da conta capital, apesar dos benefícios reais da integração financeira, tem efeito desestabilizador sobre economias emergentes, tornando os países mais propensos a reversões cíclicas, resultando em efeitos dúbios sobre o crescimento econômico.

1.9 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Em se tratando de uma economia aberta, com uma integração crescente dos mercados, o gerenciamento adequado da política cambial e comercial tem se mostrado fundamental para o

desempenho de determinado país. Nesse sentido, a adoção de uma política cambial favorável ao crescimento e desenvolvimento econômico é um elemento chave.

Embora as possibilidades de regimes cambiais sejam diversas e não haja um consenso sobre esse tema, alguns autores tem destacado a importância de uma administração da taxa de câmbio como ferramenta de promoção do desenvolvimento econômico, principalmente devido ao sucesso de algumas economias asiáticas no período recente. Além de evitar crises no balanço de pagamentos, um câmbio relativamente estável e desvalorizado fornece estímulos para aumentos de investimento e poupança, impactando o processo de acumulação de capital.

Outro ponto que tem recebido bastante atenção está relacionado aos fluxos de capitais, cada vez mais intensos nesse contexto de globalização financeira. Sendo assim, as discussões têm girado em torno do controle desses fluxos, em que algumas experiências, principalmente asiáticas, têm demonstrado inúmeras vantagens do controle de capitais, especialmente em termos de menor vulnerabilidade externa e crescimento econômico sustentável.

2 A EVOLUÇÃO DO SISTEMA MONETÁRIO INTERNACIONAL E A TRAJETÓRIA DE DESENVOLVIMENTO DOS BRIC

2.1 INTRODUÇÃO

A queda do sistema de Bretton Woods em 1973 simboliza o fim das taxas de câmbio fixas e inaugura um período de turbulência nas relações monetárias internacionais. Com o fim de Bretton Woods, abriu-se espaço para o surgimento ou fortalecimento de outras ideologias econômicas. Nesse sentido, começa a se destacar nos anos 1970 a ideologia neoliberal, cujo relançamento é frequentemente relacionado à eleição de Margaret Thatcher na Inglaterra em 1979, e Ronald Reagan nos Estados Unidos em 1980, embora anteriormente tivessem adotado medidas liberalizantes em outros cargos. Em 1989 então, no bojo dessa onda neoliberal é realizado o “Consenso de Washington”, que acabou sendo determinante para o processo de inserção internacional de muitas economias periféricas, inclusive o Brasil.

Nessa época, mais precisamente o ponto de partida da pesquisa, a década de 1980, não se poderia imaginar a mudança geopolítica e econômica que a ascensão de Brasil, Rússia, Índia e China, os chamados BRIC⁷, provocaria no cenário internacional. O nome é uma espécie de identificador do conjunto de economias, tidas como candidatas mais prováveis a figurarem entre as seis economias mais vigorosas do planeta a partir de 2050, superando até mesmo o atual “G6” (grupo das maiores economias composto por Estados Unidos, Japão, Alemanha, França, Itália e Reino Unido), em termos de crescimento do PIB, renda per capita e fluxos comerciais e financeiros.

Há trinta anos o Brasil vivenciava uma profunda estagnação econômica que levou os anos de 1980 a serem conhecidos como “a década perdida”, a Rússia ainda vivia sob um regime comunista, a Índia engatinhava em sua busca pelo comércio externo, e a China iniciava reformas para abrir seu imenso mercado consumidor às empresas capitalistas. Três décadas depois estes países lideram a retomada do crescimento econômico global após uma severa crise, entre 2008 e 2009, ter abalado as estruturas financeiras dos países mais desenvolvidos.

⁷ Desde a criação do acrônimo BRIC pelo economista Jim O’Neill, Brasil, Rússia, Índia e China, apesar de não constituírem uma organização internacional oficial, vêm estreitando suas relações políticas visando ampliar sua influência no cenário global. Nesse sentido, no início de 2011 juntou-se ao grupo a África do Sul, único membro africano do G-20, e foi adotada a sigla BRICS (“S” de *South Africa*). No entanto, O’Neill considera sem sentido a inclusão da África do Sul, uma vez que esta é economicamente muito inferior aos outros membros do grupo.

Por conseguinte, esse grupo de nações tornou-se um referencial nas análises micro e macroeconômicas, em especial, no que concerne às políticas de comércio exterior e de desenvolvimento industrial e tecnológico.

Portanto, esse capítulo possui dois objetivos. Primeiro, apresentar a evolução do sistema monetário internacional, passando pelo período de construção de uma nova ordem econômica internacional no segundo pós-guerra até os dias atuais, e mostrar como se portaram as economias emergentes frente a essas mudanças. O segundo compreende uma análise geral sobre a trajetória de desenvolvimento das economias do BRIC e os condicionantes dos níveis de crescimento observados, com ênfase na forma com que realizaram sua inserção externa.

2.2 A DERROCADA DO SISTEMA DE BRETTON WOODS

Em julho de 1944, pouco mais de um ano antes do fim da Segunda Guerra Mundial, oficializado em setembro de 1945, representante de 44 países se reuniram na cidade norte-americana de Bretton Woods para planejar e assinar os Artigos de Acordo do Fundo Monetário Internacional (FMI). Mesmo com a continuidade da guerra, os representantes de Estado dos Aliados preocupavam-se com as necessidades econômicas mundiais que se deparariam após o conflito. Escaldados pelo desastre econômico do período entre guerras, eles queriam planejar um sistema monetário internacional que levasse ao pleno emprego e à estabilidade de preços e, simultaneamente, permitisse que os países obtivessem o equilíbrio externo sem ter de impor restrições ao comércio internacional (KRUGMAN; OBSTFELD, 2005). No acordo, além do Fundo Monetário Internacional, outra entidade foi criada para supervisionar e apoiar a reconstrução da economia global, o Banco Internacional para a Reconstrução e Desenvolvimento (BIRD), que ficou genericamente conhecido como Banco Mundial.

O sistema elaborado pelo acordo de Bretton Woods exigia taxas de câmbio fixas em relação ao dólar norte-americano, e um preço do ouro em dólar invariável, definido a US\$ 35 por onça. Os países membros mantinham grande parcela de suas reservas internacionais oficiais na forma de ativos em ouro ou dólares, e tinham o direito de vender dólares para o Federal Reserve em troca de ouro ao preço oficial. Tratava-se, portanto, de um padrão câmbio-ouro, tendo o dólar como principal moeda reserva. Os Estados Unidos praticamente não intervinham no mercado de câmbio, ficando a cargo dos bancos centrais das outras economias fixarem, quando necessário, as taxas de câmbio do sistema, enquanto os EUA eram responsáveis em

teoria pela fixação do preço do ouro em dólares (KRUGMAN; OBSTFELD, 2005). Assim, com o acordo de Bretton Woods, o dólar passou a ser a “moeda forte” do sistema financeiro internacional e os países signatários utilizavam-na para financiar os seus desequilíbrios comerciais, minimizando custos de detenção de diversas moedas estrangeiras.

A partir da segunda metade da década de 1960 começaram a surgir problemas oriundos da degradação das finanças dos Estados Unidos. Muitos economistas enxergam o pacote de política macroeconômica dos EUA do 1965-1968 como o principal erro que contribuiu para o fim do sistema de taxas de câmbio fixas. Em 1965, sob a presidência de Lyndon Johnson, os gastos governamentais com armamentos militares começaram a crescer, conforme o país aumentava seu envolvimento no conflito do Vietnã, e ao mesmo tempo, outros tipos de gasto também disparavam, conforme os programas da “Grande Sociedade” (*Great Society*), que incluíam fundos para educação política e remodelagem pública, se expandiam. Essa elevação do gasto público não foi acompanhada por uma elevação nos impostos, e o resultado foi uma expansão fiscal substancial, que ajudou a determinar um aumento nos preços norte-americanos e causou uma grande queda no superávit nas transações correntes do país.

Apesar de a política monetária ter sido inicialmente contracionista à medida que o produto aumentava, o efeito negativo da resultante alta de juros sobre a indústria de construção levou o Federal Reserve a adotar uma política monetária muito mais expansionista entre 1967 e 1968, pressionando a inflação que chegou próxima à taxa de 6% ao ano no fim da década. Além disso, em 1971 é divulgado um déficit no saldo em transações correntes dos EUA, e os mercados se tornavam cada vez mais convencidos de que o dólar teria que se desvalorizar em relação à maioria das moedas europeias. Essa expectativa induziu a ataques especulativos que levaram a fluxos de dólares para as economias europeias, principalmente a Alemanha, e os Bancos Centrais estrangeiros eram forçados a comprar a moeda reserva do sistema, o dólar, para manter suas taxas de câmbio e, assim, expandiam suas ofertas de moeda, o que por sua vez, gerava pressões inflacionárias em suas economias, ou seja, as economias europeias estavam “importando” a inflação dos Estados Unidos.

Nesse cenário, era de se esperar que os países europeus, à medida que viam seus saldos oficiais em dólar crescendo excessivamente, desconfiassem que o estoque de ouro norte-americano fosse suficiente para cobrir a quantidade de dólares em circulação e começaram a converter seus dólares em ouro. Em agosto de 1971, o presidente Richard Nixon acabou com as perdas em ouro dos EUA anunciando que o país não venderia mais automaticamente ouro aos bancos centrais estrangeiros em troca de dólares, cortando, na prática a ligação entre o dólar e o ouro. Medidas para o realinhamento da taxa de câmbio foram acordadas em dezembro desse

mesmo ano, e, no entanto, os ataques especulativos contra o dólar não cessaram, resultando em fechamento do mercado de câmbio por duas vezes no início de 1973, sendo que uma dessas paralisações durou por quase vinte dias, como uma tentativa dos bancos centrais europeus impedirem a apreciação de suas moedas. Finalmente, em 19 de março de 1973, quando o mercado de câmbio reabriu as moedas do Japão e da maioria dos países europeus já estavam flutuando em relação ao dólar, marcando o fim das taxas de câmbio fixas e o início de um novo período turbulento nas relações monetárias internacionais (KRUGMAN; OBSTFELD, 2005).

2.3 O CONSENSO DE WASHINGTON E O NEOLIBERALISMO

Entre os anos 1930 e 1970, o Brasil e outros países latino-americanos cresceram em compasso acelerado. Eles se aproveitaram do enfraquecimento do centro capitalista para formular estratégias nacionais de desenvolvimento que, basicamente, implicavam a promoção forçada de poupança por meio do Estado e a proteção das indústrias nacionais nascentes, juntamente com a neutralização da doença holandesa⁸ do lado das importações, embora os formuladores de políticas desconhecêssem a doença (BRESSER, 2009).

A designação “nacional-desenvolvimentismo” enfatizava, em primeiro lugar, que o objetivo básico dessa política era promover o desenvolvimento econômico e, em segundo lugar, para que isso acontecesse, a nação – ou seja, empresários, burocracia do Estado, classes médias e trabalhadores, unidos na competição internacional – precisava definir os meios para alcançar esse objetivo no âmbito do sistema capitalista, com o Estado como principal instrumento da ação coletiva (BRESSER, 2009, p. 75-76).

Entre 1940 e 1960, os desenvolvimentistas e keynesianos predominaram na América Latina. Os governos adotavam suas teorias, principalmente, na formulação de políticas econômicas. No entanto, a partir da década de 1970, em meio à onda neoliberal e conservadora que começou a se formar, a teoria keynesiana, a economia do desenvolvimento e o estruturalismo latino-americano foram contestados pelos economistas neoclássicos, e sua grande parte adotou uma ideologia neoliberal. A partir dos anos 1980, no contexto da grande crise da dívida externa que reforçou o poder político das nações ricas, esses economistas

⁸ A doença holandesa, ou a maldição dos recursos naturais, é a crônica sobrevalorização da taxa de câmbio de um país causada pela exploração de recursos naturais abundantes e baratos, cuja produção comercial é compatível com uma taxa de câmbio mais apreciada que a taxa média de câmbio que torna economicamente viáveis os setores de bens comercializáveis que usam tecnologia de ponte. É um fenômeno estrutural que cria obstáculos à industrialização ou, pode provocar desindustrialização.

começaram a redefinir suas orientações para os países em desenvolvimento em termos neoliberais (BRESSER, 2009). Então, em 1989, sob influência dessa grande onda neoliberal em ação, que tinha como expoentes Margareth Thatcher na Inglaterra e Ronald Reagan nos EUA, reuniram-se em Washington, convocados pelo *Institute for International Economics*, funcionários do Fundo Monetário Internacional (FMI), Banco Mundial (BIRD), Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID), Organização Mundial do Comércio (OMC) e do governo norte-americano. O objetivo do encontro, intitulado *Latin American Adjustment: How Much Has Happened?*, era proceder uma avaliação das reformas econômicas em curso na América Latina. Para relatar a experiência de seus países também estiveram presentes diversos economistas latino-americanos de perfil liberal. As conclusões dessa reunião foram, subsequentemente, denominadas informalmente de “Consenso de Washington” (BATISTA, 1994).

John Willianson, economista inglês e diretor do instituto promotor do encontro, foi quem alinhavou os dez pontos tidos como consensuais entre os participantes. E quem cunhou a expressão “Consenso de Washington”, através da qual ficaram conhecidas as conclusões daquele encontro, ao final resumidas nas seguintes regras universais: Disciplina fiscal, através da qual o Estado deve limitar seus gastos à arrecadação, eliminando o déficit público; Focalização dos gastos públicos em educação, saúde e infra-estrutura; Reforma tributária que amplie a base sobre a qual incide a carga tributária, com maior peso nos impostos indiretos e menor progressividade nos impostos diretos; Liberalização financeira, com o fim de restrições que impeçam instituições financeiras internacionais de atuar em igualdade com as nacionais e o afastamento do Estado do setor; Taxa de câmbio competitiva; Liberalização do comércio exterior, com redução de alíquotas de importação e estímulos à exportação, visando a impulsionar a globalização da economia; Eliminação de restrições ao capital externo, permitindo investimento direto estrangeiro; Privatização, com a venda de empresas estatais; Desregulação, com redução da legislação de controle do processo econômico e das relações trabalhistas; e Propriedade intelectual (NEGRÃO, 1998, p.41-42).

Embora com formato acadêmico e sem caráter deliberativo, o encontro propiciaria oportunidade para coordenar ações por parte de entidades com importante papel nessas reformas. Por isso mesmo, não obstante, sua natureza informal acabaria por se revestir de significação simbólica, maior que a de muitas reuniões oficiais no âmbito dos foros multilaterais regionais (BATISTA, 1994). De acordo com Negrão (1998), as conclusões do Consenso acabaram tornando-se o receituário imposto por agências internacionais para a concessão de créditos: os países que quisessem empréstimos do FMI, por exemplo, deveriam adequar suas economias às novas regras. Nas palavras de Mariani (2007), o receituário do FMI, dali em diante, deveria fazer parte do discurso das elites dos países periféricos, como se fosse de sua iniciativa e de interesse do seu povo.

As reformas comerciais liberalizantes, recomendadas pelo Banco Mundial, deveriam ser postas em prática em troca da continuidade de financiamento para obras sociais. Elas foram fielmente encampadas pelo governo Collor e fizeram parte do elenco de reformas constitucionais defendidas pelo governo de Fernando Henrique Cardoso para viabilizar o seu plano de estabilização econômica, o Plano Real (MARIANI, p. 6, 2007).

Para Mariani (2007) no plano ideológico da propaganda, as elites dos países latino-americanos perceberam que a origem de seus problemas não era mais a dependência externa e o alto grau de endividamento, os juros excessivamente altos, a deterioração dos preços de seus produtos no mercado internacional, oligopolizado pelas grandes corporações e, sim, fatores internos. Com isso, a solução seria a adoção das reformas neoliberais e uma “consequente abertura total das portas e dos portos, como se houvesse uma transfusão de capitais para revitalizar economias. O que ocorreu na prática foi a entrada de capital especulativo e uma maior exploração dos trabalhadores” (MARIANI, p. 6, 2007).

Batista (1994, p. 26), critica a forma que essa ideologia assumiu nas políticas recomendadas aos países em desenvolvimento:

O Consenso de Washington documenta o escancaramento das economias latino-americanas, mediante processo em que acabou se usando muito mais a persuasão do que a pressão econômica direta, embora esta constituísse todo o tempo o pano de fundo do competentíssimo trabalho de convencimento. Certamente, uma versão mais sofisticada e sutil das antigas políticas colonialistas de *open-door* nas quais se apelava, sem maiores constrangimentos, à força das canhoneiras para “abrir os portos de países amigos”. Por serem menos ostensivas, as pressões atuais são mais difíceis de combater.

Os resultados do neoliberalismo na América Latina, apesar dos esforços dos meios de comunicação em só mostrar os aspectos considerados positivos, não podem deixar de ser vistos como modestos, tendo em vista sua limitação à estabilização monetária e ao equilíbrio fiscal (BATISTA, 1994). Bresser (2009) ressalta que, enquanto o desenvolvimentismo prevaleceu, entre 1950 e 1980, a renda *per capita* no Brasil aumentou quase 4% ao ano, mas desde então, tem crescido por volta de 1% ao ano. O desempenho de outros países latino-americanos seguiu o mesmo caminho, com exceção do Chile. Entretanto, nesse mesmo período, os países asiáticos dinâmicos, inclusive a China a partir da década de 1980 e Índia a partir de 1990, mantiveram ou atingiram taxas extraordinárias de crescimento. Para explicar taxas de crescimento tão diferentes, Bresser (2009, p. 81) sustenta que:

No nível mais imediato das políticas econômicas, o problema fundamental está relacionado à perda de controle sobre o preço macroeconômico mais estratégico em uma economia aberta: a taxa de câmbio. Os países latino-americanos perderam controle sobre a taxa de câmbio através da abertura das contas financeiras e viram suas taxas de câmbio se valorizarem, na medida em

que, no início dos anos 1990, aceitaram a proposta, oriunda de Washington e Nova York, de crescimento com poupança externa. Mas, ao mesmo tempo, os países asiáticos em grande parte apresentavam superávits em conta corrente e mantinham o controle de suas taxas de câmbio. Quanto às reformas, os países latino-americanos aceitaram indiscriminadamente todas as reformas liberalizantes, privatizando de maneira irresponsável serviços públicos monopolistas e abrindo suas contas de capital, enquanto os asiáticos foram mais prudentes.

Hausmann et al (2004 *apud* SCHIMIDT FILHO; CURADO, 2008, p. 3) também compartilham dessa visão a respeito da taxa de câmbio como instrumento estratégico para o crescimento. Ao procurar evidências empíricas entre trajetórias de crescimento e depreciação cambial, encontraram um resultado importante: entre 80 países que apresentaram uma saída de trajetórias de baixo crescimento para de alto crescimento desde a década de 1960, a depreciação do câmbio real foi um fator importante para esta mudança.

No entanto, Bresser enfatiza que a grande diferença reside no fato de os países latino-americanos terem interrompido suas revoluções nacionais e viram suas nações se desorganizarem e perderem união e autonomia. A consequência foi a ausência de uma estratégia nacional de desenvolvimento. A estratégia nacional de desenvolvimento que os países latino-americanos adotaram entre 1930 e 1980 ficou conhecida como desenvolvimentismo. Nesse período, em especial até 1960, muitos desses países eram firmemente nacionalistas, proporcionando a seus Estados uma solidariedade básica no que se refere a competir internacionalmente. Mas o enfraquecimento decorrente da crise econômica dos anos 1980, somado à grande influência da onda ideológica neoliberal que se originou na década de 1970 nos Estados Unidos, interrompeu o processo de formação nacional e do Estado na América Latina, e prejudicou o desenvolvimento destas economias.

A ortodoxia convencional, que veio para substituir o nacional-desenvolvimentismo, não havia se desenvolvido localmente; não refletia as preocupações e os interesses nacionais, mas, ao contrário, as visões e os objetivos nas nações ricas. Além disso, como é típico da ideologia neoliberal, era uma proposta negativa que presumia a capacidade dos mercados de coordenar tudo automaticamente, propondo que o Estado deixasse de desempenhar o papel econômico que sempre havia desempenhado nos países desenvolvidos: o de complementar a coordenação do mercado para promover o desenvolvimento econômico e a equidade (BRESSER, 2009, p. 82).

Chang, um dos principais economistas de combate da atualidade, critica severamente a ideologia neoliberal afirmando que o norte rico, através de suas três instituições internacionais, o Fundo Monetário Internacional, o Banco Mundial e a Organização Mundial do Comércio, buscava neutralizar a concorrência representada pelos países de renda média, primeiro convencendo-os a crescer com poupança externa, ou seja, com endividamento, e, em seguida,

quando se tornavam fragilizados financeiramente devido a essa política, impunham reformas e políticas econômicas que neutralizavam sua capacidade de crescer e competir internacionalmente.

Em relação aos países em desenvolvimento, a agenda neoliberal foi potencializada por uma aliança dos governos dos países ricos liderados pelos Estados Unidos e mediada pela trindade “profana” das organizações econômicas internacionais que eles controlam firmemente – o Fundo Monetário Internacional (FMI), o Banco Mundial e a Organização Mundial do Comércio (OMC). Os governos ricos usam seus orçamentos e o acesso a seus mercados de origem acenando como cenouras para induzir os países em desenvolvimento a adotarem as políticas neoliberais. Tentam criar um ambiente no país em desenvolvimento favorável aos bens e investimentos estrangeiros em geral. O FMI e o Banco Mundial fazem sua parte ao atrelarem aos empréstimos a condição de que os países devedores adotem a política neoliberal. A OMC contribui ao estabelecer as regras de comércio que favorecem o livre mercado em áreas nas quais os países ricos são mais fortes, mas não onde eles são fracos (por exemplo, na agricultura ou na indústria têxtil). Esses governos e organizações internacionais são apoiados por um exército de ideólogos. [...] Em conjunto, essas várias instituições e indivíduos formam uma máquina de propaganda, um complexo financeiro e intelectual amparado por dinheiro e poder (CHANG, 2009, p. 13).

Além disso, o autor enfatiza que os próprios países atualmente ricos, não adotaram essas políticas e instituições que pregam em seu correspondente estágio de desenvolvimento econômico, ou seja, praticam o “faça o que eu digo, não faça o que eu faço (ou o que eu fiz)”.

Esses países diminuíram significativamente suas barreiras tarifárias entre as décadas de 1950 e 1970. Mas, durante esse período, eles também usaram várias outras políticas nacionalistas para promover o próprio desenvolvimento econômico – subsídios (especialmente para pesquisa e desenvolvimento, ou P&D), empresas públicas, direcionamento do governo para créditos bancários, controles de capital e assim por diante (CHANG, 2009, p. 25).

Quando se trata do bom desempenho obtido por países asiáticos no período recente, Chang cita que esses países obtiveram sucesso essencialmente por terem rejeitado as políticas econômicas e de instituições indicadas pelo norte e adotado estratégias nacionais desenvolvimentistas, diferentemente dos países da América Latina, por meio de uma integração estratégica e autônoma com a economia global. Segundo ele, Coréia e Taiwan adotaram estratégia semelhante, embora o segundo tenha utilizado empresas públicas de forma mais extensiva e de ter sido mais amigável com os investidores estrangeiros do que a Coréia. Cingapura teve livre-comércio e acreditou muito nos investimentos estrangeiros, mas, mesmo assim, não estava em conformidade com outros aspectos do ideal neoliberal. Apesar de aceitar bem os investidores estrangeiros, o país utilizou-se de grandes subsídios para atrair corporações transnacionais de indústrias que considerava estratégicas, principalmente na forma de

investimentos do governo em infraestrutura e educação com foco em determinadas indústrias. Soma-se a isso o fato de Cingapura ser “um dos maiores Estados com empresas públicas no mundo, incluindo o *Housing Development Board*, que responde pela construção de 85% das casas (quase todas as terras são de propriedade do governo)” (CHANG, 2009, p. 28).

Os casos de China e Índia também mostram a importância da integração estratégica, ao invés de incondicional, com a economia mundial baseada na visão nacionalista. Da mesma forma que os EUA em meados do século XIX, ou que o Japão e Coreia na metade do século XX, a China usou tarifas elevadíssimas para construir sua base industrial. Até os anos 1990, a tarifa média chinesa era superior a 30%. E, apesar de ser mais bem vista pelos investimentos estrangeiros que Japão e Coreia, impunha limites máximos de propriedade estrangeira e exigências locais de consumo. No caso da Índia, seu sucesso é geralmente atribuído à sua liberalização comercial e financeira do início dos anos 1990. Porém, pesquisas recentes revelaram que aceleração do crescimento indiano começou na década de 1980, e mesmo após a liberalização do comércio no início da década de 1990, as tarifas médias sobre as manufaturas na Índia se mantiveram acima de 30%. A Índia também tem imposto restrições rígidas sobre os investimentos estrangeiros diretos, restrições à entrada e à propriedade, e diversas exigências de performance como exigências locais de consumo (CHANG, 2009).

Bresser sintetiza no prefácio da versão brasileira do livro “Maus Samaritanos” (2009) de Chang, a visão do economista coreano sobre as medidas que levaram ao bom desempenho dos países asiáticos dinâmicos, ao seguinte:

1. Selecionar determinados setores industriais e os protegerem e apoiarem;
2. Tendo a propriedade dos bancos, dirigir o crédito para aqueles setores;
3. Estabelecer empresas estatais nos setores onde o setor privado não mostrava capacidade ou eficiência;
4. Garantir e manter absoluto controle sobre os recursos externos e sobre a taxa de câmbio;
5. Controlar o capital estrangeiro, recebendo-o em alguns setores estratégicos enquanto em outros o proibia e;
6. Incentivar as empresas nacionais a fazerem a “engenharia reversa” enquanto faziam vista grossa para a cópia de tecnologias.

Apoiados nesses princípios, esses países asiáticos orientaram seus esforços decididamente para as exportações, aproveitando sua mão de obra barata e a possibilidade de copiar tecnologia, e experimentaram espantoso crescimento e melhoria de padrões de vida. O quadro 3 mostra a taxa média de crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) desses países, de forma agrupada, entre os anos de 1980 até 2010.

Crescimento médio do PIB		
Economias asiáticas recentemente industrializadas (Hong Kong, Coréia, Cingapura, e Taiwan)	Economias asiáticas emergentes (27 países, entre eles China, Índia, Indonésia, Malásia, Philipinas, Tailândia, e Vietnã)	Economias Latino-americanas e do Caribe
6,50%	7,46%	3,47%

Quadro 5 – Taxa de crescimento médio do PIB entre 1980-2010.

Fonte: FMI, *World Economic Outlook*. Elaboração própria.

Tendo como base essas informações, fica evidente que Consenso de Washington mostrou-se, além de contraditório com as práticas dos países desenvolvidos, incoerente em seus próprios termos. Revela-se especialmente inadequado ao dar avaliações e prescrições que se aplicam de maneira homogênea a todos os países da região, independentemente das diferenças de tamanho, de estágio de desenvolvimento ou dos problemas que estejam enfrentando. “O diagnóstico e a terapêutica são virtualmente idênticos tanto para um imenso Brasil já substancialmente industrializado quanto para um pequeno Uruguai ou Bolívia ainda na fase pré-industrial” (BATISTA, 1994, p. 26). Além disso, ao observar as economias de “terceiro mundo” que estão dando certo, e não seguiram as recomendações neoliberais, fica a dúvida da verdadeira intenção dos países desenvolvidos em relação ao desenvolvimento da América Latina.

Fica-se, de tudo isso, com a impressão amarga de que a América Latina possa haver se convertido, com a anuência das suas elites, em um laboratório onde a burocracia internacional baseada em Washington – integrada por economistas descompromissados com a realidade política, econômica e social da região – busca pôr em prática, em nome de uma pretensa modernidade, teorias e doutrinas temerárias para as quais não há eco nos próprios países desenvolvidos onde alegadamente procura inspiração (BATISTA, 1994, p. 26).

Nas seções seguintes, serão apresentadas de forma mais detalhada a maneira com que os países emergentes que atualmente estão em destaque, denominados BRIC, realizaram sua inserção externa e quais foram os resultados conquistados em termos de crescimento e desenvolvimento econômico, objetivando uma comparação de suas experiências e modelos adotados.

2.4 DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E INSERÇÃO EXTERNA: O CASO DOS BRIC

2.4.1 Brasil

Apesar da crescente importância da economia brasileira no cenário internacional, no período recente, esta vem apresentando taxas de crescimento do PIB muito baixas quando comparadas à média histórica do país. Entre 1980 e 1990 a taxa média de crescimento do PIB brasileiro foi de 2,97% ao ano, e entre 1990 e 2010 a taxa foi de 2,74% a.a. (FMI, 2011).

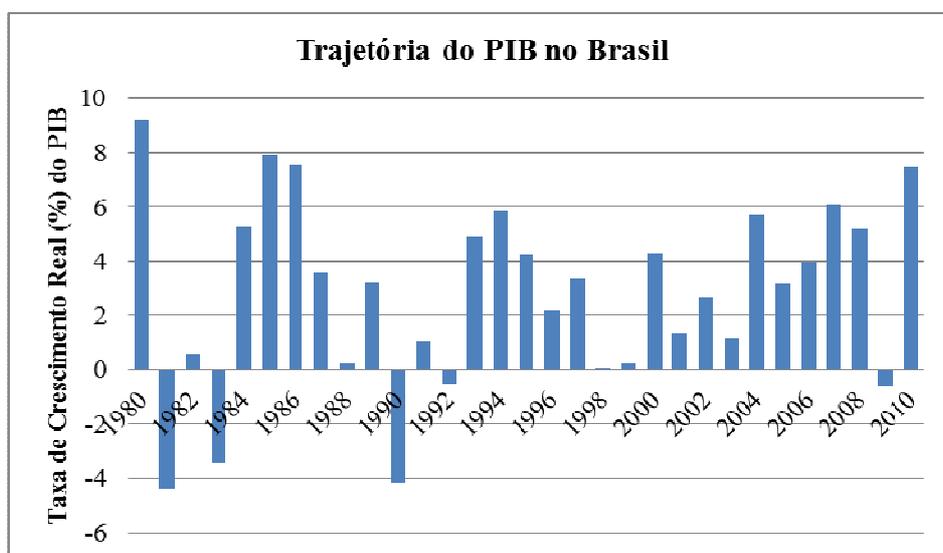


Gráfico 2 – Taxa de crescimento real (%) do PIB no Brasil entre 1980-2010.

Fonte: FMI, *World Economic Outlook*. Elaboração própria.

A estratégia de desenvolvimento que a economia brasileira vem seguindo recentemente pode ser entendida pela análise dos eventos apurados na economia desde o princípio da década de 1980, a qual representou para o Brasil e para toda a América Latina, a ruptura de um padrão de desenvolvimento que desde o pós-guerra foi responsável por elevadas taxas de crescimento econômico nesses países.

Os choques dos preços do petróleo, que ocorreram em 1973 e 1979, provocaram uma abrupta elevação das taxas de juros internacionais entre 1979 e 1982, levando à maioria dos países periféricos a reverterem suas trajetórias de crescimento, principalmente devido à queda dos seus termos de troca e à dificuldade de honrar suas dívidas e até mesmo a impossibilidade de recorrer a novos empréstimos. Com isso deu-se início um período que ficou conhecido como “crise da dívida” e teve seu estopim com a moratória mexicana em 1982. A partir de então, mais de 40 países, inclusive o Brasil, foram forçados a recorrer sucessivamente ao FMI e viram uma forte retração de seus crescimentos acompanhada por elevações das taxas de inflação.

No Brasil, as despesas financeiras com o pagamento da dívida externa se elevaram drasticamente e a dívida externa total, que somava cerca de US\$11,4 bilhões, em 1972, teve um salto de US\$93,7 bilhões em 13 anos, chegando a US\$ 105,1 bilhões no ano de 1985, requerendo o envio de grandes somas de recursos, especialmente para o pagamento de juros (IPEADATA, 2011). Consequentemente, formou-se um quadro de forte restrição externa, que viria a se constituir num dos grandes entraves à economia até a segunda metade da década de 1990. A desorganização das finanças públicas serviu para potencializar o problema, abrindo o caminho para uma séria instabilidade inflacionária, o que contraiu a acumulação produtiva e afastou os investimentos externos.

No intuito de combater o processo inflacionário foram adotados vários planos de estabilização: Plano Cruzado (1986), Plano Bresser (1987), Plano Verão (1989) e Plano Collor (1990). Todos esses planos tentaram controlar a inflação através de medidas ortodoxas e/ou heterodoxas, e fracassaram⁹. Com isso, o que se verificou até 1994, foi um longo período de instabilidade que implicou em forte oscilação do crescimento econômico (ARAÚJO, ARAÚJO, 2010).

Na década de 1990, tem-se o marco inicial de uma profunda mudança no padrão de desenvolvimento da economia brasileira, marcada pelas reformas liberalizantes com medidas de abertura comercial e financeira, desregulamentação dos mercados, privatizações, redução da atuação do Estado, contidas na Política Industrial e de Comércio Exterior (PICE) lançado por Fernando Collor, e pela posterior estabilização inflacionária atingida com a implementação do Plano Real.

No entanto, é apenas a partir da adoção do Plano Real, em 1994, que foi possível encontrar elementos que explicam o padrão de desenvolvimento recente da economia brasileira. Mais do que uma estratégia de sucesso incontestável de estabilização da inflação, o Plano Real simbolizou a adesão de certa forma tardia, porém definitiva, do Brasil ao modelo econômico neoliberal, colocando em prática as reformas liberalizantes propostas pelo “Consenso de Washington”. Isso trouxe de volta os fluxos de capitais financeiros à região (sobretudo devido ao acordo da dívida externa traçado no Plano Brady) os quais, frente ao esgotamento dos mercados desenvolvidos, buscavam novas alternativas de investimento, consolidando a integração dos países da periferia à dinâmica financeira global (ARAÚJO; ARAÚJO, 2010).

⁹ A respeito dos planos de estabilização ver: GREMAUD; VASCONCELLOS; TONETO JR. Economia Brasileira Contemporânea. Ed. Atlas, São Paulo, 2002.

Entretanto, apesar da estabilização da inflação, o ritmo de crescimento vigoroso de anteriormente não foi retomado. Para Vieira e Veríssimo (2009), a política econômica adotada com o Real deixou de lado o crescimento econômico em nome do fortalecimento das instituições nacionais com o objetivo de controlar a inflação e atrair investidores estrangeiros. Os autores destacam quatro pilares da estratégia do Plano Real que foram decisivos para o baixo dinamismo da economia brasileira no período recente.

A estratégia de “desenvolvimento” do Real foi baseada nos seguintes aspectos: i) a estabilidade de preços estimularia o investimento privado; ii) a abertura comercial, junto com o câmbio sobrevalorizado, disciplinaria os produtores domésticos, conduzindo a ganhos de eficiência; iii) as privatizações e o investimento estrangeiro removeriam gargalos de oferta na indústria e infraestrutura e iv) a liberalização cambial atrairia poupança externa para complementar o investimento doméstico e financiar o déficit em conta corrente (VIEIRA; VERÍSSIMO, 2009, p. 14).

Embora a estabilidade de preços tenha sido alcançada, a abertura comercial provocou uma deterioração do saldo comercial e o desequilíbrio do balanço de pagamentos, tornando a economia bastante dependente de recursos externos. A política de taxa de juros elevada e o câmbio sobrevalorizado para controlar a inflação, a chamada âncora cambial, desestimulou o setor exportador, que perdeu competitividade, e expôs o mercado interno à forte concorrência com os produtos importados ocasionando a quebra de muitas empresas nacionais e o aumento do nível de desemprego. Já a liberalização da conta de capital não resolveu o problema do financiamento de longo prazo, pois a maioria dos fluxos de capitais que ingressaram no país até meados da década de 1990 foi para investimentos em carteira (de curto prazo), atraídos pelas elevadas taxas de juros e visando ganhos rápidos e robustos, em detrimento dos investimentos produtivos (IEDs). Mesmo na segunda metade dos anos 1990, quando os fluxos de IED começaram a ingressar mais fortemente na economia, tais fluxos não foram capazes de alavancar o crescimento, pois se dirigiram, principalmente, à compra de empresas privatizadas e, portanto, não implicaram a criação de riqueza para a economia, na forma de investimento produtivo. Além disso, a ausência de regulação dos fluxos de capitais gerou volatilidade do financiamento, vulnerabilidade da economia aos fluxos de curto prazo e restrições à autonomia da política econômica doméstica.

As eclosões de consecutivas crises financeiras internacionais na década de 1990, como a do México (1994-1995), Sudeste Asiático (1997) e Rússia (1998), também têm papel relevante na retração do crescimento da economia brasileira. Sempre que ocorriam perturbações que colocassem em risco o financiamento dos déficits em transações correntes, era preciso alterar a taxa de juros, o que foi feito ao longo da década. Essa dinâmica da taxa de

juros, somada ao volume da dívida pública culminou em uma expansão dessa dívida, comprometendo cada vez mais o lado fiscal. Esse ajustamento, além disso, aumentava o desemprego e retraía o produto, o que gerava reivindicações de correção cambial e a descrença na manutenção da taxa de câmbio, dando espaço a um ataque especulativo contra o real. Após sucessivos ataques especulativos contra a moeda nacional, em 1999, o Brasil abandonou o regime de bandas cambiais e deixou o câmbio flutuar. Ainda em 1999, adotou-se o sistema de metas de inflação, e procuravam-se superávits primários com o propósito de estabilizar a dívida pública interna.

A partir de então, a estratégia brasileira passou a ser fundamentada no tripé metas de inflação, metas fiscais e flexibilidade cambial. Porém, o objetivo principal do governo, continuou sendo a manutenção da estabilidade inflacionária baseada na obtenção de credibilidade e de reputação perante os mercados financeiros domésticos e internacionais (SICSÚ, 2007).

Resumidamente, a sustentação de elevadas taxas de juros reais para manter a inflação dentro da meta, constituiu-se em um entrave ao crescimento econômico da seguinte forma: estabeleceu um obstáculo à obtenção de crédito e elevou a inadimplência, provocando fragilidade financeira. Nessa situação de fragilidade financeira, tanto setor público como privado contribuíram com as taxas de investimentos extremamente baixas verificadas ao longo da última década, menores até do que durante a década de 1980, considerada a “década perdida”. Ademais, as taxas de juros elevadas somadas à apreciação cambial, à retração da demanda e à abertura econômica, resultaram em queda do produto da economia. Por último, tendo em vista que grande parcela da dívida pública era atrelada à taxa de juros básica da economia (Selic), esta elevou-se assustadoramente entre 1994 e 2007.

A mudança do papel do Estado também merece destaque para explicar o baixo crescimento econômico brasileiro. Com o processo de privatizações das empresas estatais, o Estado deixou de atuar diretamente no desenvolvimento do setor produtivo, na criação de infraestrutura e no financiamento de setores específicos, como o fez nos anos 1960 e 1970, justamente o período de maior crescimento da economia. Atualmente, o Estado perdeu sua capacidade de coordenação e de indução do investimento, e a preocupação básica passou a ser a redução do déficit público, agravado pelo elevado componente financeiro da dívida, por meio da obtenção de crescentes superávits primários, o que conseqüentemente implica cortes de gastos públicos e redução de recursos para os projetos sociais e de investimentos (VIEIRA; VERÍSSIMO, 2009).

O gráfico 3 mostra o comportamento dos investimentos nas três últimas décadas no Brasil:

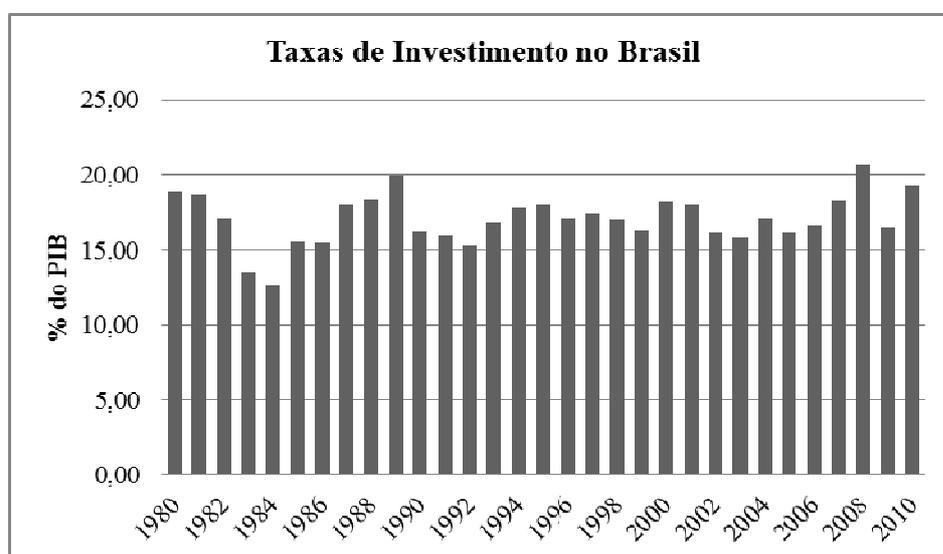


Gráfico 3 – Taxa de investimento (% PIB) no Brasil entre 1980-2010.

Fonte: FMI, *World Economic Outlook*. Elaboração própria.

Perante o apresentado, contata-se facilmente que, longe de constituir uma forma duradoura de financiamento externo, a estratégia de desenvolvimento da economia brasileira não possibilitou eliminar a fragilidade interna e externa, o que ficou explícito nas crises cambiais, afetando variáveis macroeconômicas de peso como o investimento e a dívida pública. O crescimento recente da economia brasileira não conseguiu fugir ao padrão *stop and go* das últimas décadas, podendo ser cunhado também como um crescimento “vôo de galinha”, em alusão ao vôo da galinha, em que um ano a taxa melhora um pouco, a galinha dá um pulinho, mas ela não tem sustentação, então retorna ao chão do galinheiro, como é explícito no gráfico 2.

Como observado por Delfim Neto (1999 *apud* ARAÚJO; ARAÚJO, 2010, p. 14), o período recente negligenciou o desenvolvimento econômico e preocupou-se mais com questões financeiras do que com problemas reais, como o produto, o emprego e os investimentos. Além disso, o autor cita que o desenvolvimento ficou marginalizado e difundiu-se a ideia de que quem deseja o desenvolvimento é adepto da inflação, não se reconhecendo que sem a entrada, em caráter definitivo, de recursos externos, a expansão econômica encontra dificuldades.

Nessa perspectiva, Delfim Neto atribui o menor crescimento brasileiro frente aos países em desenvolvimento e ao mundo, graças ao que ele chama de “equivocos da política econômica”, tanto devido à deterioração das contas públicas, que reduz a poupança líquida,

comprimindo os investimentos públicos, tanto pela queda da relação produto/capital, que decresceu ao longo dos últimos anos.

Dessa forma, Araújo e Araújo (2010) concluem que, não tendo como foco principal o desenvolvimento, a inserção brasileira no contexto mundial globalizado se dá de forma passiva, constrangida pela valorização e volatilidade do câmbio, e pelos juros altos que atraem apenas investimentos financeiros de curto prazo, mas que repelem fluxos de capitais de médio e longo prazo voltados para o setor produtivo, impedindo o crescimento econômico.

2.4.2 China

A economia chinesa tem se destacado, no período recente, por apresentar elevadas taxas de crescimento do PIB quando comparada às demais economias em desenvolvimento. Durante a década de 1980, a taxa média de crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) chinês, segundo dados do FMI, foi de 9,76% a.a., e entre 1990 e 2010, a média foi de 10,15% a.a., conforme o gráfico 4. Com isso, a China vem sendo a principal força motriz para o crescimento da economia mundial no período recente, o que vem sendo acompanhado também por uma participação cada vez maior do país no comércio internacional.



Gráfico 4 – Taxa de crescimento real (%) do PIB na China entre 1980-2010.

Fonte: FMI, *World Economic Outlook*. Elaboração própria.

Durante as últimas três décadas, a gestão macroeconômica da China manteve-se estreitamente relacionada, e até mesmo subordinada, à sua estratégia de crescimento de longo

prazo. As políticas monetária e fiscal objetivaram preservar um ambiente propício ao crescimento sem, entretanto, deixar de enfatizar o combate ao risco inflacionário, que foi recorrente no período de flexibilização dos preços antes controlados pelo governo central (CUNHA; ACIOLY, 2009).

Esse robusto crescimento observado da China é reflexo de um processo de importantes transformações que teve seu início aproximadamente a partir de 1980. Nessa ocasião, o governo passou a implementar um conjunto de medidas e reformas com o objetivo de promover a transição de uma economia planificada para uma economia de mercado, empenhando uma política de abertura, sem a renúncia da propriedade e dos mecanismos de planejamento do Estado. Essas medidas ocorreram de forma gradual e, embora revolucionárias, com algumas características da antiga economia de planejamento centralizado, basearam-se na aplicação das experiências internacionais bem sucedidas à realidade do país. O programa contemplava os setores agrícola, industrial, científico e tecnológico, bem como das forças armadas, e propiciou uma bem sucedida transição de uma economia agrícola para uma economia industrial, de grande relevo no cenário internacional (ARAÚJO; ARAÚJO, 2010).

As estratégias de desenvolvimento chinesas, de acordo com Medeiros (1999, p. 13-14), eram: a) reformar a utilização da terra; b) aumentar as exportações e proteger o mercado interno; c) formar grandes grupos estatais competitivos internacionalmente; d) reformar as empresas estatais, adequando-as ao novo ambiente econômico; e) promover as empresas coletivas de vilas e municípios; e f) configurar uma economia do tipo mista, com preços regulados, controlados e de mercado, estratégia da qual decorre a expressão “economia socialista de mercado” ou simplesmente “socialismo de mercado”.

No setor agrícola, no final dos anos 1970, introduziu-se um sistema de contrato familiar entre Estado e produtor agrícola, no qual o primeiro fornecia a terra e o segundo pagava-a com cotas da produção, decrescentes com o tempo, através de contratos de longo prazo, o que elevou consideravelmente a produtividade no meio rural, promovendo o aumento da produção de alimentos, geração de emprego e renda no campo. Essa medida foi de grande importância, pois resultou no atendimento da demanda requerida pelos elevados investimentos estatais no setor de bens de produção. Adicionalmente, viabilizou o processo de substituição de importação desde meados dos anos 1980 e ainda promoveu o desenvolvimento do próprio setor industrial, já que o desenvolvimento do setor agrícola estimulou a demanda por manufaturas (ARAÚJO; ARAÚJO, 2010).

No âmbito industrial, buscou-se a partir de uma política seletiva de importações, a incorporação de tecnologia e bens de capital, o que só seria possível pelo aumento da

capacidade de geração de divisas, o que explica a criação das Zonas Econômicas Especiais (ZEE) no início dos anos 1980. As ZEEs localizavam-se estrategicamente nas regiões costeiras, próximas aos mercados asiáticos mais dinâmicos como Japão, Hong Kong, Formosa e Taiwan, abertas ao capital estrangeiro e voltadas à produção de bens para o mercado externo, onde as empresas contavam com benefícios fiscais e liberdade cambial, facilidades logísticas e portuárias, além de autonomia administrativa e financiamentos concedidos pelo Estado, mesclando a propriedade pública e ao mesmo tempo incentivando a difusão de empresas não estatais. A criação das Zonas de desenvolvimento Econômico e Tecnológico (ZDT) contribuiu para potencializar as ZEEs, com a forte indução de tecnologia e parcerias com países adjacentes. Essa medida tinha como objetivos atrair investimentos estrangeiros em tecnologia para que os setores de infraestrutura econômica, especialmente energia e transportes, pudessem se desenvolver. Nota-se que para a modernização da ciência e da tecnologia o governo chinês adotou, e ainda adota, políticas de estímulo à qualificação e especialização de estudantes no exterior.

Medeiros (1999) destaca que a política econômica chinesa praticada desde os anos 80 induziu simultaneamente ao desenvolvimento do mercado interno e a promoção de exportações. Para ele, tratam-se de dois regimes. O regime de promoção de exportações foi estabelecido com as ZEEs, que se beneficiavam de liberdade cambial e isenção de impostos, visando com isso atrair investimentos e divisas. Já as empresas que não se encontram sob o regime das ZEE subordinam-se a política chinesa de comércio exterior altamente protecionista e dirigida simultaneamente para as exportações e para o desenvolvimento do mercado interno. Todo o comércio exterior é centralizado em *tradings* estatais (TE) que exercem o monopólio cambial e tomam a iniciativa das exportações promovendo a produção das empresas rurais, de vilas e pequenas cidades (EVC). Do mesmo modo as importações são centralizadas, as tarifas sobre importações são elevadas e existem barreiras não tarifárias para diversos bens. Medeiros (1999) resume esse processo:

Na China claramente segmentou-se os dois regimes (proteção do mercado interno e promoção de exportações) e liberalizou-se o acesso aos investimentos externos antes da liberalização das importações. À proteção tarifária, soma-se a proteção natural do interior da China precariamente interligado pelo sistema ferroviário e rodoviário. Ressalta-se aqui a ainda débil integração geográfica do mercado interno limitado ao eixo norte sul na costa leste do país (MEDEIROS, 1999, p. 17).

Oliveira (2008) observa que o sucesso econômico chinês nos últimos anos, além de ser em parte explicado pelas reformas implementadas, tem contato direto com uma participação ativa do Estado não apenas no provimento de um marco regulatório e um ambiente

macroeconômico favorável, mas também e notadamente nas próprias decisões de investimento, cuja parcela estatal deste chegou a mais de 60% no início dos anos 1990. Neste processo, o crédito doméstico tem se mostrado de suma importância, uma vez que representou, em média, 20% das fontes de financiamento durante a década de 1980. No gráfico 5 podemos observar as altas taxas de investimento como proporção do PIB na China:

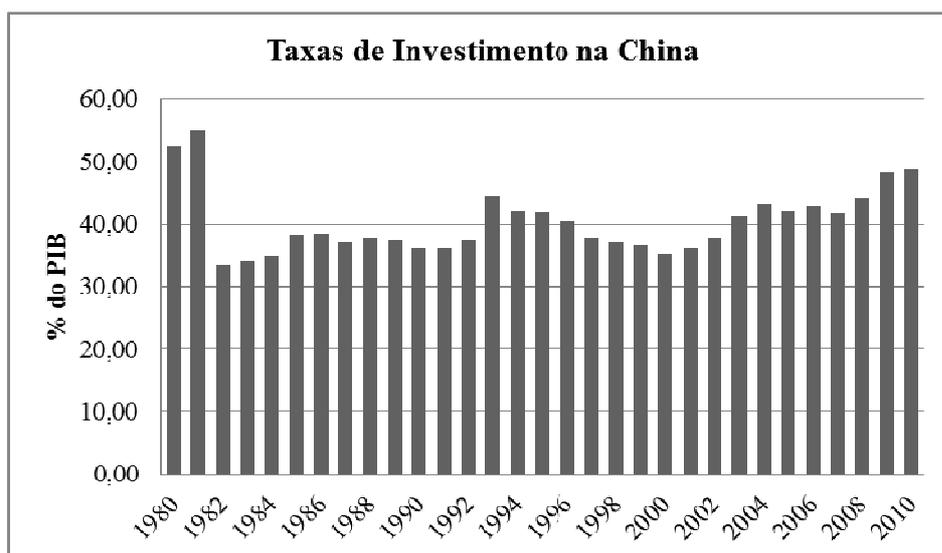


Gráfico 5 – Taxa de investimento (% PIB) na China entre 1980-2010.

Fonte: IMF, *World Economic Outlook*. Elaboração própria.

Nessa perspectiva também destaca-se a participação dos investimentos estrangeiros diretos (IED), intensificados pelas oportunidades da globalização. Nos anos 1990, a China foi líder mundial na atração de IED, os quais materializaram-se na forma de novos projetos de instalação de empresas e dirigidos majoritariamente para a indústria de transformação, sobretudo nas atividades de maior valor agregado.

Para Medeiros (1999), essa intensificação do ingresso de IED foi fundamental para a mudança do padrão de financiamento externo da economia chinesa, tendo em vista que na década de 1980, depois das exportações, a captação de empréstimo dos bancos e dos credores oficiais correspondia à segunda forma de obtenção de divisas. Nos anos 1990, os IED passam a ocupar o lugar dos empréstimos e financiamentos. Na mesma década, houve um amplo processo de privatização de empresas na economia, embora em todos os setores o número de empresas estatais ainda seja elevado. As empresas privadas foram fortalecidas e as estrangeiras, autorizadas a atuar especialmente nas zonas especiais. Essa mudança do padrão de financiamento externo a mudança do padrão de financiamento externo, além de viabilizar a obtenção de divisas sob alicerces mais sustentáveis, favoreceu, segundo Acioly (2005), a consolidação do tripé: a) maior presença da China no comércio internacional; b) estímulo ao

acesso às fontes externas de capital e tecnologia avançada; e c) introdução de modernas técnicas administrativas e de gestão nas empresas chinesas.

Em relação ao manejo das políticas econômicas chinesas, que foram decisivas para o crescimento dos níveis de renda e emprego do país, Oliveira (2008) cita que a administração cautelosa da taxa de câmbio e a sua manutenção, especialmente a partir de 1994, num patamar subserviente ao crescimento econômico e a uma inserção externa soberana, tem sido um traço marcante da política macroeconômica chinesa, e que, indiscutivelmente, permitiu ao país maximizar o poder de transformação das reformas impostas. Nas palavras de Oliveira:

Ao invés de uma inserção externa ancorada na captação de capitais de curto prazo, pela conta de capital do balanço de pagamentos (capital-account), o governo chinês optou por uma inserção balizada na exportação em larga escala de produtos manufaturados com graus crescentes de densidade tecnológica a preços altamente competitivos, pela conta de transações correntes (trade-account). Esta forma de inserção tornou o país praticamente imune às instabilidades da economia mundial, além e ao cabo de ter permitido relevantes graus de liberdade no manejo da política econômica (OLIVEIRA, 2008, p. 8).

A partir de uma taxa de câmbio desvalorizada e estável, que serviu como estímulo às exportações e contribuiu para eliminar os riscos envolvidos nas decisões de investimento, respectivamente, e a manutenção de uma taxa de juros baixa sem abdicar do controle inflacionário, condição permitida pela execução de políticas auxiliares de controle inflacionário, como o controle de preços e salários, a China foi capaz de construir um ambiente macroeconômico altamente propício às decisões de inversão, elemento dinamizador do extraordinário desempenho de sua economia (OLIVEIRA, 2008).

De Paula e Ferrari Filho (2006) ressaltam que esse regime cambial, caracterizado pela rigidez e subvalorização do yuan frente ao dólar, sustenta o câmbio distante do chamado nível de equilíbrio, o que vem resultando em pressões para que a China transite para um regime mais flexível, ainda que essa flexibilização deva ser implementada em consonância com medidas em direção a um sistema financeiro mais sólido e eficiente e a uma maior liberalização da conta de capitais. Caso a flexibilização do regime cambial chinês se concretize, é bem provável que ocorra uma apreciação da taxa de câmbio (nominal e real).

Comparativamente aos países latino-americanos, constata-se que os asiáticos utilizaram o câmbio como um instrumento de estímulo ao setor exportador. Já na América Latina este instrumento serviu aos interesses do populismo econômico (anos 1970 e 1980) e ferramenta de estabilização (anos 1990). Com isso, a manutenção do yuan subvalorizado e estável perante ao dólar, diferenciou a estratégia chinesa da maioria das economias em desenvolvimento, conferindo-lhe uma autonomia na sua política econômica e uma inserção externa ativa e

soberana: ao invés de buscar a captação de recursos de curto prazo via conta de capital, a opção foi a exportação em larga escala de produtos industrializados competitivos e de alta tecnologia, via transações correntes, o que tem garantido a esse país liberdade na condução de sua política econômica (ARAÚJO; ARAÚJO, 2010).

O crescimento econômico chinês nas últimas décadas tem reforçado as hipóteses de que participação ativa do Estado na economia, na consolidação de uma política de promoção industrial ativa, na condução independente das políticas macroeconômicas e na criação de um ambiente com externalidades positivas na atração do IED é fator crucial ao desenvolvimento, contrariando as proposições neoliberais de instituições como FMI e o Banco Mundial, segundo as quais as políticas autônomas de desenvolvimento adotadas nos países emergentes e em desenvolvimento seriam impróprias em um contexto globalizado, além de causadoras de instabilidade macroeconômica (OLIVEIRA, 2008).

Para concluir de forma sintética, os elementos responsáveis pelo elevado crescimento da China, a saber: altas taxas de investimento, em média 40% do PIB entre 1990 e 2000 (FMI, 2011), uma maior abertura comercial, política de estímulos favoráveis às exportações e à atração de investimentos externos, a manutenção de um regime cambial rígido e favorável ao desempenho do setor externo a partir de meados dos anos 1990 e os investimentos em capital humano. Ademais, o papel desempenhado pelas barreiras tarifárias e não tarifárias, as licenças comerciais, os controles de capitais e o câmbio administrado também merecem destaque, e, no caso dos controles de capitais, serviu como política de proteção a choques externos e possível volatilidade dos fluxos de capitais.

2.4.3 Índia

A Índia, apesar de um longo período de estagnação econômica, vem apresentando resultados de grande destaque no período recente, caracterizados por elevadas taxas de crescimento, baixa inflação e crescimento robusto de exportações de bens e serviços, especialmente relacionados à tecnologia da informação. Entre as décadas de 1980 e 1990, o país registrou um crescimento médio do PIB de 5,38% ao ano, e entre os anos 1990 e 2010, a taxa média foi 6,51% a.a. (FMI, 2011). Com esse desempenho, a economia indiana tem ocupado lugar de destaque no contexto internacional, sendo, ao lado da China, um grande contribuinte para o crescimento econômico mundial. O gráfico 6 ilustra esses valores:

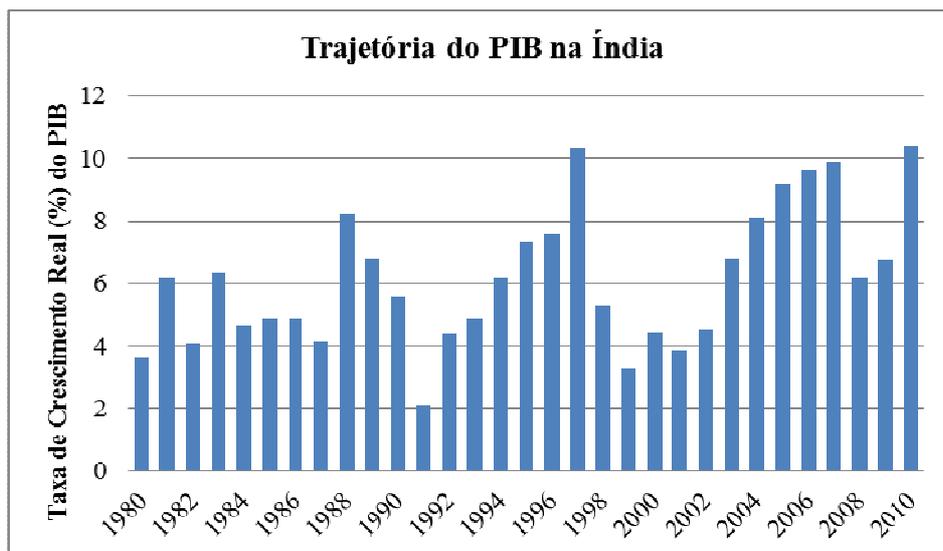


Gráfico 6 – Taxa de crescimento real (%) do PIB na Índia entre 1980-2010.

Fonte: FMI, *World Economic Outlook*. Elaboração própria.

Entre as décadas de 1950 e 1980, o desenvolvimento da Índia foi ancorado em estratégias extremamente intervencionistas, sendo uma das economias mais fechadas do mundo. Nesse período, o país levou a cabo uma estratégia de desenvolvimento “voltada para dentro”, assemelhando-se em vários aspectos às medidas adotadas pelos países de industrialização tardia da América Latina. Entre elas está a presença de um Estado desenvolvimentista, que instituiu diversos mecanismos de proteção à indústria nacional, tanto de natureza comercial, como barreiras tarifárias e não tarifárias, bem como financeira e fiscal, através de linhas especiais de crédito e bancos públicos, e por meio de subsídios e incentivos, respectivamente. Destaca-se também a participação ativa do Estado enquanto planejador e investidor, isto é, o Estado Empresário. A taxa de crescimento indiano nesse período foi de 3,7% ao ano, em média, sendo cunhado por padrão de crescimento “hindu”¹⁰, que se tornou sinônimo de taxas modestas de crescimento.

Diante deste quadro de estagnação de relativa estagnação econômica, a partir de meados dos anos 1980, a Índia adotou um conjunto de reformas liberalizantes. A estratégia indiana tem sido considerada bem sucedida, já que o país conseguiu finalmente superar o padrão de crescimento hindu, e o fez combinando elevadas taxas de crescimento sem pressão inflacionária, reduzida vulnerabilidade externa e um padrão de distribuição de renda bastante equitativo em relação ao observado no restante dos países em desenvolvimento, apesar da desigualdade ter se elevado após os anos 1990 (PRATES; CINTRA, 2009).

¹⁰ O termo, cunhado pelo professor Raj Krishna, da Delhi School of Economics, alude à radical adesão da sociedade indiana ao culto da paciência e do porvir.

Esta estratégia, que combinou gradualismo nas reformas liberalizantes com um regime macroeconômico favorável aos investimentos (políticas fiscais expansionistas, taxa de câmbio favorável às exportações e taxas de juros baixas), resultou na superação do chamado padrão de crescimento hindu do período 1950-1980 – que se tornou sinônimo de taxas modestas de crescimento do PIB (média de 3,7%) –, quando vigorou uma estratégia de desenvolvimento ancorada na substituição de importações e na forte intervenção estatal (PRATES; CINTRA, 2009).

Segundo Nassif (2006), embora a partir de 1976 tenham sido introduzidos alguns mecanismos de liberalização comercial, como o relaxamento gradual do velho regime de licenciamento de importações, o elevado nível de proteção praticamente perdurou até 1985, data que o autor considera como origem do crescimento acelerado indiano. Entre 1985-1990, para romper com um cenário protecionista de uma indústria ineficiente e com baixa competitividade no mercado internacional, diversas medidas foram adotadas pelo governo Rajiv Ghandi para estimular o setor externo. Entre elas destacam-se a eliminação gradual dos licenciamentos industriais e das licenças de importação, incentivos às exportações, redução dos direitos de monopólio do governo na importação de itens estratégicos, minirreforma tributária, com dedução ou isenção de impostos sobre o valor adicionado dos insumos produzidos no mercado interno ou importados.

O processo de liberalização da economia aprofundou-se nos anos 1990, período em que as reformas econômicas dos anos 1980 efetivamente se consolidaram, e foi em grande parte impulsionado pela crise do balanço de pagamentos de 1991. A partir daí, são extintos os controles de licenciamento industrial; são praticamente eliminados licenciamentos para as importações; é feita uma maxidesvalorização nominal em relação ao dólar e a criação de um mercado dual de câmbio para manter a competitividade externa dos bens e serviços indianos comercializáveis; ocorre a privatização das empresas públicas menos relevantes; liberalização do IDE, mas adoção de medidas prudenciais quanto à eliminação dos entraves à entrada de capitais de curto prazo; reforma do sistema financeiro e do mercado de capitais, com desregulamentação bancária, simplificação dos mecanismos de determinação das taxas de juros domésticas; eliminação de restrições à emissão de ações no mercado primário e permissão (sujeita a restrições) para que investidores institucionais estrangeiros pudessem aplicar em ações de companhias indianas (VIEIRA; VERÍSSIMO, 2009).

Nesse processo gradual de abertura comercial iniciado em 1991, a conta de capital foi sendo progressivamente liberalizada e o regime cambial alterado, passando de um regime de câmbio fixo para um regime de câmbio flutuante administrado. “Esta mudança começou com a transição de uma flutuação administrada relacionada a uma cesta de moedas para um sistema

cambial dual, em março de 1992, culminando com a adoção de um sistema de câmbio unificado e flexível em março de 1993” (DE PAULA; FERRARI FILHO, 2006, p. 14).

A partir da adoção de um regime de câmbio flutuante, a taxa de câmbio (rúpia/dólar) tem apresentado uma volatilidade relativamente baixa comparando-se com outros países que também o adotaram, registrando uma variação brusca apenas durante a crise asiática. A taxa de câmbio na Índia tem sido empregada, junto com outros instrumentos extra-cambiais, para absorver choques externos e, como tendência geral, o câmbio tem sido desvalorizado nominalmente. Apesar da desvalorização nominal, verifica-se que a taxa de câmbio real manteve-se relativamente estável nos últimos anos, devido à persistência de taxas de inflação relativamente altas em boa parte desse período (DE PAULA; FERRARI FILHO, 2006).

Além disso, os autores ressaltam que o Banco Central indiano tem participado ativamente no mercado cambial para evitar que transações volumosas neste mercado (tais como pagamentos do serviço da dívida ou de petróleo) resultem em uma excessiva volatilidade da taxa de câmbio, ao mesmo tempo em que busca garantir uma razoável estabilidade na taxa de câmbio efetiva real. Contrapõe-se à menor volatilidade da taxa de câmbio na Índia uma taxa de juros mais volátil, uma vez que tal estabilidade cambial faz com que a variável de ajuste da política macroeconômica passe a ser a taxa de juros, podendo inclusive ser empregada com os propósitos de manter uma maior ordenação no mercado cambial.

As intervenções do Banco Central no mercado cambial tem se traduzido em grande acúmulo de reservas internacionais nos últimos anos. Desde 2001, é notável a agressiva política de compra de reservas cambiais, o que, em última instância, tem sido decisivo para evitar uma maior valorização da rúpia (SCHIMIDT FILHO; CURADO, 2008).

Após 1990, merece destaque o aumento dos fluxos de IED para o país, embora sejam ainda baixos quando comparados com outros emergentes. Para isso contribuiu o afrouxamento de regulamentações relativas aos fluxos de capitais de longo prazo, incluindo os limites de propriedade acionária no IED e os limites para captação de empréstimo externo pelas firmas domésticas. Em que pese o processo gradual de liberalização comercial e financeira no período, as restrições sobre capitais de curto prazo continuam significativas, predominando controles quantitativos, prevalecendo os controles sobre a saída de capital. Inclusive, o sistema de controles de capitais indiano é considerado altamente efetivo pelo próprio Fundo Monetário Internacional (DE PAULA; FERRARI FILHO, 2006).

Embora grande parte dos economistas atribua o acelerado crescimento da Índia às reformas liberais iniciadas na década de 1980, Nassif (2006) expõe que o expressivo crescimento indiano envolveu a atuação em questões que abarcam um conjunto de políticas

mais amplas, como a industrial, a comercial, a de infraestrutura, a tecnológica, a educacional etc., em uma visão de desenvolvimento de longo prazo, na qual o Estado continua atuando em setores estratégicos, notadamente em infraestrutura, e atribui à enorme expansão dos déficits fiscais o fator mais importante do crescimento acelerado (mas não sustentável no longo prazo) no período.

A peculiaridade do planejamento econômico indiano tem como marco inicial a criação da Comissão de Planejamento (*Planning Commission*) em 1950, encarregada da formulação, execução e acompanhamento dos planos Quinquenais. Além de desempenhar papel fundamental no modelo indiano de desenvolvimento até os anos 1970, este pilar persistiu mesmo após a adoção das reformas liberais do princípio da década de 1990 (PRATES; CINTRA, 2009). Em uma inspeção feita por Nassif (2006) de todos os planos Quinquenais desde 1985, foi verificado que desde essa data diversos objetivos contidos nos referidos planos de longo prazo da Índia corroboram com a hipótese de comprometimento do Estado enquanto responsável pelo desenvolvimento do país. Destaca três deles:

[...] i) o objetivo estratégico da política econômica é o crescimento, a geração de empregos e a melhora do bem-estar social da sociedade; ii) o compromisso precípua da política industrial é propiciar o aumento da produtividade e dos níveis de eficiência da economia; iii) o Estado está disposto a transferir atividades para a esfera privada, mas reconhece que em alguns setores, por razões estratégicas (por exemplo, na defesa nacional e serviços essenciais de infra-estrutura), deve ser preservada a continuidade do monopólio governamental; nos demais setores de infra-estrutura, o governo se dispõe a privatizar atividades, embora reconhecendo que onde há, via de regra, predominância de estruturas de mercado com fortes características de monopólio natural (custos iniciais de investimento muito elevados, escalas mínimas eficientes significativas diante do tamanho do mercado e retorno privado lento e de maior risco), o Estado deverá continuar atuando para que a oferta potencial de serviços se antecipe ao ritmo de crescimento da demanda (NASSIF, 2006, p. 10).

O gráfico 7 ilustra a trajetória crescente dos investimentos na Índia a partir dos anos 1980, em que grande parcela destes se deve direta ou indiretamente ao Estado:

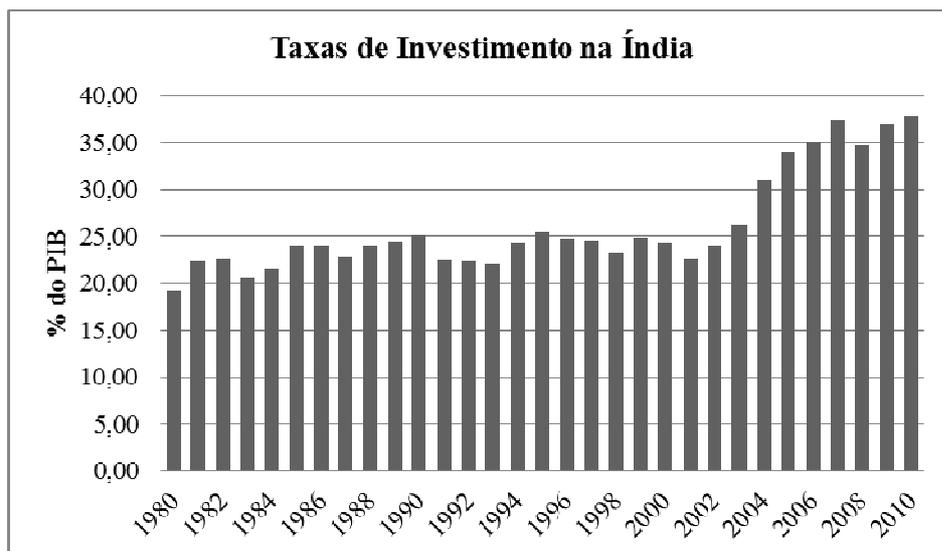


Gráfico 7 – Taxa de investimento (% PIB) na Índia entre 1980-2010.

Fonte: FMI, *World Economic Outlook*. Elaboração própria.

Portanto, o desempenho recente da Índia não deve ser atribuído apenas aos impactos positivos provenientes das reformas econômicas liberais, que propiciaram, incontestavelmente, maior pressão competitiva interna e externa sobre as atividades produtivas e clara orientação exportadora, mas também à consciência dos governantes indianos de que maior integração internacional, pelo comércio e fluxos internacionais de capitais (predominantemente de longo prazo), não implica necessariamente falta de coordenação ou mesmo a saída do Estado de atividades estratégicas ou essenciais para o desenvolvimento econômico e social, em perspectiva de longo prazo (NASSIF, 2006).

2.4.4 Rússia

A Federação Russa tem sua origem com a dissolução da União das Repúblicas Socialistas Soviéticas (URSS) em dezembro de 1991, data de inserção do país no sistema capitalista. Entre 1993 e 1998, ano da crise russa, o PIB apresentou um caráter recessivo, com retração média à taxa de 5,5% ao ano, porém, entre 1999 e 2010, o produto interno bruto do país vem crescendo à taxa média de 5,4% a.a., como indicado no gráfico 8, acompanhado por taxas de inflação declinantes, contas fiscal e corrente superavitárias, bem como um volume crescente de reservas internacionais (FMI, 2011).

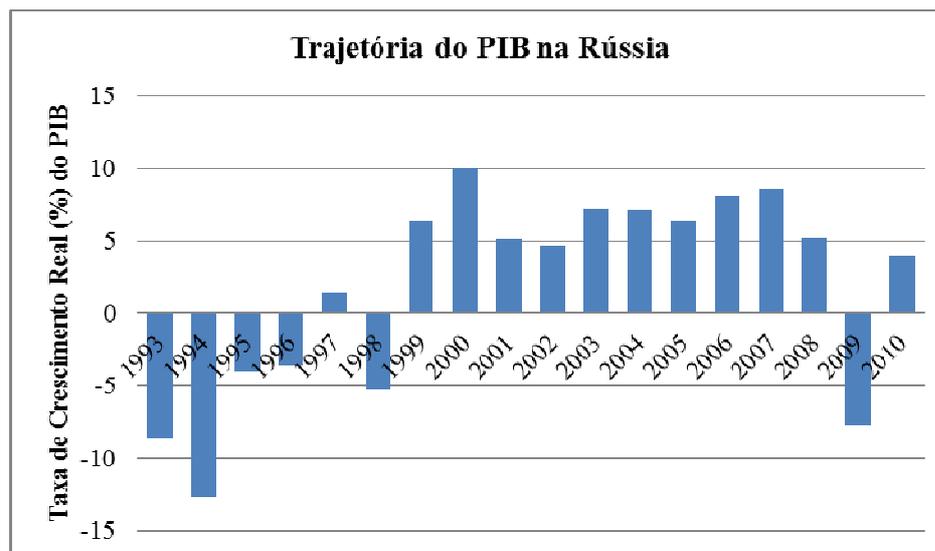


Gráfico 8 – Taxa de crescimento real (%) do PIB na Rússia entre 1993-2010.

Fonte: IMF, *World Economic Outlook*. Elaboração própria.

De Paula e Ferrari Filho (2006) atribuem a discrepância do desempenho do PIB russo nesse período aos seguintes fatores: Até 1998, a transição de uma economia centralizada e planificada para uma economia de mercado foram os principais motivos que levaram a Rússia a apresentar uma performance recessiva em seu PIB. Isto é, a abrupta transformação econômica da Rússia, após 1990, caracterizada pelas privatizações em um contexto de inexistência de regras e leis sobre direitos à propriedade, pela liberalização dos preços, pela abertura comercial e pela liberalização da conta de capital, foi fundamental para a expressiva queda do PIB russo. Ademais, as políticas de ancoragem cambial, com o objetivo de arrefecer e controlar o processo inflacionário, aliada à uma austeridade monetária, no contexto de uma transição do socialismo para o capitalismo feita as pressas (o que contribuiu para uma desestruturação parcial do parque produtivo), acabaram contribuindo para o baixo dinamismo da economia doméstica.

O grande trunfo da Rússia é a enorme riqueza de recursos minerais de praticamente todos os tipos, que atendem às necessidades internas e permitem a exportação. Nesse sentido, tem destaque na recuperação econômica do país a elevação, em 1999, dos preços internacionais do petróleo, principal produto de sua pauta de exportações, permitindo-lhe o pagamento da dívida externa, sem necessidade de reestruturação e de recorrer a novos empréstimos externos (SOUZA, 2005). Corroborou também para o crescimento do PIB no período o aumento na demanda doméstica, favorecido pela queda nas taxas de juros, o que estimulou o crédito bancário. Também serviu de apoio à recuperação o aumento da produção nos setores industrial e de serviços, e a moeda desvalorizada, que além de estimular o setor exportador, ajudou a manter o alto crescimento da produção por meio de um processo de substituição de importações.

Em que pese a influência dos fatores não estruturais como determinantes da recuperação russa, o esforço governamental para o avanço das reformas estruturais contribuiu para aumentar a confiança das empresas e dos investidores nas perspectivas do país, favorecendo o processo de aceleração do crescimento econômico. Inclusive, o próprio governo declarou o objetivo de dobrar o PIB em dez anos, por meio de uma estratégia de médio prazo de desenvolvimento econômico e social ancorada na maximização do crescimento econômico e na diversificação da economia para além dos produtos baseados em recursos naturais, buscando minimizar os riscos da dependência econômica dos preços internacionais do petróleo (VIEIRA; VERÍSSIMO, 2009).

Segundo Vieira e Veríssimo (2009), um estudo do Banco Mundial (*The World Bank*, 2005) sugere que o alcance das mudanças estruturais implementadas na Rússia é mais importante do que os fatores não estruturais como causa do rápido crescimento de longo prazo.

Há cinco dimensões para as mudanças estruturais na economia russa: i) necessidade de realocação espacial devido ao legado de industrialização e urbanização sob planejamento central; ii) realocação do emprego entre os setores da economia, especialmente da indústria para o setor de serviços; iii) reestruturação intrasetorial, especialmente na indústria, gerando maiores ganhos de produtividade; iv) redução do tamanho das antigas unidades e criação de novas empresas (pequenas e médias) para melhorar a produtividade; v) desconcentração da propriedade, pois a propriedade na indústria é dominada por grandes proprietários privados e é concentrada em setores estratégicos (petróleo, matérias-primas, automóveis e químicos) (VIEIRA; VERÍSSIMO, 2009, p. 13).

Com isso, o Estado atuaria impulsionando a transformação estrutural e consolidando os efeitos de uma economia de mercado mais dinâmica por meio do estabelecimento de regras e de uma estrutura que estimulasse a atividade econômica e a competição. As taxas de investimento russas estão expostas no gráfico 9. Ainda que sigam uma trajetória declinante, foram bastante elevadas no início da década de 1990, e permaneceram relativamente altas nos últimos anos.



Gráfico 9 - Taxa de investimento (% PIB) na Rússia entre 1990-2010.

Fonte: IMF, *World Economic Outlook*. Elaboração própria.

Observando-se a dinâmica entre taxa de câmbio e inflação, esta vem se reduzindo gradualmente, e, apesar de ainda relativamente elevada, mostra resultados significativos. Em 1993 a inflação russa era de 874,6%, e nos últimos anos vêm oscilando em patamares de 10% a.a. Para De Paula e Ferrari Filho (2006) os fatores determinantes para a queda da inflação no período recente foram a sobrevalorização da taxa de câmbio e um forte aperto monetário. Em 1998, há uma aceleração da inflação em decorrência dos efeitos da crise cambial sobre a economia russa. Mas a partir de 1999, a inflação russa retomou sua trajetória declinante, também devido à apreciação real da taxa de câmbio e ainda pela relativa estabilidade do câmbio nominal. Os autores ressaltam ainda que após a crise de 1998, o câmbio nominal tem mostrado relativa estabilidade, mas a taxa de câmbio real vem se apreciando paulatinamente, em função da taxa de inflação declinante.

O regime cambial que vigora atualmente na Rússia é de flutuação administrada, acompanhado por uma conta capital parcialmente conversível, com controles sobre entrada e saída. E, a política monetária russa tem como meta tanto reduzir a inflação quanto limitar a apreciação da moeda doméstica, com fortes intervenções do Banco Central no mercado de câmbio, sendo que a taxa de juros tem sido declinante nos últimos anos.

A vulnerabilidade externa da Rússia vem decrescendo em consequência do bom desempenho da balança comercial e do crescimento das reservas cambiais, originárias principalmente dos superávits em conta corrente e da reversão nos fluxos de capitais. Em relação aos fluxos de capitais, os de curto prazo se tornaram positivos apenas em 2003, já que as saídas mais que compensavam os empréstimos externos feitos pelos bancos e setor corporativo russo. No caso do investimento direto estrangeiro, este permaneceu relativamente

baixo até 2006, devido em parte à dificuldade do ambiente de negócios no país e, também, em função da predominância de transações *off shore* para investimentos volumosos (DE PAULA; FERRARI FILHO, 2006). Apesar das dificuldades estruturais para realização de investimentos no país, estes vêm crescendo de forma acelerada desde 2007, colocando a Rússia entre os principais destinos de IED no planeta.

Para finalizar, a Rússia, depois da grave crise financeira de 1998, tem apresentado um pujante processo de recuperação econômica e transformação política, que valeram ao país a entrada no G8¹¹, o grupo dos países mais industrializados do mundo. Desde a crise, as políticas macroeconômicas tem se mostrado bem sucedidas frente aos desafios enfrentados pelo país, e os desequilíbrios fiscal e externo foram rapidamente reparados, a inflação foi reduzida para níveis moderados e a apreciação da taxa de câmbio real foi contida.

2.5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Diferentemente do observado na China, Índia e Rússia, o Brasil mostrou-se fortemente influenciado pelo Consenso de Washington, e o processo de inserção externa do país, balizado na ideologia neoliberal parece ter prejudicado o desenvolvimento econômico do país. Desde a intensificação do processo de abertura comercial e financeira na década de 1990, o Brasil se submeteu a uma inserção passiva no cenário internacional, caracterizado pela ausência de uma estratégia nacional de desenvolvimento, com foco na estabilidade inflacionária. As medidas adotadas não foram capazes de assegurar ao país um nível crescimento elevado e sustentado ao longo do tempo, e ainda contribuíram para aumentar a vulnerabilidade externa do país.

Contrariamente, China, Índia e Rússia mostraram uma inserção internacional mais ativa, pautada em uma estratégia nacional de desenvolvimento, com forte presença do Estado e uma gestão de políticas macroeconômicas favoráveis ao crescimento, sem se descuidar da estabilidade inflacionária. Essa estratégia, além proporcionar taxas elevadas de crescimento econômico por um longo período, assegurou a esses países uma menor vulnerabilidade aos choques externos.

¹¹ É um grupo formado pelos países mais industrializados do mundo. São eles: EUA, Canadá, Japão, Alemanha, Reino Unido, França e Itália, o G7, mais a Rússia. Sem constituir uma instituição ou entidade internacional, o G8 é um grupo informal que se propõe a discutir os problemas mundiais.

3 SETOR EXTERNO E OS PADRÕES DE INSERÇÃO DOS BRIC NO CENÁRIO INTERNACIONAL

3.1 INTRODUÇÃO

Nesta parte do trabalho busca-se analisar o comportamento do setor externo das economias do BRIC, compreender a inclusão destas no cenário internacional e estabelecer relações entre a forma de inserção externa e o nível de crescimento econômico.

A primeira seção analisa o desempenho em transações correntes de Brasil, Rússia, Índia e China, a fim de identificar se o crescimento dessas economias vem sendo, historicamente, impulsionado por poupança externa. Nesse caso (saldo deficitário na conta corrente), o financiamento do consumo e investimentos do país é dependente de fluxos de recursos vindos do exterior, através da conta de capital e financeira. Na sequência, é discutida a participação das exportações no PIB de cada país, relacionando os resultados com as taxas de câmbio vigentes no período e, posteriormente, aborda-se o grau de abertura dos BRIC ao mercado internacional.

A quarta seção contém uma análise da conta capital e financeira. É demonstrada sua *performance* a partir do início da década de 1980, sua participação no PIB, a identificação dos principais elementos da conta e suas implicações para a vulnerabilidade externa da economia. No item subsequente é apresentada a relação entre esses fluxos de capitais e nível da taxa de juros praticado no Brasil, Rússia, Índia e China, sendo o diferencial entre essas taxas e as taxas praticadas pelo resto do mundo uma variável-chave para a atração de capitais.

Também é discutido o papel das reservas internacionais nesses países, sua variação ao longo do tempo e características de acumulação. Por fim, é exposto um indicador do nível de volatilidade da taxa de câmbio nos países e uma breve discussão sobre o assunto.

3.2 TRANSAÇÕES CORRENTES

Nesta seção será analisado o desempenho da conta corrente nos BRIC, e suas subcontas. Os saldos são expostos em porcentagem do PIB para mostrar a contribuição de cada conta no resultado do produto em cada período.

Tendo em vista que apenas se tem dados da economia russa a partir de 1994, para uma melhor comparação, a figura 4 trata da conta corrente dos quatro países a partir deste ano.

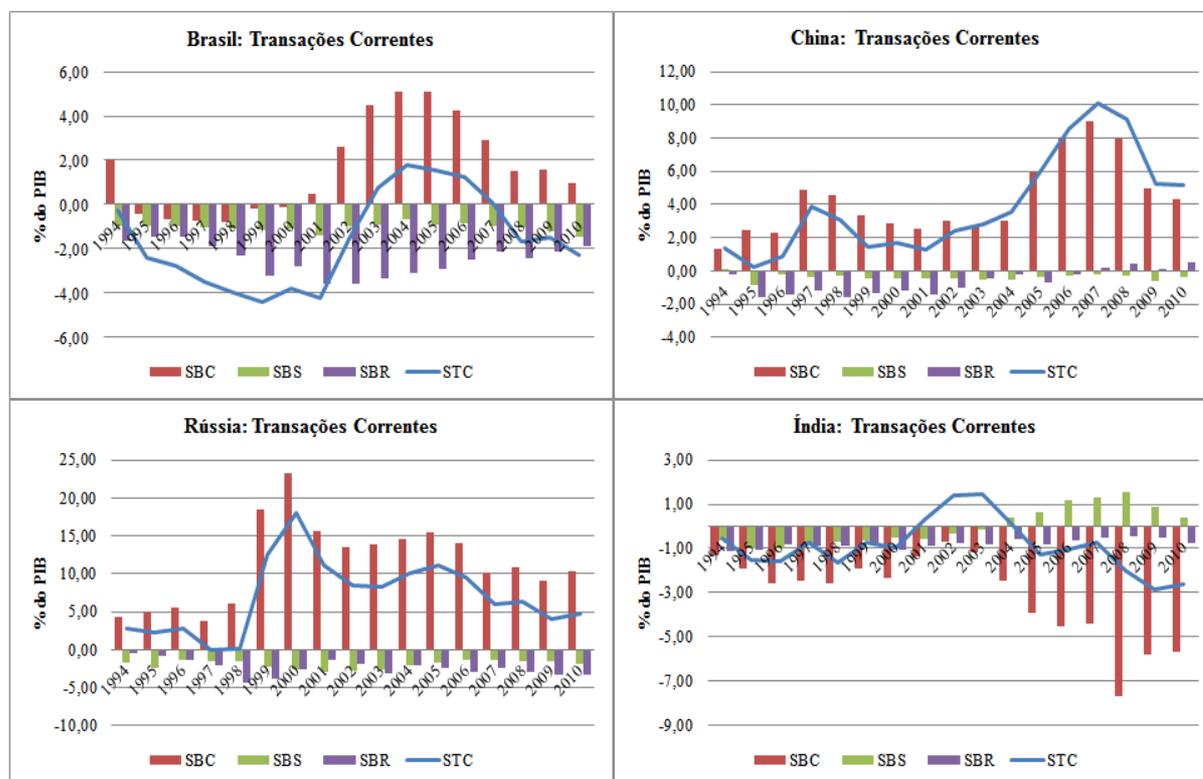


Figura 4 – Conta Corrente e subcontas (%) do PIB nos BRIC entre 1994-2010.

Fonte: FMI; *The World Bank*. Elaboração Própria.

A figura 4 ilustra o tradicional indicador de vulnerabilidade externa de uma economia: o saldo em transações correntes como proporção do PIB. Déficits em transações correntes implicam uma economia vulnerável do ponto de vista externo, uma vez que esses déficits deverão ser financiados por superávits na conta capital e financeira, os quais também acabam por contribuir negativamente para a balança de serviços e rendas e conseqüentemente para o saldo em transações correntes.

Ao observar a trajetória do indicador no caso brasileiro, nota-se que o déficit em transações correntes é predominante no período. Nos anos seguintes à implementação do Plano Real, em 1994, pode-se observar que a balança comercial impactou negativamente no saldo em conta corrente, explicado em grande parte pela adoção da âncora cambial, que inibiu as exportações. Após o fim da âncora cambial em 1999 tem-se uma forte depreciação da moeda brasileira, o que contribuiu para a recuperação do saldo da balança comercial, que se tornou superavitária a partir de 2001 e foi decisiva para o saldo positivo em conta corrente entre 2003 e 2007. Entre esse período, o bom desempenho da balança comercial também está diretamente relacionado ao aquecimento da economia global, gerando uma tendência de alta, que

acompanhou o resto do mundo. Pode-se observar também que a balança de serviços e rendas é cronicamente deficitária, principalmente devido ao gasto com juros da dívida e pela remessa de lucros e dividendos ao exterior, além das despesas com viagens internacionais, diretamente ligadas à apreciação cambial e ao aumento da renda interna. A reversão no saldo em transações correntes em 2008 é explicada pelo estouro da crise financeira mundial e, portanto uma piora no cenário internacional. Os resultados da balança comercial pioraram, bem como o déficit em serviços e rendas tornou-se maior, acarretando um novo saldo negativo em transações correntes. Com isso, o financiamento do balanço de pagamentos e acumulação de reservas passou a se dar integralmente pelos fluxos de capitais estrangeiros.

No caso chinês, fica evidente a trajetória de crescimento do saldo em transações correntes como participação no PIB, impulsionado pela balança comercial até 2009, refletindo a partir desse ponto o arrefecimento da economia mundial em razão da crise deflagrada no ano anterior. É notável também que a colaboração da balança de serviços e rendas para o saldo final da conta corrente chinesa é mínima, ficando clara a estratégia de crescimento e captação de divisas apoiada nas exportações, através de subsídios e de uma taxa de câmbio competitiva.

Apesar de o PIB da Rússia ter apresentado um caráter recessivo entre 1993-1998, a conta corrente contribuiu positivamente para o PIB do país nesse período, com exceção no ano de 1997, já dando sinais da crise financeira que viria no ano seguinte. A recuperação da economia russa se iniciou em 1999, quando podemos notar uma brusca elevação da balança comercial como componente do PIB, e isso se deu principalmente pela elevação dos preços internacionais do petróleo e do volume exportado, gerando um resultado bastante satisfatório da conta corrente. A partir dessa data a balança comercial russa prosseguiu favorecendo o produto da economia, apoiada principalmente nas exportações de recursos minerais. Ao analisar o gráfico, também podemos perceber que a balança de serviços e rendas, assim como na China, não apresenta grande representatividade para a composição do PIB do país, diferentemente do Brasil.

A economia indiana apresenta saldos em transações correntes historicamente deficitários. A necessidade de financiar estes déficits constitui-se em um fator que vem pressionando a economia do país a uma abertura cada vez maior da conta capital e financeira. Desde o processo de abertura comercial iniciado em 1991, as exportações da Índia vem crescendo abruptamente e, no entanto, não tem compensado o crescimento das importações. Em um cenário de abertura comercial, contínuo crescimento econômico e forte demanda interna observam-se no país grandes volumes importados especialmente de bens de capital para a indústria doméstica, além de petróleo, cujas importações representam atualmente cerca de

dois terços da demanda nacional. Merece atenção no caso da Índia, o papel das transferências unilaterais, que são praticamente irrelevantes nos outros países, mas foram decisivas para o superávit em transações correntes da economia indiana entre 2001 e 2003. Outra peculiaridade da Índia é que, diferentemente dos outros países analisados, a balança de serviços do país vem apresentando participação crescente na composição do produto da economia. Nos últimos anos, o país tornou-se um centro de exportações de serviços de tecnologia da informação, principalmente no ramo de *call centers* e de *softwares*.

3.3 EXPORTAÇÕES E TAXA DE CÂMBIO

Neste tópico busca-se traçar um paralelo entre o desempenho das exportações e a taxa de câmbio praticada pelos países do BRIC. Para isso, serão analisadas as exportações como proporção do PIB e taxa real de câmbio em relação ao dólar dessas economias nas últimas duas décadas.

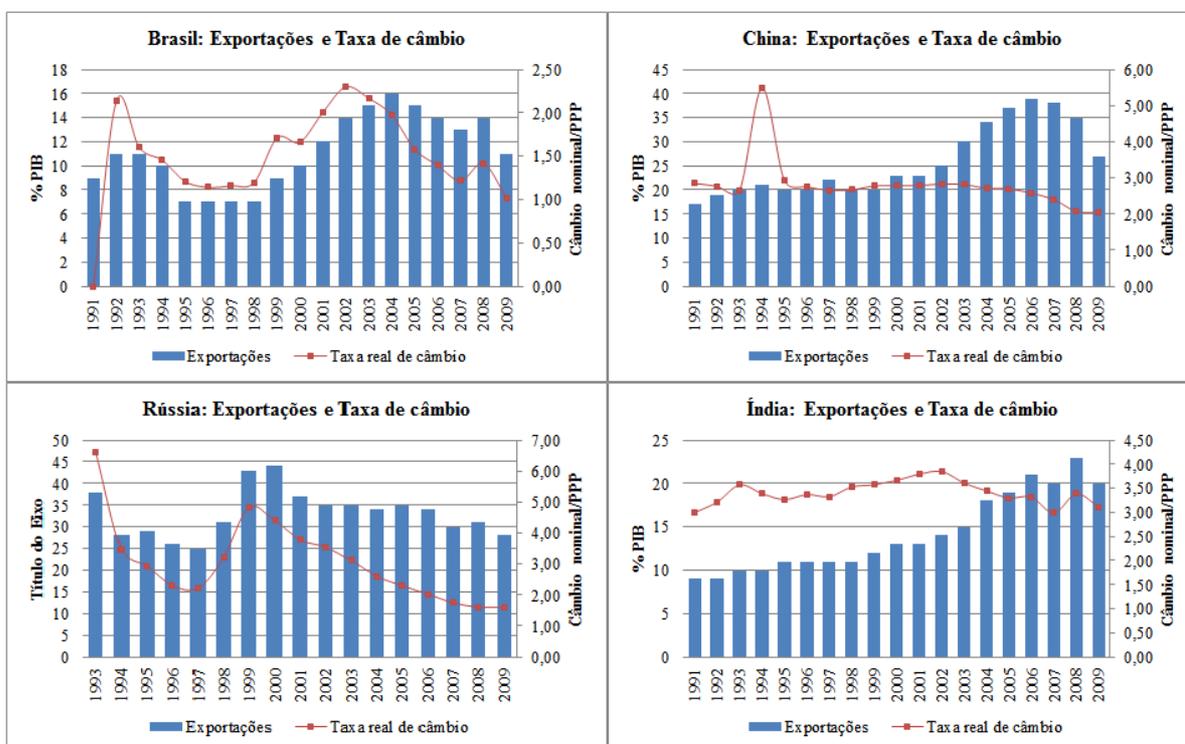


Figura 5 – Exportações (% PIB) e Taxa de câmbio real nos BRIC.

Fonte: *The World Bank*. Elaboração própria.

Ao analisar os gráficos da figura 5, nota-se que as exportações brasileiras têm um peso menor enquanto componente do seu PIB, comparativamente com os outros países do BRIC. Na

China, os bens exportados vêm representando em média 35% do produto da economia nos últimos anos. Na Rússia, a contribuição é de 32% em média, na Índia 20% e, no Brasil, não têm passado dos 14% ao ano (*The World Bank*).

Excluindo-se o ano de 2009, que representou uma queda de dinamismo da economia global, nota-se que a representatividade das exportações de China e Índia seguiu uma trajetória de crescimento aliada a uma taxa real de câmbio relativamente estável e depreciada em relação ao dólar, respectivamente. Já no Brasil e Rússia, a participação das exportações apresenta uma trajetória irregular, diretamente relacionada com a volatilidade cambial. Nos momentos de desvalorização ou depreciação da moeda nacional frente ao dólar, nota-se um melhor desempenho do setor externo, e nos momentos de valorização/apreciação ocorre o contrário. Também é evidente a tendência de apreciação das moedas brasileira e russa nos últimos anos, acompanhada por uma trajetória declinante do setor externo no produto desses países.

3.4 GRAU DE ABERTURA AO EXTERIOR

Segundo Marques (2007), quanto maior for o grau de abertura de determinada economia, e, portanto, mais desenvolvido for o setor exportador do país, maior a resposta do produto para um aumento da competitividade comercial em decorrência da desvalorização cambial. Sendo assim, o grau de abertura da economia constitui-se em um importante fator estrutural que pode acelerar a recuperação macroeconômica do país após crises momentos de crises no setor externo, já que, seguindo o caminho da macroeconomia tradicional, uma desvalorização expansionista tem efeito positivo nas exportações, na renda, e no emprego.

Para definir o grau de abertura de uma economia em determinado período, basta fazer o seguinte cálculo:

$$\left(\frac{\text{Exportações} + \text{Importações}}{\text{PIB}} \right) \times 100$$

Observando o gráfico 10 fica evidente que entre os países do BRIC, o Brasil é o que mantém a economia relativamente mais fechada em todas as décadas dispostas no gráfico, levando em conta que entre 1980-1989 não se tem dados sobre a Rússia.

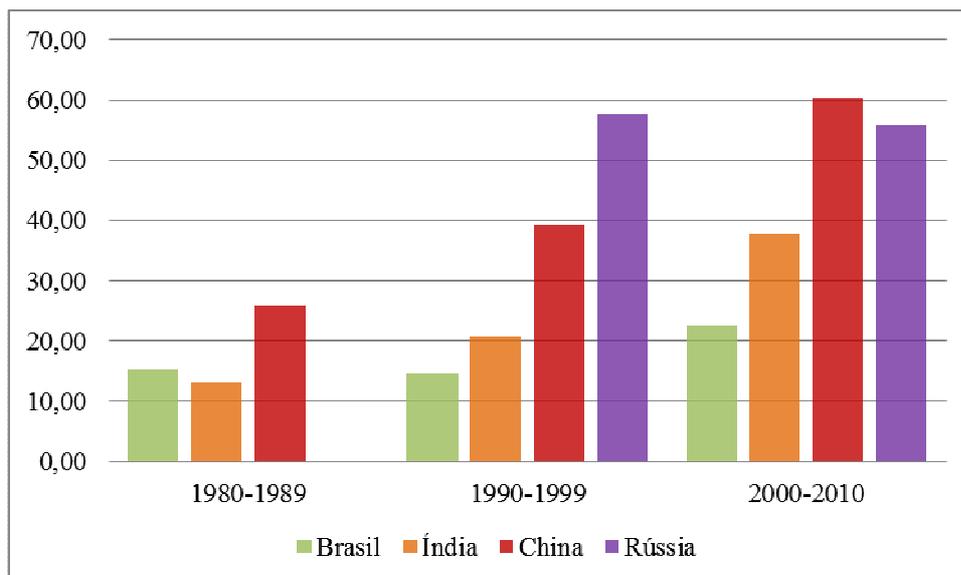


Gráfico 10 – Grau de abertura ao exterior (% PIB).

Fonte: *Penn World Table*. Elaboração própria.

Desde a década de 1980, o grau de abertura da economia brasileira aumentou, em termos médios, aproximadamente 7 pontos percentuais, enquanto Índia, China tiveram um aumento de 25 e 35 pontos percentuais respectivamente, e a Rússia manteve-se praticamente inalterada, porém em um grau elevado comparativamente ao Brasil.

Com isso, pode-se inferir com base em Marques (2007), exposto anteriormente, que a dinâmica de ajuste macroeconômico optada pelas economias asiáticas e da russa parece seguir um padrão bastante semelhante, ou seja, priorizam o setor externo como resposta à eventuais problemas no balanço de pagamentos.

Portanto, analisando conjuntamente o grau de abertura dessas economias e o exposto na seção anterior, reforça-se a ideia de que o Brasil optou por uma estratégia de desenvolvimento predominantemente voltada para dentro, com forte tendência à apreciação da moeda doméstica, enquanto China, Índia e Rússia, perseguiram uma estratégia voltada para fora, com grande estímulo ao setor exportador através de subsídios e de uma taxa de câmbio mais competitiva e estável.

3.5 CONTA CAPITAL E FINANCEIRA

Conforme o quadro 6, vê-se que a participação da conta capital no PIB de cada um dos BRIC é praticamente irrelevante em todo o período, sendo a conta financeira responsável por quase a totalidade dos recursos da conta capital e financeira.

	Conta Capital e Financeira (% PIB)							
	Brasil		China		Índia		Rússia	
	Conta Capital	Conta Financeira	Conta Capital	Conta Financeira	Conta Capital	Conta Financeira	Conta Capital	Conta Financeira
1982	0,002	3,25	0	0,17	0	0,23	n/d	n/d
1983	-0,001	-1,89	0	-0,10	0	0,95	n/d	n/d
1984	0,004	-2,63	0	-0,39	0	1,45	n/d	n/d
1985	0,003	-3,89	0	2,93	0	1,43	n/d	n/d
1986	0,003	-3,05	0	1,99	0	1,62	n/d	n/d
1987	0,002	-3,32	0	2,22	0	2,08	n/d	n/d
1988	0,001	-2,77	0	2,30	0	2,45	n/d	n/d
1989	0,005	-2,67	0	1,08	0	2,46	n/d	n/d
1990	0,008	-1,17	0	0,91	0	1,74	n/d	n/d
1991	0,010	-1,19	0	2,12	n/d	1,29	n/d	n/d
1992	0,014	1,52	0	-0,06	n/d	1,66	n/d	n/d
1993	0,018	1,75	0	5,33	n/d	2,56	n/d	n/d
1994	0,032	1,50	0	5,83	n/d	3,28	0,610	-7,54
1995	0,046	3,86	0	5,32	n/d	1,08	-0,088	-1,59
1996	0,063	4,04	0	4,67	n/d	3,04	-0,118	-5,18
1997	0,065	2,92	-0,002	2,20	0	2,34	-0,197	0,78
1998	0,051	2,43	-0,005	-0,62	0	2,06	-0,141	-4,39
1999	0,058	1,43	-0,002	0,48	n/d	2,13	-0,167	-8,93
2000	0,042	4,60	-0,003	0,16	7,44	2,09	4,218	-13,21
2001	-0,006	3,66	-0,004	2,62	n/d	1,67	-3,051	-1,22
2002	0,090	-0,69	-0,003	2,22	n/d	2,37	-3,590	0,61
2003	0,090	0,06	-0,003	3,21	n/d	2,74	-0,231	0,70
2004	0,051	-0,45	-0,004	5,74	n/d	3,08	-0,275	-0,87
2005	0,075	1,56	0,182	2,79	n/d	2,59	-1,671	0,13
2006	0,080	1,47	0,148	0,25	n/d	3,97	0,019	0,31
2007	0,056	6,52	0,089	2,10	n/d	7,60	-0,787	7,38
2008	0,065	2,00	0,067	1,02	n/d	2,84	0,016	-8,37
2009	0,071	4,47	0,092	3,64	n/d	3,12	-0,991	-2,59
2010	0,055	4,77	0,089	3,86	-0,00004	3,96	0,005	-1,80

Quadro 6 – Conta Capital e Financeira (% PIB) nos BRIC.

Fonte: FMI, *International Financial Statistics*. Elaboração própria.

A conta capital, que registra o patrimônio de migrantes, a aquisição de marcas e patentes e outros bens não-financeiros e não-produzidos, apresentou uma trajetória crescente no Brasil e na China, relativamente irregular na Rússia, alternando momentos de leve expansão com leve retração em termos de PIB, e na Índia, não se tem registros da conta capital na maior parte do período. Devido a pouca relevância da conta capital dentro da conta capital e financeira, quando se discute os impactos da liberalização financeira nessas economias, são os investimentos diretos, e investimentos em carteira (*portfolio*) que merecem atenção, estes ligados a conta financeira.

Basicamente, os investimentos estrangeiros diretos (IED) apontam para o controle acionário durável de empresas, sob a forma de aquisição, fusão, *joint venture* ou novos investimentos. Já os investimentos em *portfolios* buscam retornos rápidos, e têm como principais destinos ações da bolsa de valores, títulos públicos e privados. Os primeiros são da

maior importância, pois, via de regra, representam aumento da capacidade produtiva do país que os recebe, ou seja, o investimento estrangeiro direto (IED) é um indicador da confiança dos investidores externos na economia nacional, uma vez que expressa a disposição de arriscar capital nessa economia. Por sua vez, os investimentos em carteira refletem menos a confiança na economia e mais a identificação de momentos propícios para ganhos rápidos e vultosos, e, em decorrência de sua forte sensibilidade à taxa de juros e outras variáveis de curto prazo, foram cunhados como “capital volátil”.

A desregulamentação financeira, os ajustes macroeconômicos, as políticas de privatização e de atração de capitais adotadas pelos países em desenvolvimento a partir dos anos 1980, somadas à busca de novos mercados pelas empresas multinacionais e novas oportunidades de investimento pelos agentes externos têm levado a um grande aumento nos fluxos de capitais para essas economias, especialmente os BRIC.

Segundo Lacerda (2004), o aumento da participação relativa dos países em desenvolvimento no processo de globalização se deve fundamentalmente a quatro fatores:

- (a) o relativo sucesso de políticas de estabilização nessas economias em um cenário de alta liquidez internacional;
- (b) a intensificação de políticas de atração de capitais por parte de países em desenvolvimento, mais abertos comercial e financeiramente;
- (c) ênfase nas políticas de privatização em um número significativo de países em desenvolvimento;
- (d) a crescente diversificação de posições por parte de empresas e expectativa de taxas de crescimento relativo maior nesses países.

A figura 6 ilustra os fluxos dos investimentos diretos e dos investimentos em *portfolio* em cada um dos BRIC:

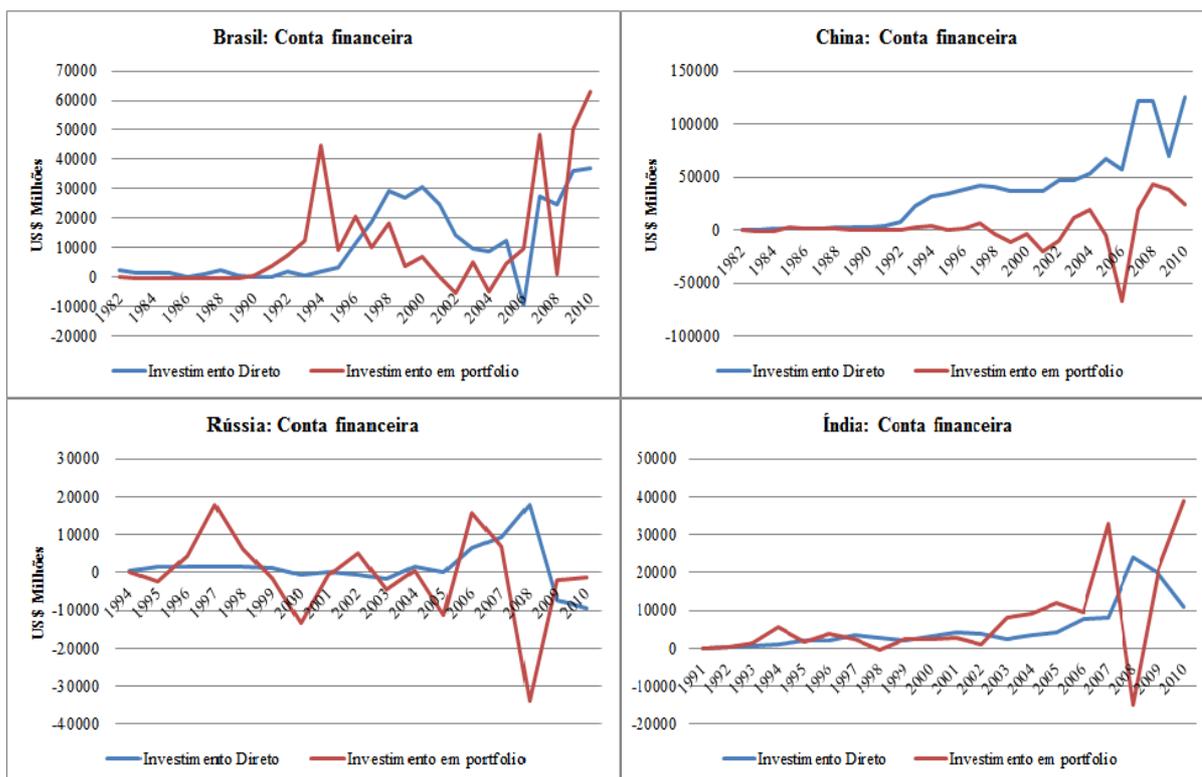


Figura 6 – Investimento direto e investimento em *portfólio* nos BRIC (US\$ milhões).

Fonte: FMI, *International Financial Statistics*. Elaboração própria.

Observamos no caso brasileiro um comportamento bastante irregular nos dois tipos de investimento, principalmente a partir da década de 1990. Após o Plano Real, nota-se uma intensificação dos fluxos de capitais, associado à maior abertura da economia, ao aumento da confiança dos investidores estrangeiros e à alta da taxa de juros, que atraiu fortemente investimentos em carteira. No entanto, com as crises mexicana (95), asiática (97) e russa (98), verifica-se uma enorme fuga de capitais que praticamente retornaram aos patamares do início da década. Entre 1999 e 2000, com a consolidação do novo regime de câmbio que contou com a alta da taxa Selic, chegando a 45% ao ano, os investimentos em carteira retornaram. No entanto, destaca-se o aumento dos investimentos estrangeiros diretos, incentivados pelo sucesso do Plano Real no controle da inflação, trazendo boas perspectivas para o investimento no setor produtivo.

Entre 2001 e 2002, há uma nova saída de capitais do Brasil, explicada em grande parte pelo atentado de 11 de Setembro em 2001 e pela crise de confiança em relação à política do governo durante as eleições presidenciais de 2002, gerou uma grande evasão de divisas com os investimentos em carteira negativos. A tendência declinante dos investimentos diretos de 2000 a 2006 deve-se principalmente ao excesso de atenção no controle da inflação mantendo as taxas de juros muito elevadas, falta de investimentos do setor público em setores estratégicos, alta carga tributária, e indefinição com relação à atuação das agências reguladoras. Com relação a

grande queda registrada em 2006, esta se deve ao aumento abrupto dos investimentos brasileiros diretos, aplicando U\$\$ 24,41 bilhões em participação no capital de empresas estrangeiras. Em 2007, há uma grande elevação dos recursos no nosso mercado financeiro, e tanto os investimentos diretos quanto os em carteira contribuíram pra este expressivo aumento. Este resultado está diretamente relacionado com a queda do risco-brasil, a boa remuneração dos títulos que atraem compradores estrangeiros, ao crescimento do mercado acionário devido principalmente ao bom desempenho das grandes empresas nacionais, e o aumento na demanda interna com a popularização do crédito, que criou oportunidade para diversos setores da economia.

O crescente fluxo de capitais externos, para o mercado financeiro brasileiro se manteve até meados do segundo semestre de 2008, reflexo da leve alta dos juros e as altas frequentes do índice Bovespa, dando destaque mundial a bolsa brasileira. No entanto, com a crise financeira internacional pode-se notar uma forte evasão de capitais não só na economia brasileira, mas também na Índia e Rússia, principalmente de investimentos em *portfolio*. Já os investimentos diretos se mostraram mais estáveis, de um prazo mais longo, fazendo com que os investidores mantivessem grande parte dos investimentos planejados antes da crise, o que sinalizou a confiança quanto a recuperação e aos bons fundamentos da economia brasileira, o que também se mostrou semelhante no caso de Índia e Rússia.

O fluxo de capitais na Rússia também demonstra ser bastante irregular, principalmente no caso dos investimentos em *portfolio*, com os investimentos russos em carteira muitas vezes superiores à entrada de capitais de curto prazo no país. No caso dos investimentos diretos, o saldo da conta esconde algumas informações importantes. Apesar do clima geral de investimento na Rússia não ser muito sólido, um ambiente de negócios incerto e predominância das transações *off shore*, os IEDs vêm aumentando em ritmo acelerado no país, sendo, entre os BRIC, o país que mais atraiu IED em 2008, depois da China, demonstrando a confiança crescente do mercado internacional nos fundamentos russos. No entanto, esses dados não são refletidos no saldo dos investimentos diretos devido aos abundantes investimentos diretos que o país realiza no exterior, resultado do crescente desejo das companhias russas de se tornarem mais competitivas e globais, diversificando geograficamente sua carteira de ativos locais. Esse movimento de internacionalização do capital tem caracterizado as economias emergentes em geral, mas, entre os BRIC, nota-se que China, Rússia e Índia são os grandes investidores diretos no exterior.

Ao analisar o movimento de capitais de China e Índia, percebemos que estes apresentam menor flutuação do que no Brasil e na Rússia, ficando clara a presença do controle

de capitais nessas economias. A grande queda observada no saldo dos investimentos em *portfolio* da China em 2006 se deve a um aporte extremamente elevado deste tipo de investimento fora das fronteiras do país, superando com folga os IED que ingressaram neste ano. É interessante observar que a crise de 2008, ao contrário da Índia, é praticamente imperceptível no gráfico chinês. A explicação é que, apesar da saída natural de capitais de curto prazo, houve a repatriação de uma elevada soma de recursos no período, o que contribuiu para a estabilidade do montante total. No caso dos investimentos diretos, estes seguem uma trajetória ascendente praticamente até 2008 e 2009, quando invertem a trajetória como resposta à crise internacional, porém, na China, a recuperação já é notada em 2010.

A literatura acerca dos fluxos de IED destaca que os países em desenvolvimento estão intensificando suas ações no sentido de atrair e se beneficiar dos fluxos de IDE direcionados para as exportações. A forte concorrência na busca da atratividade desses fluxos de investimento tem intensificado a articulação de estratégias de política econômica voltadas para o desenvolvimento do país.

Lacerda (2004) destaca medidas de incentivo adotadas pela China como: isenção de imposto de renda para empresas de capital estrangeiro cujo período operacional excedesse 10 anos, e no caso de empresas orientadas a setores de alta tecnologia a isenção se estenderia a mais 3 anos e; alíquotas reduzidas de imposto de renda para empresas voltadas para exportação. No caso da Índia, isenções de impostos para novos empreendimentos industriais localizados em estados ou distritos industrialmente atrasados, incentivando os setores de infraestrutura, energia, telecomunicações, etc.

É neste contexto de engajamento em um processo mais amplo de desenvolvimento que se deve entender a inserção da China e Índia nos fluxos internacionais de capitais. Estes países optaram por uma inserção ativa, regulando a entrada de capitais aos interesses nacionais, ao invés de assumirem uma postura passiva.

3.6 TAXA DE JUROS E FLUXO DE CAPITAIS

A fim de proporcionar uma melhor compreensão do exposto na seção 3.4 é interessante analisar o comportamento a taxa de juros praticada por essas economias, já que o diferencial de taxas de juros dos títulos do país com relação aos demais mercados internacionais costuma ser

a maior atração para os investimentos em *portfolio*, os chamados capitais voláteis de curto prazo.

Na figura 8, podemos observar o movimento das taxas de juros dos BRIC e a taxa de juros dos títulos norte americanos. Esta comparação é interessante, pois à medida que o diferencial entre essas taxas de juros aumenta, a tendência é que o capital externo, fundamentalmente investimento em *portfolio*, acabe se direcionando para essas economias, atraído por rendimentos mais elevados. Esse comportamento dos fluxos de capitais, aliado a uma taxa de juros instável e em patamares elevados, provavelmente provocará volatilidade da taxa de câmbio, com tendência à apreciação desta.

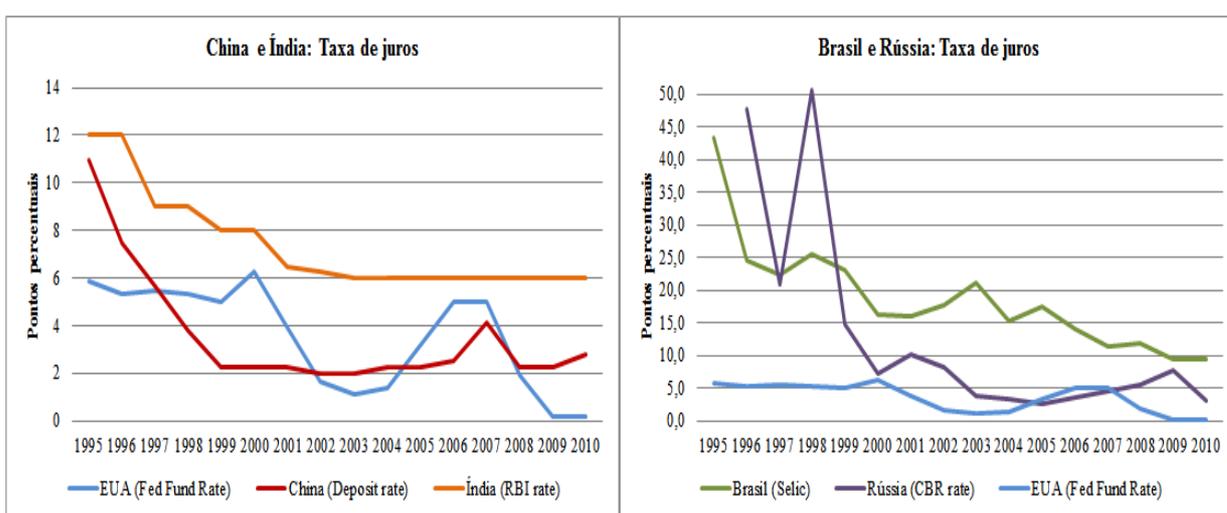


Figura 8 – Taxas de juros dos BRIC e *Fed fund rate* (EUA).

Fonte: Banco Central do Brasil; FMI, *International Financial Statistics*. Elaboração própria.

Como se pode notar na figura 8, a taxa de juros básica da economia brasileira, a Selic, além de se apresentar mais oscilante, mantém-se em patamares muito mais elevados do que nas outras economias do BRIC e, quando comparada à *Fed fund rate*, a taxa que remunera as aplicações no mercado de títulos dos Estados Unidos, essa diferença é ainda maior.

Após o Plano Real e o controle da inflação, nota-se que a taxa de juros brasileira seguiu uma trajetória predominantemente descendente, com elevações pontuais em momentos de crises e turbulência nos mercados, e mesmo no combate às pressões inflacionárias. No entanto, mesmo nos momentos de estabilidade esta se manteve em níveis muito elevados, sendo constantemente objeto de debate entre economistas e políticos, tendo em vista seus efeitos prejudiciais para a economia.

Como explicam De Paula e Ferrari Filho (2006) a respeito do Brasil, as altas taxas de juros têm sido incompatíveis com um crescimento econômico sustentável e financeiramente estável, uma vez que penalizam o crescimento econômico, através do encarecimento do preço

do crédito e dos impactos negativos das taxas de juros sobre as expectativas empresariais de longo prazo, além de provocar um aumento na dívida pública, que é formada em boa parte por títulos indexados à taxa Selic. Mas existem outros problemas: a utilização da taxa de juros para a convergência da inflação à meta ou para evitar que a evasão de capitais em momentos de crises externas, acabe implicando desvalorização da taxa de câmbio e pressões sobre os níveis de preços internos. Dessa forma, a solução de curto prazo acaba agravando o perfil do balanço de pagamentos a médio e longo prazos, formando-se um círculo vicioso que leva à elevações constantes da taxa de juros, ou seja, o país se torna “refém” do capital externo.

A Rússia, assim como o Brasil, enfrentou um período de taxas de inflação exorbitantes, o que levou à prática de taxas de juros igualmente elevadas. Porém nota-se que depois de ultrapassar os 50% a.a. em 1998, as taxas de juros do país declinaram exponencialmente, sendo que na última década se mantiveram muito próximas da *Fed fund rate*, e foram até menores em alguns períodos.

Em relação à China e Índia, observamos uma tendência de queda das taxas de juros até fins da década de 1990, início de 2000, e depois uma relativa estabilidade destas, até maior que as taxas norte-americanas. Além da estabilidade, as taxas são mantidas em patamares muito inferiores às observadas no Brasil.

A comparação das taxas de juros entre os BRIC é interessante. Economias que crescem à taxas até maiores que o Brasil e tenderiam a enfrentar pressões inflacionárias também maiores, mantêm os níveis de taxas de juros em menores patamares sem abdicar do controle da inflação, valendo-se de outros mecanismos para isso. Além disso, exceto China, Índia e Rússia praticam taxas de juros muito mais favoráveis ao investimento produtivo, em detrimento do investimento financeiro. Já o Brasil representa o oposto: com as elevadas taxas de juros praticadas, que se traduzem no enorme diferencial em relação às taxas dos títulos americanos e do mundo, aliado ao baixo risco dos títulos brasileiros, acaba por atrair majoritariamente capitais de curto prazo, tornando o país muito mais vulnerável ao exterior.

3.7 RESERVAS INTERNACIONAIS

As reservas internacionais são o total de ativos que são mantidos em diferentes reservas, como o dólar americano, o euro, o iene, etc., e ainda títulos em dólar e outros recursos de médio e longo prazo em poder do Banco Central de cada país, que estão disponíveis para uso

imediatamente. Quando o balanço de pagamentos obtém um superávit, significa que o país está acumulando reservas, por meio da realização do câmbio, trocando moeda nacional por dólares junto ao setor exportador. Já quando está deficitário, isto é, quando o fluxo de saída de divisas é maior que a entrada, o Banco Central atua fazendo uso das reservas que possui para cobrir esse déficit. Outra maneira que um país tem de acumular reservas, amplamente utilizada pelo Brasil, é atraindo capital externo, que são remunerados pela taxa de juros básica da economia.

A manutenção de um volume de reservas elevado é, na maioria dos casos, um indicador de que o país detentor é capaz de suportar turbulências econômicas, o que melhora a avaliação do país perante o mundo. Na situação de um ataque especulativo contra a moeda, o país pode se utilizar de suas reservas internacionais para equilibrar esses movimentos, evitando alterações abruptas da taxa de câmbio. No entanto, se por um lado a manutenção de grandes reservas dá ao Banco Central do país a possibilidade de manipular o mercado de câmbio, de outro lado existe um custo, o chamado custo de carregamento das reservas. A diferença existente entre o retorno da aplicação das reservas em instituições internacionais (próximo a 1%) e o valor pago aos detentores de títulos de sua dívida interna, que como já dito, são em sua maioria atrelados à taxa de juros, gera um custo fiscal ao governo.

A figura 9 mostra a evolução das reservas internacionais nos BRIC:

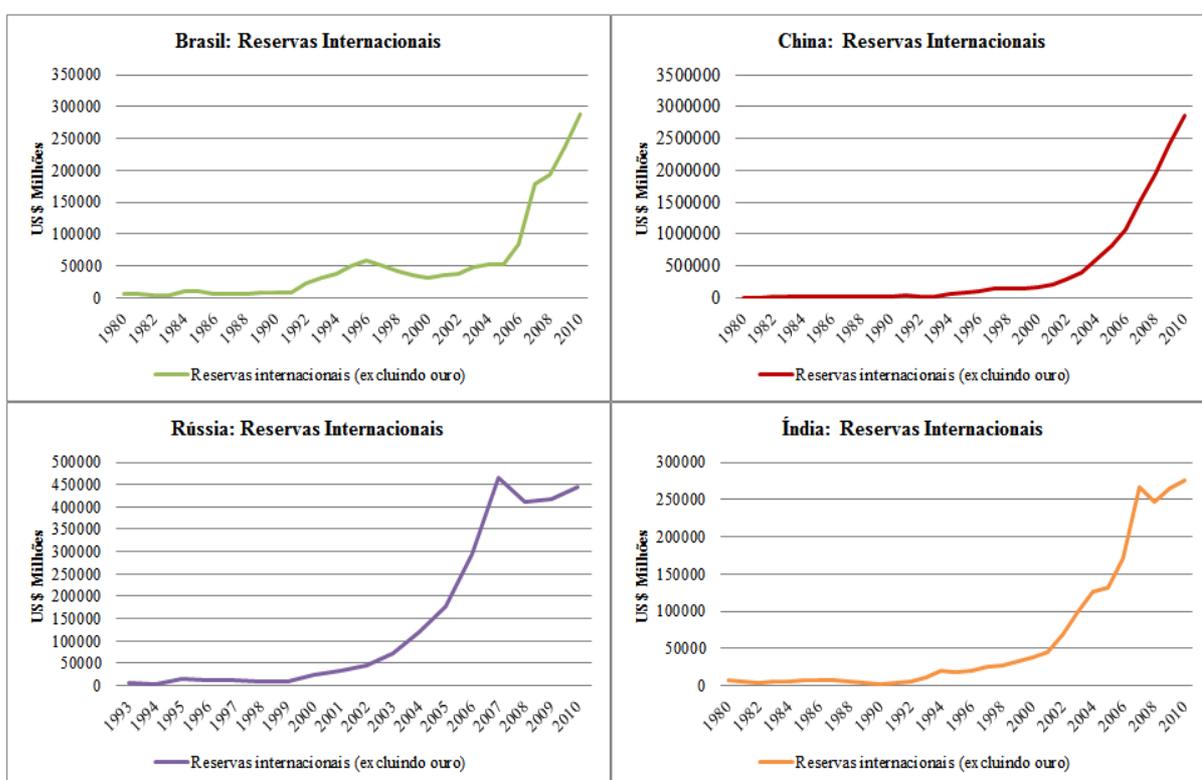


Figura 9 – Reservas internacionais dos BRIC (US\$ milhões).

Fonte *The World Bank*. Elaboração própria.

Como observado na figura 9, o acúmulo de reservas internacionais é comum a todos os quatro países a partir da década de 1990, acelerando-se fortemente a partir dos anos 2000. No entanto, no caso brasileiro as reservas oscilaram mais, tendo em vista que o país precisou lançar mão de divisas em meio às crises cambiais do fim da década de 1990 e durante a turbulência nos mercados relacionada ao 11 de setembro e ao processo eleitoral brasileiro, início dos anos 2000. Então, a partir de 2004 o país inicia um processo de acumulação exponencial, que seguiu praticamente sem percalços até a crise de 2008, quando utilizou-se de suas reservas para evitar uma brusca desvalorização do real frente ao dólar. Ainda em 2008, o montante das Reservas Internacionais ultrapassou o estoque da dívida externa resultando em um valor negativo para a dívida externa líquida, o que se refletiu na mudança de posição do país junto ao FMI, passando de devedor para credor.

Na última posição divulgada pelo Banco Central do Brasil em 2010, as reservas do país totalizavam US\$ 287,056 bilhões de dólares, representando um aumento de 4.876% de 1980 até esta data (*The World Bank*, 2011).

As reservas internacionais na Índia passaram de US\$ 6,944 bilhões de dólares para US\$ 275,277 bilhões, um crescimento de 3.864% (*The World Bank*, 2011) A acumulação de reservas na Índia e no Brasil é semelhante. Os dois países apresentaram ao longo do período analisado diversos problemas no balanço de pagamentos, e o acúmulo de reservas se deu principalmente por empréstimos e programas de assistência financeira junto à instituições financeiras internacionais, como FMI e BIRD, para dar mais segurança ao país e garantir-lhes certa credibilidade no cenário internacional. Nos momentos em que o balanço de pagamentos foi positivo, em sua maioria não o foi por superávits em transações correntes, isto é, o aumento das reservas se deu através da conta capital e financeira. Portanto, o mecanismo de aumento das reservas nesses países tem se pautado majoritariamente no endividamento externo e, especialmente no Brasil, no endividamento interno. A política brasileira de acúmulo de reservas através da emissão de títulos atrelados à Selic é análoga a uma situação na qual um indivíduo contrai um empréstimo em um banco comercial e investe esse montante na caderneta de poupança, ou seja, este obterá rendimentos reais negativos.

Na China e na Rússia, a acumulação de reservas se deu em um ritmo mais acelerado. O volume de divisas na China saiu de US\$ 2,545 bilhões de dólares em 1980 e atingiu US\$ 2.866,079 trilhões em 2010, crescendo 112.516% no período. Já na Rússia, estas saltaram de US\$ 5,835 bilhões em 1993 para US\$ 443,586 bilhões em 2010, ostentando 7.502% de crescimento (*The World Bank*, 2011).

O acúmulo de divisas na China e na Rússia depende essencialmente de superávits no balanço de pagamentos, que por sua vez são originários de superávits em transações correntes, impulsionados pelos elevados saldos comerciais desses países. Assim, o perfil de acumulação de reservas internacionais nessas economias é de fato mais benéfico em termos de instabilidade e vulnerabilidade externa do que na Índia e no Brasil. Neste último, observa-se inclusive que a partir do final da década de 1990, houve um retrocesso na questão do financiamento do balanço de pagamentos. No início o financiamento se dava pelos IED, capitais mais estáveis e de longo prazo. Posteriormente, atingimos uma fase de prosperidade com crescimento mundial, e exportações líquidas suficientes para arcar com todos os compromissos externos, e ainda mais, contribuir para o crescimento das reservas. Então, em 2007, todo este cenário positivo se desmancha com a apreciação cambial e a crise mundial e volta-se a precisar de poupança externa, mas agora a entrada de recursos se dá por investimentos em carteira, mais voláteis e de curto prazo.

3.8 NÍVEL DE VOLATILIDADE CAMBIAL

Esta seção tem o objetivo mostrar a volatilidade das taxas de câmbio nos BRIC. Tanto a volatilidade do câmbio real quanto nominal pode ser calculada dividindo-se a variação entre a taxa de dois períodos, pela taxa inicial, que serve como base. Para obter a variação percentual multiplica-se a taxa, em módulo, por cem. Quanto maior o indicador maior terá sido a volatilidade do câmbio no período. Segue a fórmula:

$$\left| \frac{(T_{xc_t} - T_{xc_{t-1}})}{T_{xc_{t-1}}} \right| \times 100$$

Devido ao descontrole inflacionário enfrentado pelo Brasil até o início da década de 1990, fazendo com que o país apresentasse distorções gigantescas em seus preços relativos, a fim de proporcionar uma melhor comparação, esta seção analisa o comportamento do câmbio a partir de 1994, após a adoção do Plano Real, em que a inflação se apresenta relativamente controlada. Como 1994 é o ano base, este não aparece na tabela.

A tabela 1 apresenta o nível médio de volatilidade da taxa de câmbio nominal nos BRIC em três períodos.

Tabela 1 – Volatilidade Média (%) do Câmbio Nominal

	Volatilidade		
	1995-1999	2000-2004	2005-2010
Brasil	20,8	16,0	13,6
China	0,7	0,2	3,7
Índia	6,2	3,5	6,9
Rússia	61,5	4,2	5,5

Fonte: *Penn World Table*. Elaboração própria.

Como a tabela mostra, a volatilidade do câmbio nominal brasileiro apresentou-se, em média, superior à dos outros países do BRIC em todos os períodos, exceto quando comparada à Rússia entre 1995 e 1999, que atravessava um processo de estabilização de preços depois de uma hiperinflação, assim como o Brasil nos anos 1980. Porém, a partir da década de 2000, a Rússia demonstra ter atingido uma razoável estabilidade cambial, indicando claramente a preocupação com o setor externo.

No caso indiano, os valores indicam que a taxa de câmbio nominal tem variado relativamente pouco entre todos os períodos, mostrando que embora o regime cambial do país seja flutuante, a taxa de câmbio é fortemente administrada. Já na China, entre os dois primeiros períodos a flutuação cambial é praticamente nula, apresentando um leve aumento apenas nos últimos anos.

Para entender os impactos da volatilidade cambial no setor real da economia e vice-versa, é preciso observar a taxa real de câmbio. A literatura acerca do tema aponta que a volatilidade cambial afeta o crescimento econômico através da sua influência sobre o investimento, os fluxos de comércio, os choques assimétricos e o mercado de capitais.

A volatilidade das taxas de câmbio impacta negativamente o investimento ao prejudicar a tomada de decisão dos empresários, de alguma forma ligados ao comércio internacional, que não conseguem mensurar a lucratividade potencial de seus projetos de investimento devido à incerteza quanto ao comportamento do câmbio. Nesse sentido, a preferência pela liquidez aumenta e, portanto, eleva a taxa de juros, tornando os investimentos produtivos menos atraentes. No caso de choques assimétricos, quando a taxa de câmbio possui certa instabilidade, isso acaba se refletindo em instabilidade dos preços internos, o que resulta em um ambiente macroeconômico ruim para as decisões de consumo e investimento. O efeito da volatilidade

cambial sobre a inflação se dá pelo canal conhecido como *pass-through*, que é o reajuste dos preços dos importados em decorrência de uma desvalorização cambial, e que resulta em pressão inflacionária (CURADO; ROCHA; DAMIANI, 2008).

Os fluxos de comércio internacional tendem a reduzir em um contexto de alta volatilidade do câmbio, e isso se agrava dependendo do grau de aversão ao risco das companhias participantes, das possibilidades de *hedge* no mercado e da porcentagem das receitas e despesas denominadas em moeda estrangeira. Em relação ao mercado de capitais, quando há um choque cambial, os proprietários das firmas têm duas opções: ou se endividam e continuam investindo, ou se protegem do choque cessando os investimentos. Se o sistema de crédito não for tão desenvolvido, como ocorre em muitas economias emergentes, então as firmas provavelmente interromperão os investimentos, prejudicando o crescimento econômico do país (ARAÚJO, 2009).

O gráfico 11 ilustra as flutuações da taxa de câmbio real nas economias do BRIC entre 1994 e 2010.

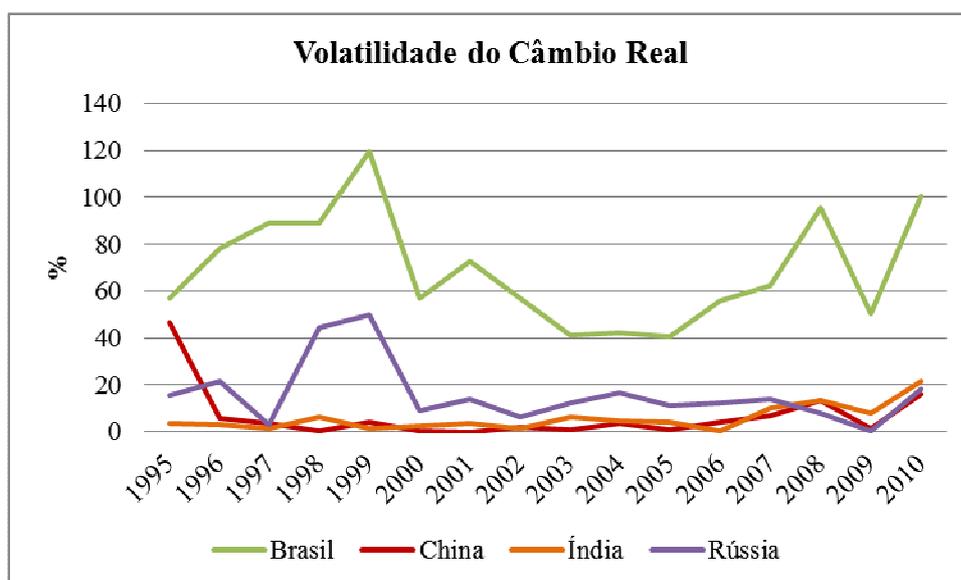


Gráfico 11 – Nível de volatilidade do câmbio real nos BRIC.

Fonte: *The World Bank; Penn World Table*. Elaboração própria.

À primeira vista, já é notório que o nível de volatilidade da taxa real de câmbio no Brasil não só mantém-se em patamares mais elevados do que nos outros países do grupo, como os próprios níveis de volatilidade oscilam mais ao longo do tempo (gráfico 11). O recorrente formato em “V” na trajetória brasileira reflete que a economia está muito mais suscetível às variações de humor do mercado internacional do que as outras economias do BRIC. Em todas as crises internacionais o nível de volatilidade do câmbio real brasileiro elevou-se

abruptamente. Na Rússia, embora o nível de volatilidade tenha atingido 50% entre 1998 e 1999, nota-se que esta é uma observação *outlier*, originária da crise cambial russa de 1998, já que no restante do período, os níveis de volatilidade se apresentaram baixos.

Na China e Índia, o nível de volatilidade raramente ultrapassou os 10%. Mesmo com a crise asiática deflagrada na Tailândia em 1997, as flutuações cambiais na Índia foram muito baixas, e na China praticamente nulas. Mesmo que a volatilidade tenha aumentado a partir da crise do *subprime* em 2008, a trajetória do indicador de volatilidade nesses países sugere uma razoável neutralidade à choques externos, o que talvez seja elemento chave para um crescimento econômico sustentado no longo prazo.

3.9 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Através da análise do setor externo dos BRIC constatou-se que China, Rússia e Índia, principalmente os dois primeiros, adotaram uma estratégia de desenvolvimento “voltada para fora”, com uma elevada participação das exportações no PIB, resultado de um tratamento especial ao setor exportador, o que fica explícito na administração cuidadosa da taxa de câmbio. Já o Brasil mostrou-se uma economia mais “voltada para dentro”, com uma participação relativamente baixa das exportações na composição do PIB, negativamente influenciadas pela apreciação e volatilidade do câmbio.

Outro aspecto ficou evidente em termos de crescimento econômico sustentável. Nas últimas décadas o Brasil cresceu principalmente devido à poupança externa, mostrando-se uma economia mais vulnerável ao exterior do que os outros BRIC. Os fluxos de capitais que ingressam no país são predominantemente de curto prazo, em busca de retornos elevados e rápidos, e por isso são mais voláteis. Esse quadro se deve em grande parte pelo elevado diferencial entre as taxas de juros brasileiras e as taxas internacionais, que acaba favorecendo o investimento financeiro em detrimento do investimento produtivo. Ao contrário, os fluxos de capitais nos outros BRIC parecem oscilar menos, além de uma maior representatividade dos investimentos estrangeiros diretos nesses fluxos, reflexo tanto dos controles de capitais como de políticas de atração de IED.

CONCLUSÃO

O intuito deste trabalho foi mostrar o processo de desenvolvimento recente das economias do BRIC, atendendo em especial a forma com que estas realizaram sua inserção externa a partir dos anos 1980, em um contexto de globalização comercial e financeira crescentes.

O estudo não tem a pretensão de sugerir que o Brasil deveria ter adotado medidas idênticas ou mesmo análogas a outros países do grupo em seu processo de inserção externa, mas sim alertar que os países vêm atuando de formas bastante diversificadas e que se constitui em um equívoco o pensamento que há apenas uma forma de proceder políticas, de pensar economia e de inserir internacionalmente tais países, como a visão neoliberal que vêm predominando desde o Consenso de Washington.

A análise da literatura e dos dados comparativos para Brasil, Rússia, Índia, China (BRIC) abordados no trabalho permitem a identificação de importantes condicionantes para o desempenho dessas economias em termos de taxa de crescimento do PIB, bem como de possíveis respostas para as diferenças de crescimento existentes.

Ao longo do trabalho podemos observar que China, Índia e Rússia, em maior grau nos asiáticos, vêm administrando seus regimes cambiais com conversibilidade restrita da conta capital e financeira, e têm sido exemplos bem sucedidos de gerenciamento da política macroeconômica, visando criar um ambiente de estabilidade que seja favorável ao crescimento do país, e no qual a estabilidade da taxa de câmbio cumpre um papel fundamental. Já no Brasil tem buscado principalmente um ambiente de baixa inflação e estabilidade, mas não um ambiente de crescimento, por conta da valorizada taxa de câmbio e elevada taxa de juros. Na Rússia, em que pese a problemática relacionada à transição para uma economia de mercado e à inflação elevada, tem adotado políticas econômicas ativas visando o crescimento econômico, mas sem abdicar do controle da inflação.

Com isso, uma das possíveis explicações para o menor dinamismo econômico observado no Brasil dentre esse grupo de países está relacionada ao fato de que Rússia, Índia e China implementaram programas de estabilização e de reestruturação econômica que reduziram efetivamente o constrangimento externo e cooperaram para preparar as bases para o crescimento, enquanto o Brasil, a partir dos anos 1990, influenciado pelas propostas do “Consenso de Washington”, valeu-se de estratégias de políticas econômicas de cunhos

claramente liberalizantes, que não conseguiram assegurar ao país um crescimento sustentado e financeiramente estável, e ainda resultaram em problemas graves para a economia do país.

Portanto, fica nítido no presente trabalho a importância de se estabelecer um gerenciamento adequado e cuidadoso do câmbio e dos fluxos internacionais de capitais, bem como a relevância de se ter uma maior participação no comércio internacional através da ampliação no grau de abertura e da participação das exportações no PIB, e de adotar políticas que visem à redução da vulnerabilidade externa do país. Além disso, o trabalho aponta a importância do papel do Estado como coordenador do desenvolvimento econômico e a necessidade de se elevar a taxa de investimento a médio e longo prazo para atingir taxas de crescimento mais elevadas e sustentadas ao longo do tempo.

REFERÊNCIAS

ARAÚJO, E. L.; ARAÚJO, E. Inserção externa e desenvolvimento econômico: um estudo das experiências brasileira e chinesa no período 1990-2008. Revista NUPEM, vol. 2, nº 2. Campo Mourão, 2010.

ARAÚJO, E. Política Cambial e Crescimento Econômico: Teorias e evidências para os países em desenvolvimento e emergentes. UFRJ. Tese (Doutorado). Rio de Janeiro, 2009.

BATISTA, P. O Consenso de Washington: A visão neoliberal dos problemas latino-americanos. São Paulo: PEDEX, 1994.

BLANCHARD, O. Macroeconomia. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007.

BRESSER-PEREIRA, L. C. Globalização e Competição: Por que alguns países emergentes têm sucesso e outros não. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

CARNEIRO, R. Desenvolvimento em crise: a economia brasileira no último quarto do século XX. São Paulo: Editora Unesp/IE. Unicamp, 2002.

CARVALHO, F. C.; et al. Economia monetária e financeira: Teoria e política. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.

CHANG, H. J. Maus Samaritanos: O mito do livre-comércio e a história secreta do capitalismo. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

CHESNAIS, F. A Mundialização Financeira: gênese, custos e riscos, São Paulo: Xamã, 1999.

CINTRA, M.; PRATES, D. Índia: A Estratégia de Desenvolvimento - da independência aos dilemas da primeira década do século XXI. Trajetórias Recentes de Desenvolvimento: estudos de experiências internacionais selecionadas, Livro 2 - IPEA. Brasília, 2009.

CORDEN, M. Regimes e Políticas Cambiais: Uma Visão Geral. Revista de Economia Política, vol. 21, nº 3 (83), jul-set, 2001.

CUNHA, A. M. ACIOLY, L. China: Ascensão à Condição de Potência Global – características e implicações. Trajetórias Recentes de Desenvolvimento: estudos de experiências internacionais selecionadas, Livro 2 - IPEA. Brasília, 2009.

CURADO, M.; ROCHA, M.; DAMIANI, D. Taxa de Câmbio e Crescimento Econômico: Uma comparação entre economias emergentes e desenvolvidas. *EconPapers* - Anais do XXXVI Encontro Nacional de Economia. Associação Nacional dos Centros de Pós-Graduação em Economia - ANPEC. Salvador, 2008.

DE PAULA, L. F.; FERRARI FILHO, F. Liberalização financeira e *performance* econômica: a experiência recente dos BRIC. 2006. In: Encontro Nacional de Economia Política, 11, 2006, Vitória. Anais... São Paulo: Sociedade Brasileira de Economia Política (SEP), 2006.

DE PAULA, L. F.; FARIA, J.; PIRES, M.; MEYER, T. Liberalização Financeira, Performance Econômica e Estabilidade Macroeconômica no Brasil: uma avaliação do período recente. *Discussion Papers* 1436, Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada – IPEA, 2009.

DELFIN NETO, A. O Plano Real e a armadilha do crescimento. In: ARAÚJO, E. L.; ARAÚJO, E. Inserção externa e desenvolvimento econômico: um estudo das experiências brasileira e chinesa no período 1990-2008. *Revista NUPEM*, vol. 2, nº 2. Campo Mourão, 2, p. 14, 2010.

DEVLIN, R.; FRENCH-DAVIS, R.; GRIFFITH-JONES; S. Crescimento dos fluxos de capital e desenvolvimento: uma visão geral das questões de política econômica. *Pesquisa Planejamento Econômico*, vol. 24, nº 3, dez. 1994.

EICHENGREEN, B. *A Globalização do Capital*. São Paulo: Editora 34, 2000.

DORNBUSCH, R.; FISCHER, S. *Macroeconomia*. São Paulo: McGraw-Hill Brasil, 2009.

FISCHER, S. *Capital account liberalization and the role of the IMF*. In: SICSÚ, J. *Emprego, Juros e Câmbio: Finanças Globais e Desemprego*. Ed. Campus, Rio de Janeiro, 2007.

FMI – Fundo Monetário Internacional. *International Financial Statistics*. Disponível em: <<http://www.imf.org>>. Acesso em: Set, 2011.

FMI – Fundo Monetário Internacional. *World Economic Outlook Database*. Disponível em: <<http://www.imf.org>>. Acesso em: Set, 2011.

GREMAUD, A.; VASCONCELLOS, M.; TONETO JÚNIOR, R. *Economia Brasileira Contemporânea*. 4. Ed. São Paulo: Atlas, 2002.

HAUSMANN, R., PRITCHETT, L., RODRIK, D. *Growth Accelerations*. In: SCHIMIDT FILHO, R; CURADO, L. *Existe uma única forma de inserção internacional? Experiências de política econômica e cambial nos BRICs*. UFPR. Curitiba, p. 3, 2009.

ICONE – Instituto de Estudos do Comércio e Negociações Internacionais. Disponível em <<http://www.iconebrasil.org.br>>. Acesso em Jun, 2011.

IPEADATA. Base de dados econômicos e financeiros mantida pelo Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada. Disponível em: <http://www.ipeadata.gov.br/>. Acesso em: Ago, 2011.

KENEN, P. *Economia Internacional: Teoria e Política*. Rio de Janeiro: Campus, 1998.

KRUGMAN, P. R.; OBSTFELD, M. *Economia Internacional: Teoria e Política*. São Paulo: Makron Books do Brasil, 2001.

KRUGMAN, P. R.; OBSTFELD, M. *Economia Internacional: Teoria e Política*. São Paulo: Pearson Addison Wesley, 2005.

LACERDA, A. C. Inserção externa dos países em desenvolvimento: uma análise dos fluxos de investimentos diretos estrangeiros e exportações. *Ver. Econ. contemp.*, Rio de Janeiro, 8(2): 263-282, jul./dez. 2004.

LOPES, L. M; VASCONCELOS, M. A. S. Manual de Macroeconomia: básico e intermediário. São Paulo: Atlas, 2000.

MARIANI, E. J. A Trajetória de implantação do neoliberalismo. Revista Urutágua, Nº 13, DCS/UEM, 2007.

MARQUES, O. Câmbio, Crises Cambiais e Recuperação Econômica: Três Ensaio Sobre Economias Emergentes. UFRJ. Tese (Doutorado). Rio de Janeiro, 2007.

MEDEIROS, C. A. Economia e Política do Desenvolvimento Recente na China. Revista de Economia Política, vol. 19, nº 3 (75). UFRJ. Rio de Janeiro, 1999.

NASSIF, A. A economia indiana no período 1950-2004 – Da estagnação ao crescimento acelerado: lições para o Brasil? Rio de Janeiro: BNDES, jan. 2006. (Texto para Discussão, n. 107).

NEGRÃO, J. J. Para conhecer o Neoliberalismo. São Paulo: Publisher Brasil, 1998.

OLIVEIRA, G. O Estado e A Inserção Ativa na Economia: A Estratégia de Desenvolvimento Econômico da China. Unicamp. Campinas, 2008.

PENN WORLD TABLE. Center for International Comparisons of Production, Income and Prices. University of Pennsylvania. Disponível em: <<http://pwt.econ.upenn.edu>> Acesso em out, 2011.

PLIHON, D. A Globalização Financeira. Colóquio Pobreza, Dívida Externa e as Três Instituições Irmãs: FMI, Banco Mundial e OMC. Faculdade de Economia Universidade de Coimbra, 2007.

RAJAN, R. *Examining the case for currency basket regimes for Southeast Ásia. Visiting Researchers Series, Institute of Southeast Ásia Studies* n. 1, 2000.

SANTOS, L. B. A Geografia dos Investimentos Diretos Estrangeiros e do Comércio Internacional do Bric. Goiânia, v. 29, n. 2, p. 143-156, jul./dez, 2009.

SCHIMIDT FILHO, R; CURADO, L. Existe uma única forma de inserção internacional? Experiências de política econômica e cambial nos BRICs. UFPR. Curitiba, 2009.

SCHULLER, K. *Basics of dollarization.* In: ARAÚJO, E. Política Cambial e Crescimento Econômico: Teorias e evidências para os países em desenvolvimento e emergentes. UFRJ. Rio de Janeiro, 2009.

SICSÚ, J. Emprego, Juros e Câmbio: Finanças Globais e Desemprego. Ed. Campus, Rio de Janeiro, 2007.

SINGH, A. *Capital account liberalization, free long-term capital flows, financial crises and economic development.* In: DE PAULA, L. F.; FARIA, J.; PIRES, M.; MEYER, T. Liberalização Financeira, Performance Econômica e Estabilidade Macroeconômica no Brasil:

uma avaliação do período recente. *Discussion Papers* 1436, Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada – IPEA, 2009.

SOUZA, N. Crescimento Econômico da Rússia, México e Brasil. Desenvolvimento Econômico. 5a ed. São Paulo: Atlas, 2005.

STIGLITZ, J. *Capital market liberalization, economic growth, and instability*. In: DE PAULA, L. F.; FARIA, J.; PIRES, M.; MEYER, T. Liberalização Financeira, Performance Econômica e Estabilidade Macroeconômica no Brasil: uma avaliação do período recente. *Discussion Papers* 1436, Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada – IPEA, 2009.

THE WORLD BANK. Disponível em: <<http://data.worldbank.org>> Acesso em out, 2011.

TREVISAN, A. L. A Política Cambial Brasileira Durante A Vigência do Acordo de Bretton Woods: 1945 – 1973. Universidade Federal do Rio Grande do Sul. Tese (Mestrado). Porto Alegre, 2004.

VIEIRA, F.; VERÍSSIMO, M. Crescimento econômico em economias emergentes selecionadas: Brasil, Rússia, Índia, China (BRIC) e África do Sul. *Economia e sociedade*, vol. 18, nº 3. Campinas, 2009.

VIZIA, B. de; COSTA, G.. O Tempo do BRIC. *Revista desafios do desenvolvimento* – IPEA. Brasília, 2010.

