

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL**  
**FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS**  
**DEPARTAMENTO DE ECONOMIA E RELAÇÕES INTERNACIONAIS**

**ADRIANO CANQUERINI FRAGA**

**Efeitos de Políticas Cambiais Sobre o Crescimento Econômico em Países  
em Desenvolvimento**

**Porto Alegre**

**2017**

**ADRIANO CANQUERINI FRAGA**

**Efeitos de Políticas Cambiais Sobre o Crescimento Econômico em Países  
em Desenvolvimento**

Trabalho de conclusão submetido ao Curso de Graduação em Economia da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, como requisito parcial para obtenção do título Bacharel em Economia.

Orientador: Prof. Dr. Ricardo Dathein

**Porto Alegre**

**2017**

CIP - Catalogação na Publicação

Fraga, Adriano Canquerini  
Efeitos de políticas cambiais sobre o crescimento  
econômico em países em desenvolvimento / Adriano  
Canquerini Fraga. -- 2017.  
55 f.

Orientador: Ricardo Dathein.

Trabalho de conclusão de curso (Graduação) --  
Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Faculdade  
de Ciências Econômicas, Curso de Ciências Econômicas,  
Porto Alegre, BR-RS, 2017.

1. Política cambial. 2. Desenvolvimento. 3.  
Crescimento econômico. 4. Países em desenvolvimento.  
I. Dathein, Ricardo, orient. II. Título.

Elaborada pelo Sistema de Geração Automática de Ficha Catalográfica da UFRGS com os  
dados fornecidos pelo(a) autor(a).

**ADRIANO CANQUERINI FRAGA**

## **Efeitos de Políticas Cambiais Sobre o Crescimento Econômico em Países em Desenvolvimento**

Trabalho de conclusão submetido ao Curso de Graduação em Economia da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, como requisito parcial para obtenção do título Bacharel em Economia.

Aprovado em: Porto Alegre, \_\_\_\_ de \_\_\_\_\_ de 2017.

BANCA EXAMINADORA:

---

Prof. Dr. Ricardo Dathein – Orientador

UFRGS

---

Prof. Dr. Eduardo Ernesto Filippi

UFRGS

---

Prof. Dr. Octavio Augusto Camargo Conceição

UFRGS

## RESUMO

Este trabalho analisa teórica e empiricamente a relação entre o nível da taxa de câmbio e o crescimento econômico nos países em desenvolvimento e emergentes. A intenção, a partir dessa análise, é relacionar o uso de taxas de câmbio depreciadas com resultados consistentes de crescimento econômico. Para isso, o trabalho adota como método a revisão bibliográfica, valendo-se das teorias econômicas desenvolvimentistas, como o novo-desenvolvimentismo e a macroeconomia estruturalista de desenvolvimento. No que tange aos conceitos e estudos empíricos, são apresentados casos de países que se valeram da política cambial, a fim de alcançar a estabilização macroeconômica na América Latina. Posteriormente, são relatados casos de países asiáticos, que utilizaram o controle cambial para estimular as exportações e obter aumento em seus investimentos. O resultado preliminar demonstra um crescimento de taxas médias maiores em países que controlaram suas taxas de câmbios desvalorizadas, em relação a países que, ao contrário, mantiveram apreciados seus níveis de taxa de câmbio.

**Palavras-chave:** Política cambial. Desenvolvimento. Crescimento econômico. Países em desenvolvimento.

**Classificação JEL:** O11, F31, F43.

## ABSTRACT

This paper analyzes, theoretically and empirically, the relationship between exchange rate volume and economic growth in developing and emerging countries. The intention, from analysis, is to relate the use of depreciated exchange rates with consistent results of economic growth. For this, the work adopts as a method, first, a bibliographical review, analyzing developed economic theories such as new-developmentalism and a structuralist macroeconomics of development. Subsequently, in the empirical part, case studies of countries that used an exchange rate policy with a purpose of macroeconomic stabilization in Latin America, and in the online case of the control of resources to stimulate as exports and increase our investment. The preliminary result shows a higher average growth rate in the countries that controlled their depreciated exchange rates in relation to countries that on the contrary maintained their exchange rate levels.

**Keywords:** Foreign exchange policy. Development. Economic growth. Developing countries.

**JEL classification:** O11, F31, F43.

## Lista de Gráficos.

Gráfico 1: Tendência da taxa de câmbio à sobrevalorização.....	27
Gráfico 2: Índice da taxa de câmbio efetiva real.....	31
Gráfico 3: Taxa de câmbio oficial (Peso argentino por US \$, média do período).....	33
Gráfico 4: Crescimento do PIB argentino (variação % anual).....	34
Gráfico 5: Índice da taxa de câmbio efetiva real do México (2010 = 100).....	36
Gráfico 6: Crescimento do PIB mexicano (variação % anual).....	38
Gráfico 7: Índice da taxa de câmbio efetiva real do Brasil (2010 = 100).....	40
Gráfico 8: Evolução do PIB brasileiro (variação % anual).....	40
Gráfico 9: Taxa de Câmbio Efetiva Real e Participação da Indústria de Transformação no PIB.....	41
Gráfico 10: Taxa de câmbio oficial da Coreia do Sul (Won por US \$, média do período).....	44
Gráfico 11: Evolução do PIB sul-coreano (variação % anual).....	44
Gráfico 12: Taxa de câmbio oficial (Yuan por US \$, média do período).....	45
Gráfico 13: Evolução do PIB chinês (variação % anual).....	46
Gráfico 14: Índice da taxa de câmbio efetiva real da China (2010 = 100).....	47
Gráfico 15: Taxa de câmbio oficial (Ringgit malaio por US \$, média do período).....	48
Gráfico 16: Evolução do PIB malaio (variação % anual).....	49
Gráfico 17: Índice da taxa de câmbio efetiva real da Malásia (2010 = 100).....	50

## Sumário

<b>1. INTRODUÇÃO .....</b>	<b>9</b>
<b>2. TEORIAS ECONÔMICAS DESENVOLVIMENTISTAS.....</b>	<b>11</b>
<b>2.1. MACROECONOMIA ESTRUTURALISTA DE DESENVOLVIMENTO.....</b>	<b>11</b>
2.1.1. DOENÇA HOLANDESA .....	12
2.1.2. POLÍTICA DE CRESCIMENTO COM POUPANÇA EXTERNA.....	14
<b>2.2. NOVO-DESENVOLVIMENTISMO.....</b>	<b>16</b>
2.2.1. O ANTIGO E O NOVO-DESENVOLVIMENTISMO .....	17
2.2.2. O NOVO-DESENVOLVIMENTISMO E A ORTODOXIA CONVENCIONAL.....	19
<b>2.3. TAXAS DE CÂMBIO E CRESCIMENTO ECONÔMICO.....</b>	<b>21</b>
2.3.1. A TAXA DE CÂMBIO NO CENTRO DA TEORIA DO DESENVOLVIMENTO.....	24
<b>3. AVALIAÇÃO EMPÍRICA DA RELAÇÃO TAXA DE CÂMBIO E CRESCIMENTO ECONÔMICO EM PAÍSES LATINO-AMERICANOS E DO SUDESTE ASIÁTICO .....</b>	<b>30</b>
<b>3.1. PAÍSES LATINO-AMERICANOS .....</b>	<b>32</b>
3.1.1. ARGENTINA.....	32
3.1.2. MÉXICO .....	35
3.1.3. BRASIL.....	39
<b>3.2. PAÍSES DO SUDESTE ASIÁTICO .....</b>	<b>42</b>
3.2.1. CORÉIA DO SUL.....	42
3.2.2. CHINA .....	45
3.2.3. MALÁSIA.....	48
<b>4. CONCLUSÃO .....</b>	<b>51</b>
<b>REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS: .....</b>	<b>54</b>



## **1. INTRODUÇÃO**

Estudos sobre políticas cambiais são cada vez mais recorrentes em meio às discussões macroeconômicas atuais. Isso se dá por conta das crises financeiras na América Latina na década de 1990 e, ainda, pelo o sucesso dos países do leste asiático nas últimas décadas. Bresser-Pereira (2009) defende que, para buscar um crescimento mais efetivo, o uso de uma política fiscal rígida e uma taxa de juros moderada são fatores importantes. Além disso, o referido autor destaca que, para obtenção do desenvolvimento econômico, se faz necessário o uso de variáveis macroeconômicas, tais como a poupança interna e a administração de uma taxa de câmbio competitiva.

A relação entre as políticas cambiais e o crescimento econômico tem sido abordada por diversos autores. Williamson (2003), em seu estudo, refere como principal variável de política econômica a estratégia de desenvolvimento com base em taxas de câmbio competitivas. Em outros termos, em um cenário altamente competitivo, a taxa cambial motiva a produção de produtos manufaturados para exportação, o que implica em aumento de investimentos, de emprego e crescimento econômico. Bresser-Pereira (2009), além de ratificar a influência de uma taxa de câmbio competitiva no desenvolvimento econômico, também sinalizou sobre a tendência estrutural à sobrevalorização da taxa cambial em países em desenvolvimento. Tais aspectos são de extrema importância, haja visto que são fatores determinantes sobre variáveis, tais como exportações, importações, salários, consumo, investimento e poupança. Assim, se os formuladores de políticas econômicas não agirem de forma proativa na neutralização dessa tendência, a taxa de câmbio se valorizará, devido a fatores característicos de países em desenvolvimento, como a doença holandesa e a política de crescimento com poupança externa.

Desta forma, a relação entre nível da taxa de câmbio e crescimento econômico nos países em desenvolvimento e emergentes é de elevada relevância acadêmica, resultando em um crescente número de estudos na área, já que quantidade de casos valida esta relação inversa de nível real de câmbio e taxas de crescimento per capita.

O presente estudo tem por objetivo analisar teórica e empiricamente a relação entre taxa de câmbio e desenvolvimento econômico, verificando a hipótese de que haveria uma relação negativa entre o nível de câmbio real e taxas de crescimento econômico. Para isso, serão analisadas teorias desenvolvimentistas e abordagens de políticas cambiais, assim

como, argumentos que sustentam a taxa de câmbio no centro da teoria do desenvolvimento.

No que diz respeito aos métodos adotados, inicialmente foi realizada uma revisão bibliográfica para realização do segundo capítulo deste estudo. Nesse ponto, é apresentada a teoria da macroeconomia estruturalista do desenvolvimento, que trata da relevância dos preços macroeconômicos, como taxa de juros e taxa de câmbio. Além disso, traz a teoria do novo-desenvolvimentismo, em que é realizada a comparação entre as teorias, como o antigo desenvolvimentismo e a teoria da ortodoxia convencional. Na sequência, são analisados os fatores que fazem da taxa de câmbio um ponto importante no desenvolvimento econômico, principalmente, nos meios de sua influência em relação a seu desempenho.

No quarto capítulo, são apresentados dados sobre os resultados de crescimento econômico em relação ao comportamento da taxa de câmbio, abordando casos de sucesso em estratégia de desenvolvimento com câmbio subvalorizado, como Coréia do Sul, China e Malásia - países que atingiram taxas elevadas e consistentes de crescimento econômico nas últimas décadas, salvo no final da década de 1990, devido à crise financeira generalizada na Ásia. Ainda nesse item, serão apresentados casos de países que se utilizaram de políticas cambiais com finalidade de estabilização econômica, resultando em alguns anos crises de balança de pagamentos, processos de desindustrialização, endividamento externo e redução nos investimentos. Serão analisados países latino-americanos como Argentina, México e Brasil. Para elaboração deste capítulo, além de dados macroeconômicos, também foram utilizados artigos publicados relacionados a cada nação em específico.

Por fim, busca-se interpretar os resultados das análises empíricas à luz das teorias apresentadas anteriormente, destacando os principais resultados.

## **2. TEORIAS ECONÔMICAS DESENVOLVIMENTISTAS**

No fim do século XX, a teoria neoclássica tornou-se dominante com seus modelos voltados ao equilíbrio e estabilização. Em contrapartida, teorias econômicas direcionadas para a obtenção do crescimento e desenvolvimento foram revisitadas e revistas. Desta forma, são apresentadas as teorias da macroeconomia estruturalista de desenvolvimento e a teoria do novo-desenvolvimentismo, contrapondo modelos liberais neoclássicos, como da ortodoxia convencional.

### **2.1. Macroeconomia estruturalista de desenvolvimento**

O estruturalismo latino-americano, segundo Bresser e Gala (2007), surgiu na década de 1940, no âmbito da CEPAL, baseado no pensamento keynesiano e na teoria econômica do desenvolvimento. Entre seus principais pressupostos está a tese da indústria infante, que justifica o protecionismo, com o modelo de substituição de importações. Tal estratégia gerava inflação estrutural- principalmente devido à relação de que a oferta não respondia a demanda interna de bens agrícolas – além da necessidade de poupança externa para o crescimento econômico. Acreditava-se que a restrição de divisas externas deveria ser superada com déficits em conta corrente, financiados por empréstimos ou investimentos externos.

A teoria estruturalista, a partir da década de 1970, passa a perder forças e a receber diversas críticas por parte de economistas neoclássicos, que defendiam o neoliberalismo e globalização. Tais críticas enfraqueceram a teoria devido à crise da dívida externa, que abalou os países em desenvolvimento. Assim, o pensamento neoliberal, baseado no Consenso de Washington, passa a ganhar força. Por sua vez, o neoliberalismo começa a enfrentar problemas nos anos 2000, quando seu modelo, baseado em estabilidade de preços, não gera crescimento econômico nos países em desenvolvimento. Surge, então, na América Latina, uma nova versão da teoria estruturalista do desenvolvimento:

...uma macroeconomia estruturalista do desenvolvimento – que não mais se preocupa em demonstrar a necessidade da industrialização ou da transferência da mão de obra para setores com valor adicionado per capita mais alto (toma isso como pressuposto) e concentra sua atenção nos preços macroeconômicos, especialmente na taxa de juros e na taxa de câmbio. (BRESSER-PEREIRA, 2012, p. 7)

A macroeconomia estruturalista do desenvolvimento defendia que os estrangulamentos ao crescimento e pleno emprego estavam, principalmente, ao lado da demanda. A influência keynesiana não descartava o papel importante da oferta - como educação, progresso técnico, infraestrutura - mas a questão era aproveitar os recursos disponíveis, através de investimentos que também favoreciam o lado da oferta (BRESSER e GALA, 2007).

Com isso, surge uma nova estratégia nacional de desenvolvimento, a qual Bresser-Pereira intitula de *Novo-Desenvolvimentismo*, em que a macroeconomia estruturalista do desenvolvimento coloca a taxa de câmbio no centro da teoria desenvolvimentista. Essa variável macroeconômica não despertou interesse estratégico por outros pensamentos econômicos, isso porque se acreditava que haveria uma tendência à flutuação em torno do equilíbrio corrente. Para os neoclássicos, a flutuação se daria suavemente. Para os keynesianos, com alta volatilidade (BRESSER-PEREIRA, 2012).

A relevância da taxa de câmbio parte da teoria que ela tende a se apreciar ciclicamente em países em desenvolvimento, caso não haja intercessão governamental. Esse é um dos dois principais pressupostos da macroeconomia estruturalista de desenvolvimento, juntamente com a tendência ao crescimento inferior das taxas salariais em relação à produtividade. A tendência à sobrevalorização da taxa de câmbio deve-se, segundo Bresser-Pereira (2012), basicamente a dois fatores estruturais: a doença holandesa e o fluxo de capitais, atraídos pelas altas taxas de lucro e de juros, típico de países em desenvolvimento.

### **2.1.1. Doença holandesa**

O termo *doença holandesa* foi criado em 1982 pelos economistas W. Corden e J. Neary. Tal termo foi referido em seu trabalho sobre o efeito na economia holandesa da valorização cambial, devido à exploração e exportação de gás natural na década de 1960. Segundo Bresser-Pereira (2012, p.12), “a doença holandesa é uma falha de mercado que sobreaprecia de forma permanente a taxa de câmbio, mas é consistente com o equilíbrio intertemporal da conta corrente”.

Apesar de alguns economistas estruturalistas latino-americanos terem considerado essa falha de mercado relevante, foram utilizadas tarifas de importações para barrar os efeitos da doença. Da mesma forma, foram fornecidos subsídios para as exportações de bens industriais, excluindo commodities, como o caso de Brasil e Chile, nos anos 1970. A teoria estruturalista de desenvolvimento não atribuía relevância à variável taxa de câmbio para determinar o crescimento econômico (BRESSER-PEREIRA e GALA, 2010).

A ideia de maldição dos recursos naturais é analisada desde o início dos anos 1950, pelos economistas da CEPAL, Raul Prebisch e Celso Furtado. Veríssimo e Xavier (2014) acrescentam em seu estudo outros fatores que resultam em baixo crescimento econômico, devido à exploração de bens naturais e commodities. Inicialmente, o aumento da renda decorrente a esta exploração cria uma falsa ideia de segurança e reduz as políticas de investimentos e de estratégias de crescimento. Deste modo, esses países tendem a tomar políticas protecionistas, burocráticas e frágeis institucionalmente, reduzindo taxas de investimentos. Além disso, considerando a volatilidade dos preços das commodities, essas economias tornam-se instáveis e imprevisíveis, gerando um clima de incerteza e desestimulando o investimento. Pelo lado da oferta, a questão tecnológica e de qualificação de mão de obra fica comprometida pela demanda destes itens e pelas atividades envolvendo recursos naturais serem de baixa exigência. Essa prática reduz a difusão de tecnologia e o nível de aprendizado.

A doença holandesa pode ser definida, segundo Bresser e Gala (2010), como efeito de sobreapreciação da taxa de câmbio de um país, gerado pelas rendas ricardianas<sup>1</sup> obtidas na exploração de bens naturais e abundantes, que compatibiliza com uma taxa de câmbio mais apreciada do que a taxa de equilíbrio industrial. Em outras palavras, viabiliza e incentiva setores de produção de bens manufaturados. Assim com uma taxa de câmbio de equilíbrio corrente mais apreciada do que a de equilíbrio industrial, as empresas de bens comercializáveis precisam, além de adotar a melhor tecnologia mundial, obter uma produtividade superior à de seus concorrentes internacionais. Essa vantagem precisa superar o efeito da sobreapreciação gerada pela doença holandesa.

---

<sup>1</sup> O conceito de rendas ricardianas trata-se de fatores de produção controlados por apenas algumas empresas, que fornecem seu produto de forma limitada, se esse recurso escasso tiver uma procura alta, as instituições que a controlam irão obter custos menores de produção. Com baixo custo e curvas inelásticas de fornecimento, garantirão ao produtor preços superiores e a isso se chama “rendas ricardianas”.

Pode-se definir a gravidade da doença holandesa pela diferença entre a taxa de câmbio de equilíbrio industrial e a taxa de equilíbrio corrente. O nível da gravidade será proporcional à diferença resultante. A medida mais simples para buscar a redução da doença holandesa é a aplicação de um imposto sobre a exportação de commodities, a uma taxa igual à diferença entre as duas taxas de câmbio. Ao recurso arrecadado é recomendável à criação de um fundo soberano, a fim de evitar o retorno do capital à economia e pressionar a taxa de câmbio (BRESSER e GALA, 2010).

### **2.1.2. Política de crescimento com poupança externa**

Inicialmente, relatou-se o efeito da doença holandesa na apreciação da taxa de câmbio e o que a conduz ao equilíbrio corrente. A apreciação gerada pela entrada de capitais também é influenciada pela política de crescimento com poupança externa, o que gera déficits na conta corrente financiada por empréstimos, investimentos diretos e aplicações financeiras de portfólio (BRESSER-PEREIRA, 2012).

Segundo Bresser e Gala (2010), a macroeconomia estruturalista do desenvolvimento descarta a tese da teoria convencional de que países em desenvolvimento necessitam de poupança externa para atingir o crescimento. Esse fenômeno pode causar a substituição da poupança interna pela externa e gerar aumento no consumo e dívida externa. Além disto, Oreiro (2006) cita dois outros problemas em utilizar a expansão da poupança externa em países emergentes. O primeiro seria pelo tamanho dos mercados de capitais desses países que, por não haver agentes suficientes atuando na compra do excesso de oferta de divisas, podem sofrer redução em relação aos fluxos de capitais de curto prazo ingressantes, fator que aumentaria a apreciação cambial. A segunda questão apresentada por Oreiro (2006) é a de que déficits em transações correntes, se suficientemente fortes, podem comprometer a solvência externa da economia do país em desenvolvimento e gerar uma crise na balança de pagamentos.

Bresser-Pereira (2012) ainda alerta para mais uma questão macroeconômica: quanto mais fluxo de capital entrar em uma economia, mais apreciará a sua taxa de câmbio. Esse aspecto, por sua vez, irá aumentar os salários e ordenados dos trabalhadores, reduzindo os preços dos bens de consumo comercializáveis internacionalmente. Consequentemente, os lucros dos empresários cairão, seja pelo lado da oferta, com

aumento salarial; seja pelo lado da demanda, com a diminuição da expectativa de lucro em investimentos voltados para o mercado externo, devido taxa cambial sobreapreciada.

Após a análise das possíveis consequências de aplicação de políticas econômicas de crescimento com poupança externa, serão abordadas as possíveis motivações de sua utilização. Bresser e Nakano (2003) apontam explicações baseadas em estudos empíricos na América Latina para a adoção de tais políticas. O apelo populista é o principal fator, muitas vezes pela busca da estabilização de preços através do sistema de âncora cambial. Para países em situação devedora, o ciclo populista é a melhor justificativa para adoção de políticas de crescimento externo.

O ciclo populista pode ser descrito com fatos estilizados. Começa com inflação alta e recessão. A administração populista aumenta os salários nominais, aumenta os gastos do Estado e fixa a taxa de câmbio. Em breve, a taxa de câmbio fica sobrevalorizada, a taxa de inflação decai, os salários reais aumentam, o consumo e as importações disparam e as exportações declinam. O episódio termina com uma crise do balanço de pagamentos, desvalorização da taxa de câmbio e a adoção de rígidas políticas fiscal e monetária. (BRESSER-PEREIRA e NAKANO, 2003).

Por último, a taxa de substituição de poupança interna por externa depende, pelo lado da oferta, da variação dos salários aumentados artificialmente, o que gera uma elevação na propensão marginal ao consumo. E pelo lado da demanda, a apreciação cambial diminui as oportunidades de investimento, devido a relação de taxa de juros e lucro, principalmente em áreas voltadas à exportação e, com isso, a poupança interna cai (BRESSER-PEREIRA e GALA, 2010).

## 2.2. Novo-Desenvolvimentismo

O novo-desenvolvimentismo é considerado como um “terceiro discurso” segundo Bresser-Pereira (2009). Isso se deve ao fato de ser uma estratégia alternativa tanto ao antigo desenvolvimentismo, presente nos países latino-americanos entre 1930 a 1980, quanto à vertente ortodoxa convencional, praticada no fim do século XX.

O antigo desenvolvimentismo é considerado como uma estratégia nacional de desenvolvimento fortemente baseada na teoria macroeconômica keynesiana. Entretanto, em termos de discurso ou ideologia, o que predomina, a partir da década de 1990, é a ortodoxia convencional, baseada no livre mercado, no controle inflacionário com taxas de juros como ferramenta de controle e, por último, na valorização cambial devido à liberalização das contas financeiras e crescente poupança externa. O discurso oposto, praticado pela esquerda burocrático-populista, era justamente o contrário, baseado no livre capital financeiro, gerando um alto endividamento externo para o país e resultando em insuficiência de demanda. Assim como no antigo desenvolvimentismo, a solução se daria através do aumento de gastos públicos (BRESSER-PEREIRA, 2009).

Desta forma, o “terceiro discurso” seria uma tentativa de consenso entre o antigo desenvolvimentismo (primeiro discurso) e o segundo discurso, provindo da classe média inferior e os sindicatos. Como destaca Bresser-Pereira (2009), o Novo Desenvolvimentismo somente fará sentido se for realizado a partir de um senso comum, pois, além de ser uma ideologia, ela é uma estratégia nacional de desenvolvimento.

Essa estratégia nacional de desenvolvimento exige um ambiente institucional favorável que lhe dê sustentação, tanto nos aspectos microeconômicos, quanto no plano macroeconômico. E os agentes (empresários do setor produtivo, trabalhadores, agentes do governo, etc.) devem atuar em sintonia (CONCEIÇÃO, 2013). Além disso, o Novo Desenvolvimentismo necessita de cinco elementos estruturais (institucionais) para superar o Velho Desenvolvimentismo, seriam eles:

- 1) Industrialização orientada para as exportações, combinada com consumo de massas no mercado interno (em oposição à industrialização orientada pelo estado na substituição de importações);
- 2) Criação, pelo Estado, das oportunidades de investimento e redução das desigualdades econômicas (em oposição a seu papel central na obtenção de poupança e realização de investimento);
- 3) Política industrial subsidiária, mas estratégica (em oposição a seu papel como central);
- 4) Rejeição aos dois déficits (em oposição a certa ambiguidade em relação aos déficits públicos e em conta corrente): em caso de doença holandesa deverá



apresentar superávit fiscal e na conta corrente; e 5) Nenhuma complacência em relação à inflação (em oposição à relativa complacência com a mesma no PSI). (CONCEIÇÃO, 2013, p.132)

Segundo Sicsú, Paula e Michel (2005), é necessário um Estado forte, capaz de regular a economia, promover a concorrência empresarial e, assim, promover um mercado forte. Essas ações possibilitam ao governo pôr em prática políticas macroeconômicas defensivas ou expansionistas, em que defensivas são as que reduzem os impactos de crises cambiais no país, e expansionistas são as capazes de promover o pleno emprego.

A partir deste ponto, será analisada a teoria do Novo-Desenvolvimentismo comparada ao Antigo Desenvolvimentismo e a teoria de Ortodoxia Convencional, baseado nos estudos do economista Bresser-Pereira (2009).

### **2.2.1. O Antigo e o Novo-Desenvolvimentismo**

As principais diferenças entre o desenvolvimentismo, que prevaleceu em boa parte do século XX, e o novo-desenvolvimentismo é a evolução do capitalismo da idade de ouro (1945-75), em que prevalecia o keynesianismo, com vistas a um capitalismo globalizado, diminuindo as taxas de crescimento e aumentando a disputa entre Estados-Nação. Este último ponto se deve ao fato de que os países de renda média estavam atingindo uma nova fase do desenvolvimento e superando a caracterização pela sua indústria nascente.

O novo-desenvolvimentismo, segundo Bresser-Pereira (2009), descarta o crescimento baseado em déficits públicos. Essa herança keynesiana de controle da demanda agregada gera graves distorções populistas. Para ele, o ideal é o foco no equilíbrio fiscal, o que gera um Estado forte financeiramente e atrai a confiança dos investidores internos e externos.

O quadro a seguir destaca esta e outras divergências nas estratégias das duas teorias:

Quadro 1 – Comparação entre o antigo e o novo-desenvolvimentismo.

<b>Antigo Desenvolvimentismo</b>	<b>Novo Desenvolvimentismo</b>
1. Uma certa complacência com os déficits públicos e a inflação.	1. Nenhuma complacência com o desequilíbrio fiscal e a inflação.
2. O Estado desempenha um papel central em termos de poupança forçada e investimento em empresas.	2. O Estado tem um papel subsidiário mas importante na poupança forçada e no investimento em empresas.
3. A industrialização se baseia na substituição das importações e o comércio é pessimista em relação às exportações.	3. O crescimento é voltado para a exportação e o comércio é realista em relação às exportações.

Fonte: Bresser-Pereira (2009, p.91).

Outra questão é a diferença de interpretação das duas teorias sobre o papel do Estado na geração de poupança. No antigo desenvolvimentismo, esta função era crucial e, para a nova vertente, é estratégica. Ou seja, o Estado deve investir e promover a poupança forçada em setores estratégicos. Entretanto, há um consenso de que o Estado deve prover investimentos em infraestrutura (educação, saúde, transporte, comunicações e setor energético) a fim de gerar condições de acumulação de capital por parte do mercado.

Por fim, uma das principais diferenças entre as duas teorias, é o posicionamento frente o mercado externo. Enquanto o antigo desenvolvimentismo incentiva o crescimento econômico através do modelo de substituição das importações, o novo-desenvolvimentismo defende um modelo voltado para a exportação. Ou seja, deve-se reduzir as barreiras protecionistas e avaliar se a doença holandesa, se houver, está neutralizada pelos impostos sobre a exportação de produtos primários. Não há necessidade de um pessimismo exportador, visto que o foco no exterior permite ampliar o mercado para as indústrias, além de beneficiar as empresas eficientes, sem limitá-las. Pelo modelo

protecionista ocorre o contrário, em que todas as empresas são beneficiadas, independente do seu mérito.

### **2.2.2. O Novo-Desenvolvimentismo e a Ortodoxia Convencional**

A ortodoxia econômica convencional, segundo Bresser-Pereira (2010), é um conjunto de teorias, diagnósticos e propostas políticas oferecidas pelas nações ricas aos países em desenvolvimento. A ideia ganhou força na década de 1980, com o Consenso de Washington, que propunha uma reforma institucional com bases neoliberais e globalistas aos países em desenvolvimento.

Em relação ao papel do Estado, para Bresser-Pereira (2010), na ortodoxia convencional, a ideologia é marcada pelo mercado contra Estado, como num jogo. Já para Mollo e Fonseca (2013), o papel do Estado na ortodoxia, para prover crescimento econômico, é limitado e discutível, pois esse crescimento parte de iniciativas privadas no fornecimento de fatores de produção e na determinação de suas preferências, baseadas em condições, como a tecnologia disponível nos diversos mercados.

Para o novo-desenvolvimentismo, a política industrial tem um papel relevante, entretanto, ao contrário do antigo desenvolvimentismo, ela deve ter uma intensidade moderada. Ou seja, agir estrategicamente em empresas necessitadas, mas que sejam capacitadas a competir internacionalmente, e não promover uma política protecionista generalizada. Cabe salientar ainda que, para o novo-desenvolvimentismo, uma política que proponha taxa de juros moderada e uma taxa de câmbio competitiva é mais importante que a política industrial (BRESSER-PEREIRA, 2010).

Em questão de estratégias de crescimento das duas vertentes econômicas, pode-se dizer que estão relativamente correlacionadas, salvo grandes diferenças, como a interpretação do papel do Estado. Porém, para haver crescimento, primeiro necessitamos de estabilidade. Desta forma, comparam-se as políticas macroeconômicas, através do quadro abaixo, ressaltando-se que, apesar de haver uma convergência em questão das duas buscarem o equilíbrio macroeconômico, para a ortodoxia convencional, essa estabilidade é limitada a preços e controle da dívida pública; e, para o novo-desenvolvimentismo, uma

taxa de juros moderada e uma taxa de câmbio competitiva asseguram equilíbrio das contas públicas e externas.

Quadro 2 – Comparação entre as políticas econômicas da Ortodoxia Convencional e do Novo-Desenvolvimentismo

<b>Ortodoxia Convencional</b>	<b>Novo Desenvolvimentismo</b>
1. O superávit primário é o padrão fiscal central.	1. O déficit orçamentário e a poupança pública são os padrões fiscais centrais.
2. O Banco Central tem um único mandato: a inflação.	2. O Banco Central tem um triplo mandato: inflação, taxa de câmbio e emprego.
3. O Banco Central usa um único instrumento: a taxa de câmbio.	3. O Banco Central pode comprar reservas ou impor controles sobre o ingresso de capitais para controlar a taxa de câmbio.
4. A taxa de juros de curto prazo é endógena e deve ser alta.	4. A taxa de juros de curto prazo é exógena e pode ser moderada.
5. A taxa de câmbio é flutuante, endógena e tende ao equilíbrio.	5. A taxa de câmbio é flutuante mas administrada, a fim de evitar a tendência da taxa de câmbio à sobrevalorização.

Fonte: Bresser-Pereira (2009, p.101).

A ortodoxia convencional é baseada em um superávit primário, que mantenha a relação dívida pública – PIB sustentável para os credores. O Banco Central possui um único objetivo, que é o controle da inflação, dispondo para isso de um único instrumento: a taxa de juros. Essa, por sua vez, é endógena e relativamente alta, devido ao desequilíbrio fiscal. Por último, a taxa de câmbio também endógena (definida pelo mercado) deve ser mantida em regime flutuante, para buscar seu equilíbrio através do mercado.

O novo-desenvolvimentismo, por sua vez, com uma abordagem keynesiana, possui os seguintes pressupostos macroeconômicos: o ajuste fiscal, que tem como parâmetro o déficit orçamentário e a poupança pública positiva; o Banco Central, que deve, não somente, controlar a inflação, como também administrar a taxa de câmbio, a fim de evitar sobrevalorizações, e buscar o pleno emprego. Para isso, além do instrumento clássico da taxa de juros, ele pode comprar reservas e controlar a conta capital, evitando também uma sobrevalorização da moeda, com ingresso liberado de capitais. Outro pressuposto é a taxa de juros que, mesmo sendo um instrumento para controle da inflação, deve ser mantida moderada, a fim de contribuir com o equilíbrio fiscal. E, por último, a taxa de câmbio que, mesmo em regime flutuante, deve ser rigorosamente administrada, a fim de evitar sobrevalorizações da moeda.

### 2.3. Taxas de Câmbio e Crescimento Econômico

Segundo Bresser-Pereira (2009), para um país atingir o crescimento econômico, são necessários alguns requisitos macroeconômicos: equilíbrio fiscal, taxas de juros moderadas e uma taxa de câmbio competitiva. Dentre eles, destaca-se o último, pois além de influenciar nas importações e exportações, o referido pressuposto também gera impactos sobre salários, consumo, investimentos e poupança. Nesse contexto, os autores referem ainda que os países pobres devem adotar políticas de desvalorização da taxa de câmbio real, juntamente com a liberalização do comércio, para obter melhores desempenhos econômicos.

Williamson (2003) apresenta a abordagem da taxa de câmbio como uma estratégia de desenvolvimento. Nesta teoria, a política cambial é apresentada como uma variável importante de política econômica. Entretanto, o governo deve buscar um equilíbrio na taxa de câmbio. Por outro lado, caso haja a desvalorização da moeda, isso atrairá empreendedores com a perspectiva de incentivo à exportação, resolverá o déficit de conta corrente, mas restringirá o nível de poupança prejudicando os investimentos.

Suppose the government chooses an exchange rate greater than growth-maximizing exchange rate (i.e. a more depreciated currency). Entrepreneurs would get excited by export prospects and like to invest more. However, investment would be constrained by a lack of savings; unless the government were also to adopt a tighter fiscal policy or the central bank were to tighten monetary policy, investment would be squeezed out by the lack of savings created by an increased current account surplus. Growth would again be lower (WILLIAMSON, 2003, p. 6).

Além desta abordagem da taxa de câmbio como estratégia de crescimento, existem outras três abordagens de políticas cambiais voltadas para o desenvolvimento econômico segundo Corden (1993): Abordagem da âncora cambial, em que o foco é a estabilidade de preços; abordagem da estabilidade da taxa de câmbio, que demonstra os problemas da instabilidade cambial para a economia; e abordagem das metas reais, que relaciona o papel da taxa de câmbio no equilíbrio macroeconômico.

A abordagem da âncora cambial, utilizada por países com histórico de inflação elevada, trata de fixar a taxa de câmbio à moeda de um país de baixa inflação e alta credibilidade, de forma que, segundo Corden (1993, p. 201) “that low inflation will, in effect, be imported”. Para que esta abordagem obtenha êxito, são necessários três requisitos. O primeiro deles é promover disciplina na criação de crédito, especialmente

para o setor público, caso contrário, as reservas internacionais cairão continuamente, trazendo crise e desvalorização. Em segundo lugar, deve haver compromisso da taxa de câmbio, promovendo credibilidade no mercado internacional e no mercado de trabalho. E, por último, a rigidez no mercado de trabalho, através da indexação de salários, não deve impedir ajustes reais em reação a choques adversos (CORDEN, 1993).

Abordagem da estabilidade da taxa de câmbio reflete a importância em relação ao problema de flutuação cambial, considerando que a volatilidade nem sempre representa movimentos corretivos ou descrevem a situação macroeconômica do país. Segundo Moreno<sup>2</sup> (2005), essa volatilidade é um dos motivos que incentiva os governos a intervirem no mercado cambial, ele cita algumas causas para a intervenção via bancos centrais: amortecimento simétrico da volatilidade, contrariar movimentos excessivos da taxa de câmbio ou ultrapassagem, reduzir a taxa de variação cambial (“leaning against the wind”), e fornecimento de liquidez ao mercado.

Essas oscilações da taxa de câmbio são prejudiciais ao comércio e ao mercado de capitais, logo, influenciam negativamente o crescimento econômico. A incerteza gerada pela instabilidade cambial afeta diretamente o comércio internacional e os investimentos estrangeiros diretos. Considerando a aversão natural dos agentes ao risco, as empresas podem deixar de investir, caso não seja possível mensurar a lucratividade de um projeto. O mercado de capital é afetado pela alta volatilidade cambial, visto que bancos e empresas que possuem grande parte da sua dívida em moeda externa têm seus balanços afetados negativamente. E em relação ao custo a serviço da dívida, considerando que muitos países em desenvolvimento possuem dívidas externas, mudanças bruscas nas taxas de câmbio podem afetar negativamente esse passivo (ARAÚJO, 2011).

Segundo Rossi (2015), a flutuação cambial possui um aspecto positivo, a possibilidade de absorção de choques externos. Sem tal flexibilidade, ocorre a geração mudanças bruscas nos preços relativos de ativos internacionais, que podem ocasionar pressões inflacionárias. Entretanto, assim como Corden e Moreno, Rossi também classifica como prejudicial à economia de um país o excesso de volatilidade cambial, apresentando quatro motivos para uma política cambial ativa controlar tal flexibilidade: o ciclo de preços de commodities, países com uma pauta exportadora de tais produtos possuem um fluxo de

---

<sup>2</sup> MORENO, Ramon. Motives for Intervention, Bank of International Settlements (BIS), Basel, n. 24, p. 4-18, Mai. 2005.

divisas mais volátil que países exportadores de bens industriais, por ficarem dependentes da oscilação no mercado internacional dos preços desses bens básicos; a doença holandesa, que se refere à tendência crônica de apreciação cambial característica de nações exportadoras de recursos naturais e commodities; ineficiência do mercado financeiro, políticas que busquem neutralizar distorções e tendências criadas pelo setor financeiro; e a operação de *carry trade*<sup>3</sup>, que pressionam a apreciação da moeda local principalmente em países em desenvolvimento.

A terceira e última abordagem de política cambial é a das metas reais que traz reconhecimento ao importante papel da taxa de câmbio para obtenção do equilíbrio econômico, proporcionando o alcance de metas reais. Por exemplo, se um país que se encontra com déficit em conta corrente, aplicar uma política cambial voltada para uma desvalorização nominal de sua moeda, implicará em uma desvalorização real e logo terá restaurado sua competitividade externa. Segundo Corden (1993), tal abordagem baseia-se em alguns pressupostos. Primeiro, de que exista certa rigidez entre salários nominais e preços de bens não comercializáveis com o exterior, de modo a evitar que a redução de salários reais em relação a esses bens, não seja rapidamente revertida pelo aumento de salários nominais. Segundo, que a desvalorização real crie tendências de aumentar as exportações e reduzir as importações. E, por último, como o país está sujeito a choques internos e externos, se faz necessário a possibilidade de desvalorizações cambiais.

---

<sup>3</sup> Carry trade trata-se de uma operação financeira onde o agente usufrui de diferenciais juros entre moedas. Ou seja, fica comprado na moeda do país com alta taxa de juros e vendido na moeda do país com taxa de juros baixa. Quando possui volume significativo o carry trade gera apreciação da moeda do país com juros alto.

### 2.3.1. A taxa de câmbio no centro da teoria do desenvolvimento

A partir da teoria da macroeconomia estruturalista, a taxa de câmbio é colocada no centro da teoria do desenvolvimento. Escolas anteriores (como keynesiana e estruturalista) não adotaram tal posição por acreditarem que a taxa de câmbio fosse instável somente no curto prazo. Bresser-Pereira (2012) defende a teoria da tendência cíclica à sobrevalorização da taxa de câmbio. Desta forma, para permanecer em equilíbrio, as empresas exportadoras terão suas expectativas sempre voltadas para uma taxa sobreapreciada. Entretanto, não basta simplesmente desvalorizar a taxa de câmbio, Bresser-Pereira (2012) cita que se deve buscar uma taxa situada no “equilíbrio industrial”, denominada de taxa de câmbio competitiva. Segundo ele, “funciona como uma espécie de interruptor de luz que ‘liga’ ou ‘desliga’ as empresas tecnológica e administrativamente competentes à demanda mundial” (BRESSER-PEREIRA, 2012, p. 10).

Bresser-Pereira (2012), em seus estudos, conclui que existe uma tendência à sobreapreciação cíclica da taxa de câmbio nos países em desenvolvimento. Esta, por sua vez, não varia em torno de uma taxa de equilíbrio de forma comportada, como determina a teoria clássica, nem de forma volátil, como defende os keynesianos. A este fenômeno, segundo o referido autor, atribui-se basicamente dois fatores estruturais: a doença holandesa e os fluxos de capitais atraídos pelas taxas de lucros, que tendem a ser mais apreciadas em países em desenvolvimento.

A doença holandesa, ou a maldição dos recursos naturais, é um fenômeno econômico identificado nos anos 1960 na Holanda, em que a descoberta e exploração de reservas de gás causaram apreciação na taxa de câmbio holandesa, devido ao acréscimo repentino nas exportações, provocando uma retração do setor manufatureiro do país. Desta forma, o problema ficou conhecido como *Dutch Disease*, outros países já experimentaram tal problema econômico, como a descoberta de ouro na Austrália no século XIX e o forte fluxo de ouro provindo das colônias para a Espanha no século XVI (GALA, 2006). Furtado<sup>4</sup>, (2008) em seu artigo, relaciona o caso de doença holandesa com o Brasil atual (Século XXI), em que a China demanda fortemente produtos primários brasileiros (como minérios, energéticos, adubos e fertilizantes), entretanto, com proporções muito mais

---

<sup>4</sup> FURTADO, João. Muito além da especialização regressiva e da doença holandesa: oportunidades para o desenvolvimento brasileiro. *Novos estud. - CEBRAP*, São Paulo, n. 81, p. 33-46, Jul. 2008.



limitadas dos seus efeitos do que ocorreria num país com cadeias desintegradas e sem elos dinâmicos.

A doença holandesa, segundo Bresser-Pereira (2012, p. 12), “pode ser definida como a sobreposição crônica ou permanente da taxa de câmbio de um país, causada por rendas ricardianas, oriundas de recursos abundantes e baratos”. Para ser viável a produção de bens primários, a taxa de câmbio de equilíbrio corrente deve estar mais valorizada em relação à taxa de câmbio de equilíbrio industrial. Essa, por sua vez, é o patamar do câmbio que viabiliza economicamente as empresas de bens manufatureiras a produzir. Segundo Gala (2006), essa apreciação cambial, decorrente das exportações de recursos naturais, impossibilita economicamente a produção de produtos manufaturados, fonte de inovações tecnológicas e avanços no ganho de produtividades. Esse processo de crescimento do setor de bens primários sobre os produtos manufaturados é denominado de “*crowding out*”. Essa maior rentabilidade no setor de bens não comercializáveis atrai a mão-de-obra do setor manufatureiro, gerando uma redução do emprego industrial.

Outra razão que leva a sobreapreciação cambial em países em desenvolvimento é a política de crescimento com poupança externa que, segundo Bresser-Pereira (2009), como consequência da aplicação dessa política, o país em desenvolvimento pode passar por três estágios de deterioração econômica: apreciação da taxa de câmbio, seguido por fragilização financeira internacional e, por último, crise do balanço de pagamento. Esta política causa uma elevada taxa de substituição de poupança interna pela poupança externa. Gala (2006) conceitua esta política proposta por países desenvolvidos a países em desenvolvimento, partindo do argumento convencional de que a abertura da conta capital proporcionaria um aumento de renda per capita, visando ampliar seu horizonte de investimentos produtivos de seus agentes locais. Esse aumento no investimento permitiria ao país mais pobre expandir sua capacidade produtiva através de empréstimos externos junto a países mais ricos. Para os países desenvolvidos, surgiria a possibilidade de obter retornos maiores para suas poupanças do que em seus mercados internos. Assim, os países em desenvolvimento deveriam aceitar o fato de conviverem com déficits recorrentes em conta corrente.

Bresser-Pereira e Nakano (2003) concluem que, em relação à abertura da conta de capitais, o mercado do país em desenvolvimento não é capaz de fornecer os estímulos necessários de preços relativos, para que a absorção da poupança externa seja utilizada da

forma mais adequada ao objetivo de crescimento econômico. Na prática, os autores citam que a abertura da conta de capitais, com forte fluxo de entrada de recursos externos, gera uma intensa apreciação cambial que acaba por direcionar o consumo dos agentes internos para produtos importados. Por fim, a ausência de investimentos lucrativos, agregado a um cenário de altas taxas de juros, prejudica as possibilidades de crescimentos e contribui para problemas futuros de solvência. A dívida contratada acaba por financiar o consumo (de produtos importados) deixando de gerar retorno para ajudar a saldá-la. Por fim, o aumento do passivo externo gera um ciclo econômico insustentável, acarretando problemas como crises no balanço de pagamentos.

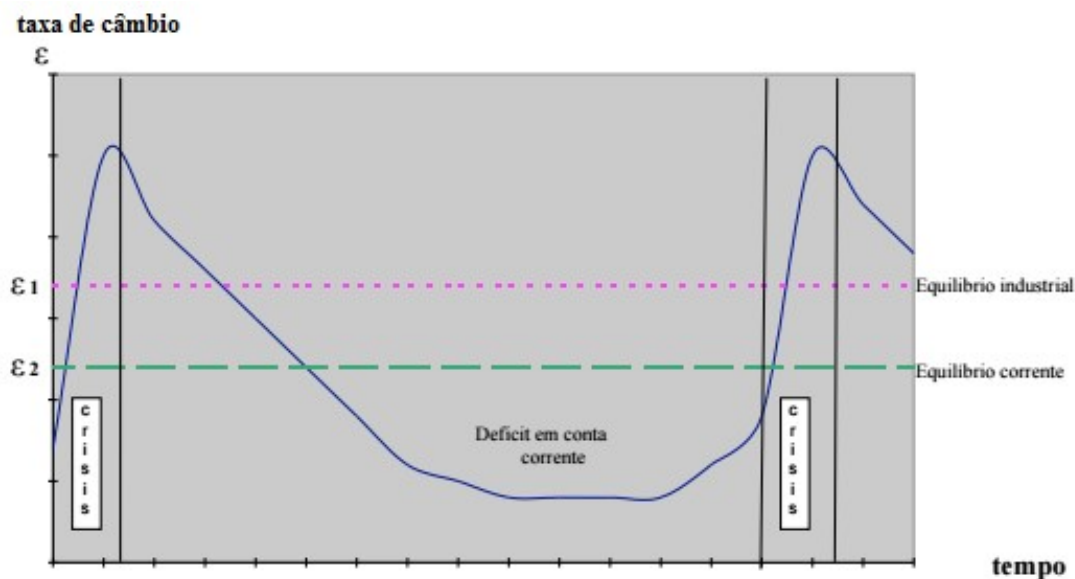
O populismo econômico também é um fator influente na apreciação da taxa de câmbio. Este foi um recurso recorrentemente utilizado nos países da América Latina na segunda metade do Séc. XX. Segundo Gala (2006, p. 20), “ao apreciar o câmbio real, o governo aumenta salários reais de forma artificial devido à redução do preço dos bens comercializáveis. O aumento de salários reais tem como consequência um acréscimo do consumo agregado, voltado para bens importados. Como a melhoria dos salários não decorre de aumentos de produtividade, o acréscimo de consumo, especialmente de bens importados, é financiado por endividamento externo.” Esta política acarreta a depreciação das reservas cambiais, juntamente com a incapacidade de manter o financiamento do setor público. Com isto, os resultados são crises de balanço de pagamentos, crises fiscais e aceleração inflacionária.

A abordagem de política cambial da âncora nominal, abordado por Williamson (2003), consiste em garantir a estabilidade de preços, fixando a taxa de câmbio em relação a alguma moeda com histórico de baixa inflação. Esse é um forte instrumento de combate a crises inflacionárias e de coordenar as expectativas dos agentes (CORDEN, 1993). Tal abordagem foi amplamente utilizada na América Latina no último século. Gala (2007) cita três grandes crises externas culminadas por, entre outros motivos, a apreciação cambial através da ancoragem nominal: México em 1994, Brasil em 1999 e Argentina em 2001.

A tendência da taxa de câmbio à sobrevalorização ocorre ciclicamente. O gráfico abaixo demonstra sinteticamente esse comportamento através do tempo. No eixo vertical, está a taxa cambial  $\mathcal{E}$  e no eixo horizontal está a variável tempo. Inicialmente, no período de crise, a moeda rapidamente se deprecia, seguido de um lento movimento de apreciação, provocado pelos diversos fatores abordados neste capítulo. A taxa de câmbio pressionada

cruza os valores considerados de equilíbrio industrial e continua a se valorizar até cruzar o equilíbrio corrente. Neste momento, o país passa a sofrer com déficits em conta corrente. Esta condição prejudica a confiança dos credores internacionais e é agravada pela crise no balanço de pagamento. A taxa de câmbio volta a se depreciar, completando o ciclo (BRESSER-PEREIRA, 2009).

**Gráfico 1: Tendência da taxa de câmbio à sobrevalorização**



Fonte: Bresser-Pereira (2009, p. 137).

Portanto, devido a esta tendência, ocorre a apreciação da taxa de câmbio, pelos mais diversos motivos, como a doença holandesa, crescimento via poupança externa, populismo cambial, política cambial de ancoragem nominal. O uso de políticas cambiais voltadas ao mercado externo obtém destaque como instrumento de indução ao crescimento econômico. Araújo (2010) ressalta a importância da política cambial relacionando os canais de influência do câmbio sobre o desenvolvimento econômico, além do estímulo às exportações e da proteção à indústria infante. Canais como do investimento, da exportação de bens não tradicionais, do desempenho do setor de bens comercializáveis, geram compensação às falhas de mercado e contratuais e às restrições de balanço de pagamentos.

Em relação ao investimento como canal de influência da taxa de câmbio real sobre o crescimento econômico, Williamson (2003) explorou essa relação através de duas vertentes. A teoria clássica, referindo que o aumento da poupança reflete em aumento nos investimentos que, por outro lado, com uma desvalorização cambial e uma melhora no

resultado de conta corrente do país, gera uma redução no nível de poupança, reduzindo a capacidade de financiar esses investimentos. E a vertente keynesiana, que defende como determinante do investimento o desejo de investir e não a relação direta com o nível de poupança, logo a depreciação da taxa de câmbio levaria ao incentivo dos agentes em investir. Outra questão abordada pelo autor é a de que, devido ao tamanho do mercado de bens comercializáveis de proporções mundiais, o estímulo à exportação desencadeia um aumento na demanda de mercados voltados a nação. No caso, o de bens não comercializáveis, que se trata de serviços como frete, transporte, logística, enfim serviços prestados a empresas exportadoras.

Araújo (2010) aborda um modelo em que o investimento possui elevada relevância na transmissão da taxa de câmbio para o crescimento econômico. Nele, a moeda depreciada reflete em aumento relativo nos preços dos produtos comercializáveis com o exterior, impactando também em menores salários reais e melhores margens de lucros e investimento. Este raciocínio demonstra como uma política cambial voltada para o exterior incentiva os investimentos e busca o desenvolvimento econômico.

A relação entre taxa de câmbio real e crescimento econômico possui um fator chave segundo Rodrik (2007), a importância do mercado de produtos comercializáveis, devido seu potencial exportador e sua dimensão mundial. Para explicar essa relação, o autor cita dois grupos de explicações: falhas contratuais e falhas de mercado. O primeiro trata de situações onde instituições fracas (contratos incompletos, corrupção, falta de mecanismos de proteção à propriedade intelectual, etc.) prejudicam os retornos dos investimentos, efeito mais afetado pelo setor de bens comercializáveis pela sua maior complexidade em relação ao setor de bens não comercializáveis. O segundo compreende falhas de mercado como imperfeições no mercado de crédito, o prêmio salarial, as externalidades de coordenação, entre outros, que comprometem o crescimento em países em desenvolvimento. Logo, uma depreciação na taxa de câmbio deve melhorar a eficiência do mercado de bens comercializáveis e estimular o investimento prejudicado pelo efeito das falhas contratuais e de mercado.

Barbosa-Filho (2006) analisa o funcionamento da restrição da balança de pagamentos nos países em desenvolvimento, com ênfase no controle da inflação e no papel da dinâmica da taxa de câmbio real. Seu argumento básico é que a gestão da inflação de curto prazo pode implicar no comportamento de longo prazo da taxa de câmbio real que,

por sua vez, pode aumentar a fragilidade financeira do país, como também pode mudar a sua restrição da balança de pagamentos ao crescimento de longo prazo. Logo, “If inflation targeting is based on an appreciated real exchange rate, the vulnerability of the economy to foreign shocks tends to increase as export growth decelerates and import growth booms”. (BARBOSA-FILHO, 2006, p. 19)

A importância do constrangimento de balança de pagamentos sobre o crescimento econômico destaca também o fator da elasticidade-renda da demanda por importações e exportações. Segundo Barbosa-Filho (2006, p. 2), “most models of the balance-of-payments (BoP) constraint on growth assume that the income elasticities of exports and imports are given in the long run, so that the growth rate of the GDP of the constrained economy is determined by the growth rate of the world income”. Entretanto, ao assumir que os parâmetros das elasticidades-renda das relações comerciais podem ser alterados pela taxa de câmbio real, uma administração desta taxa pode diminuir as restrições de balança de pagamentos. Nas palavras de Barbosa-Filho (2006, p. 17):

“Assuming that the trade elasticities can be altered by the real exchange rate, the BoP constraint is no longer immutable as in Thilwall’s and Barbosa-Filho’s models. For instance, through the proper management of exchange rates, it is possible to alleviate the BoP constraint by increasing the income-elasticity of home exports, or reducing the income elasticity of home imports. As usual the logic runs both ways, that is, an improper management of exchange rate can worsen the BoP constraint and reduce the long-run growth rate of the economy, as we will analyze in the next section.”

Por fim, outro argumento defende que alterações na taxa de câmbio, como desvalorizações, exercem efeitos positivos no ganho de produtividade no setor de bens comercializáveis com o exterior. O câmbio depreciado gera incentivos às exportações por aumentar os preços relativos dos produtos comercializáveis com o exterior e, com isso, estimula as empresas a investirem na busca de inovações tecnológicas, para aumentar sua competitividade com o mercado externo, tornando-se mais produtivas (ARAÚJO, 2010).

### **3. Avaliação empírica da relação taxa de câmbio e crescimento econômico em países latino-americanos e do sudeste asiático**

Os estudos empíricos da relação de taxa de câmbio e crescimento econômico apresentam, em sua grande maioria, a depreciação das moedas dos países asiáticos comparados à valorização das moedas de países latino-americanos e africanos no período de 1970-1999 (GALA, 2006).

Diversos estudos têm abordado a importância da competitividade da taxa de câmbio real para o caminho do desenvolvimento econômico, além de evitar crises no balanço de pagamentos, uma taxa de câmbio depreciada pode estimular o aumento de investimentos e formação de poupança (GALA, 2007). Da mesma forma, Williamson (2003), desenvolve a teoria do “development approach” para a política cambial. Um câmbio competitivo é importante para estimular a indústria local de exportações de bens não tradicionais, principalmente manufaturados.

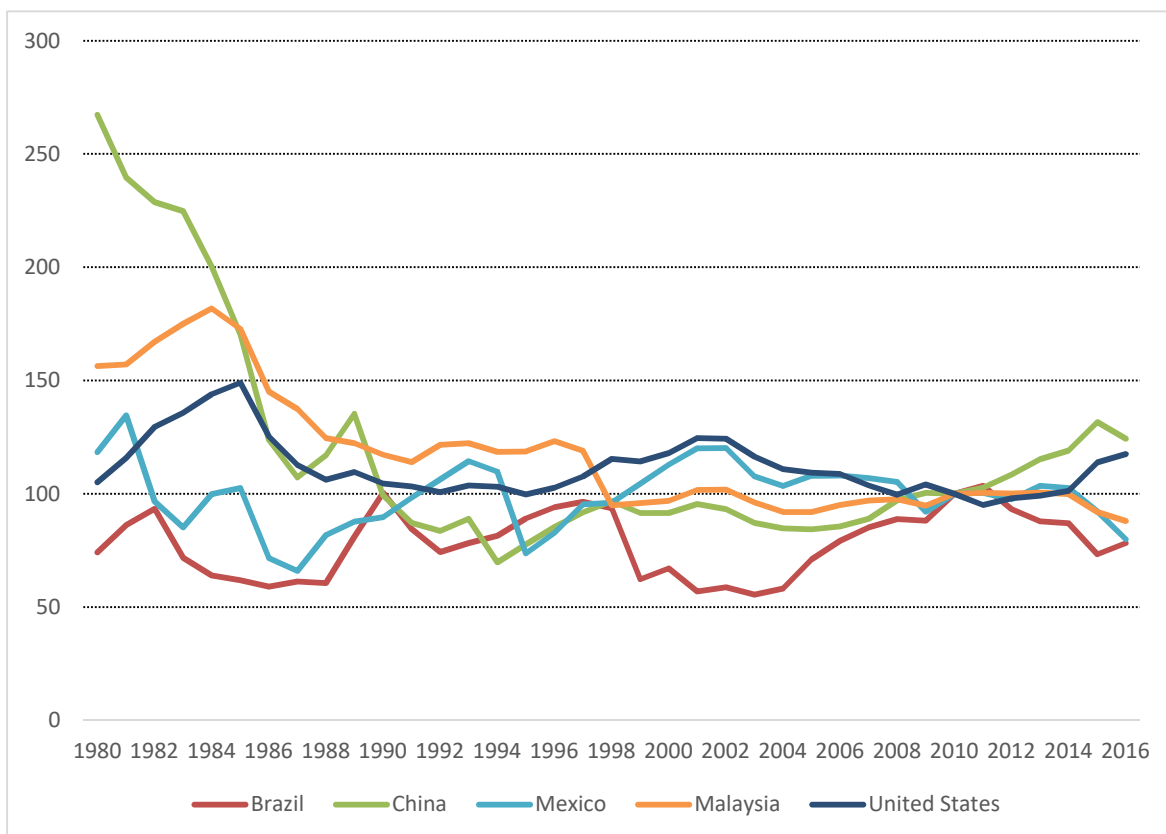
Os países asiáticos vêm obtendo crescimento econômico nas últimas décadas, baseando suas políticas em um fator macroeconômico pouco utilizado estrategicamente por outros países, a taxa de câmbio administrada. Um dos pilares desse crescimento, liderado pelas exportações, tem sido a administração da competitividade de suas moedas, segundo Gala (2007, p. 67) “A rota de *export-led growth* seguida pelos asiáticos replica o arranjo de Bretton Woods quando o marco alemão, a lira italiana e yen japonês foram fixados em níveis subvalorizados para ajudar na reconstrução do pós-guerra”.

Em relação aos países latino-americanos, diversos ciclos de apreciação são observados nas décadas finais do século XX, casos de populismo cambial nos anos 1970 e 1980, e planos de estabilização econômica na década de 1990. Na maioria dos casos de tais políticas econômicas, os resultados são estagnação e baixo crescimento econômico.

O gráfico dois apresenta a série histórica da taxa de câmbio real a partir de 1980, no qual países latino-americanos, como o Brasil e México, durante a década de 1980 principalmente, estiveram com suas taxas de câmbio consideravelmente apreciadas em relação a países asiáticos como Malásia e China. Neste período, os países asiáticos destacaram-se pelos seus resultados de crescimento econômico, demonstrando a forte correlação da taxa de câmbio real com o desenvolvimento econômico. Em boa parte dos

demais períodos, os países latino-americanos seguem com suas taxas reais de câmbio relativamente mais apreciadas que os asiáticos.

**Gráfico 2: Índice da taxa de câmbio efetiva real**



Fonte: elaboração própria com base em dados Banco Mundial.

Neste capítulo, serão abordados alguns casos de países em desenvolvimento que ilustram esta relação da variação da taxa de câmbio e crescimento econômico. Serão analisados, inicialmente, alguns países latino-americanos e, em seguida, alguns países asiáticos, selecionados de acordo com sua importância relativa.

### 3.1. Países Latino-Americanos

Os países latino-americanos, a partir da crise da dívida externa dos anos 1980, perderam seu ritmo de crescimento econômico que vinham obtendo ao longo do século XX, alguns deles entraram num ciclo de crescimento “*stop and go*”<sup>5</sup>. Muitos países passaram a sofrer com inflação fora de controle e crescimento cíclico e, a partir deste momento, surgem planos de estabilização baseado em ancoragem cambial e políticas populistas. O populismo econômico observado na América Latina no final do século XX pode ser caracterizado pela adoção de políticas econômicas, que geram apreciações cambiais com o objetivo de aumentar os salários reais ou, por consequência desses aumentos, gera prática de déficits orçamentários contínuos, sem correlação com aumentos de produtividades ou melhorias estruturais na economia. Nos planos de estabilizações, visando o controle inflacionário, foram utilizadas âncoras cambiais, ou seja, a fixação do preço de bens comercializáveis através do congelamento do câmbio nominal que, como efeito colateral, tem a perda de um importante instrumento de política econômica, o ajuste do câmbio real (GALA, 2007).

Nos casos de populismo econômico, observa-se um crescimento acelerado do PIB nos primeiros anos, seguidos de fortes ajustes recessivos. O aumento artificial dos salários reais acarreta num crescimento da demanda agregada, principalmente de bens importados. Visto que esse aumento não vem acompanhado de aumento de produtividade, este consumo que é financiado por um endividamento externo, conseqüentemente resulta numa crise no balanço de pagamentos.

A seguir, serão apresentados os casos latino-americanos da Argentina, da década de 1990, do México de 1987 e do Brasil de 1994.

#### 3.1.1. Argentina

A Argentina, no início da década de 1990, vinha de uma grave crise econômica com o índice de inflação chegando a passar de 3.000% em 1989, com histórico de baixo crescimento e tendo suspenso o pagamento da dívida externa em 1988. Em 1991, o então Ministro da Economia Domingo Cavallo implanta um regime de câmbio fixo através do

---

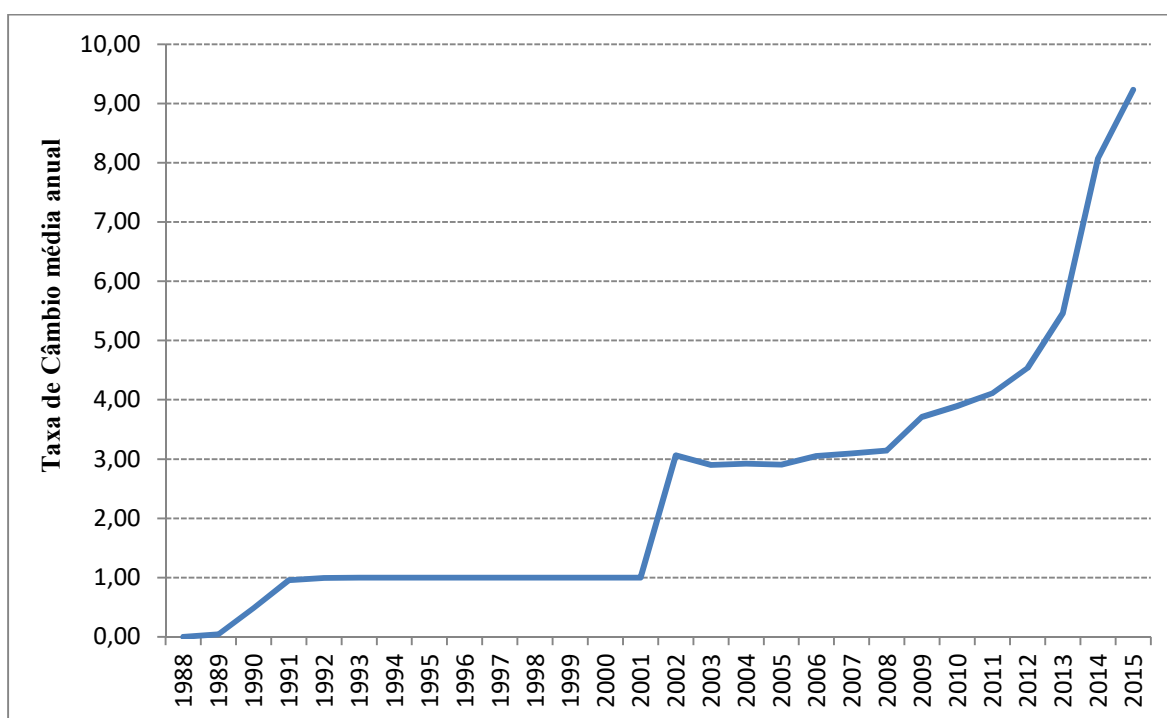
<sup>5</sup> Expressão usada para designar crescimento pouco sustentável da economia que rapidamente desacelera.



Plano de Conversibilidade, um plano econômico que seguia os ideais das reformas liberalizantes derivadas dos conceitos do Consenso de Washington. Criava-se uma paridade um por um do peso argentino com o dólar norte-americano (CUNHA e FERRARI, 2008). Esta estratégia, segundo Corden (1993), consiste na abordagem de políticas de câmbio chamada ancoragem cambial, utilizada em países com altos níveis de inflação. A fixação da taxa de câmbio, em relação a alguma moeda forte com histórico de baixa inflação, é um instrumento eficiente para conter processos inflacionários e restabelecer as expectativas dos agentes econômicos.

No gráfico abaixo, na evolução da taxa de câmbio na Argentina, nota-se que, no período de 1991 a 2001, a paridade da moeda argentina iniciado pelo Plano de Conversibilidade, também chamado de Plano Cavallo, inicialmente, fixou o peso em termos da moeda norte-americana, na proporção de 10.000 austrais por dólar e, em seguida, efetuou a troca do austral pelo peso pareado. No fim de 2001, com a crise financeira instaurada, o governo não conseguiu sustentar o câmbio fixo, levando o peso argentino a um processo de desvalorização.

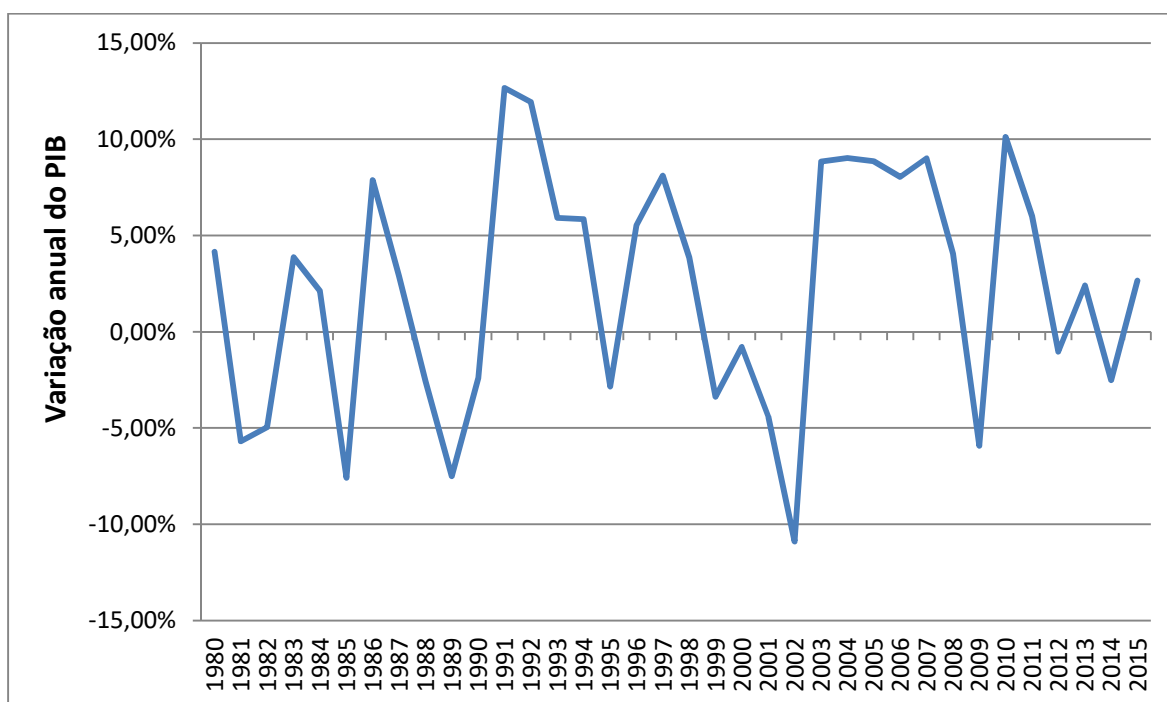
**Gráfico 3: Taxa de câmbio oficial (Peso argentino por US\$, média do período)**



Fonte: elaboração própria com base em dados Banco Mundial.

Segundo Cunha e Ferrari (2008), o Plano de Conversibilidade argentino obteve, nos primeiros anos, resultados positivos, como a redução no índice de inflação, que passou de níveis elevados, no fim dos anos 1980, para níveis de um dígito a partir de 1994. Em relação ao crescimento econômico, o PIB cresceu entre 1991 e 1998 a uma taxa média anual de 6%. Conforme o gráfico quatro, a Argentina obteve crescimento em quatro anos consecutivos, entre 1991 e 1994. Entretanto, este crescimento não foi sustentável e, no fim da década de 1990, o desemprego triplicou frente sua média da década anterior, os níveis de salários reais caíram bruscamente e o grau de desigualdade da distribuição de renda aumentou de forma inédita em relação ao seu passado recente.

**Gráfico 4: Crescimento do PIB argentino (variação % anual)**



Fonte: elaboração própria com base em dados Banco Mundial.

O plano de âncora cambial demonstrou fragilidade na capacidade de absorver os choques externos, como a crise asiática em 1997, a crise russa em 1998, e a desvalorização do Real em 1999, eventos esses que agravaram a situação de baixa liquidez financeira externa. A expansão do consumo de bens e serviços importados devido aos aumentos reais de salários contribuiu para déficits crescentes em conta corrente, que não eram suficientemente financiados pela entrada de divisas das exportações. Os investimentos não acompanharam proporcionalmente o crescimento da poupança externa, que financiava a

expansão do consumo privado, através do crescente endividamento externo, conforme Cunha e Ferrari (2008):

Os crescentes déficits em conta corrente, que ultrapassavam a casa dos 4% do PIB, traduziam a expansão nos gastos com bens e serviços do resto do mundo em uma proporção muito maior do que a capacidade do país adquirir divisas por meio das exportações. A entrada líquida de capitais pela via financeira permitiu a sustentação desse modelo, o que implicou um endividamento crescente, que fez com que: (i) a conta de juros mais do que triplicasse sua participação no total dos gastos públicos, dado que a dívida externa era predominantemente pública; (ii) a conta de juros no balanço de pagamentos passasse de uma posição deficitária de pouco mais do que US\$ 1 bilhão, no começo dos anos 1990, para uma média superior a US\$ 6 bilhões entre 1999 e 2003 (CUNHA e FERRARI, 2008, p. 50).

Esse crescente endividamento externo contou com os esforços do FMI (Fundo Monetário Internacional), que liberou diversos pacotes de ajuda financeira nos momentos mais graves da crise e dos choques externos, com a finalidade de tentar preservar o modelo argentino, considerado exemplar na instauração das reformas liberalizantes.

Nesse sentido, Portugal (1995, p. 201) afirma que “a fixação da taxa nominal de câmbio, como parte da política de estabilização, só faz sentido se acompanhada das austeridades monetária e fiscal necessárias, de forma a impedir uma excessiva sobrevalorização da moeda nacional e, conseqüentemente, acumulação de déficits comerciais crescentes”.

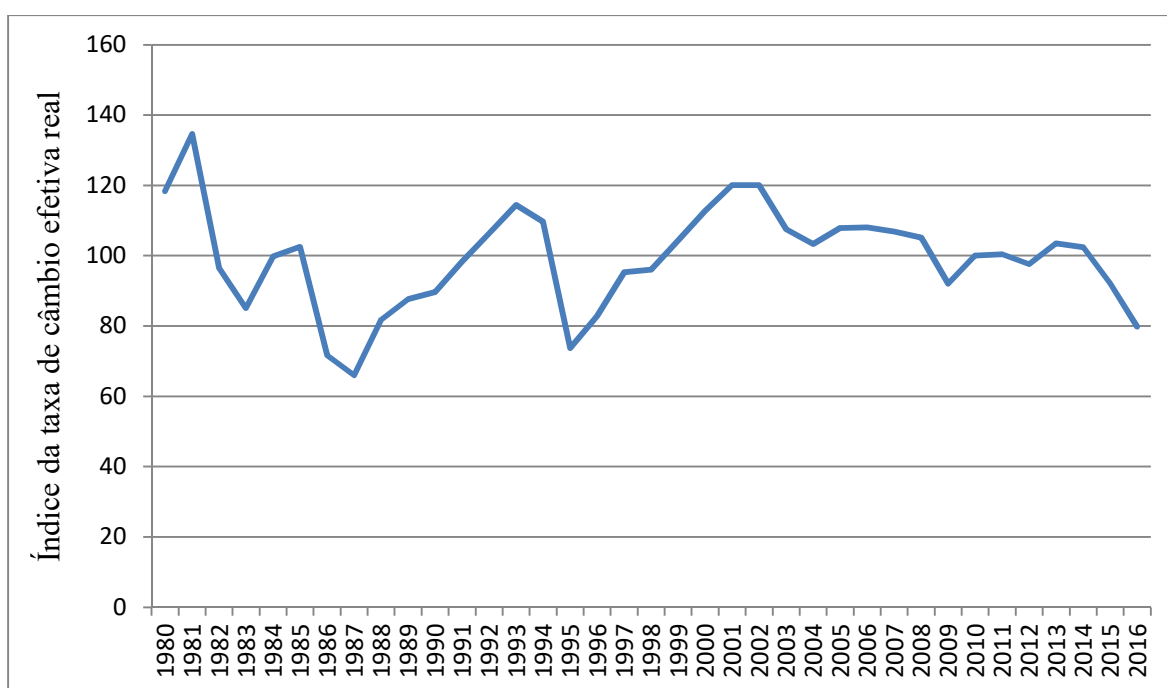
Assim sendo, a apreciação do câmbio, provocada pelo plano de estabilização, gerou um período de resultados econômicos insatisfatórios. Entre 1991 e 2001, o PIB argentino obteve uma tendência declinante ao ponto de apresentar retração entre 1999 e 2002. Reflexo da redução nas exportações provocada pelo câmbio sobrevalorizado, do aumento da dependência de poupança externa e déficits seguidos na balança de pagamentos. Segundo Bresser-Pereira e Nakano (2003), a expansão da poupança externa em países em desenvolvimento, gerada pelo fluxo de capital e taxa de câmbio sobrevalorizado, termina com uma crise na balança de pagamentos, seguidos de uma desvalorização cambial e aplicação de políticas fiscais e monetárias rígidas.

### **3.1.2. México**

O México, assim como outros países latino-americanos, também teve experiências econômicas liberais no final do século XX. Em 1987, foi implantado um plano de

estabilização com origem no Pacto de Solidaridad Económica<sup>6</sup> (PSE), no momento que a taxa de inflação mensal mexicana chegou a atingir 15,5%, baseado em uma política de congelamento de preços, salários e tarifas públicas, o plano obteve êxito no controle inflacionário já no seu primeiro ano. Em relação à política cambial do PSE, foi estabelecida, no final de 1987, uma desvalorização cambial de 22%, esta foi seguida por duas pequenas correções em 1988 de 2% e, ainda, em 1988, com a implantação de um novo plano, o Pacto para La Estabilidad y El Crecimiento Económico (PECE), ocorreu mudanças no controle cambial. Inicialmente, foi estipulado um sistema consistido de pequenas desvalorizações diárias, e em 1992, implantado um sistema de bandas deslizantes, em que o limite superior era ajustado diariamente para cima e deixava o piso fixo (PORTUGAL, 1995). No gráfico cinco, verifica-se o movimento de apreciação cambial controlada pelo governo entre 1988 a 1994.

**Gráfico 5: Índice da taxa de câmbio efetiva real do México (2010 = 100)**



Fonte: elaboração própria com base em dados Banco Mundial.

Contudo, apesar do PSE ter obtido êxito no controle inflacionário e controle das contas públicas, os ajustes cambiais efetivados não impediram a apreciação da taxa de

<sup>6</sup> O Pacto de Solidaridad Económica foi implantado em dezembro de 1987 entre o governo mexicano e líderes dos setores agrários, de negócios (empresários) e de trabalho (sindicatos). Seu objetivo era corrigir as finanças públicas, restringir a política monetária, corrigir a inércia salarial, regular preços de setores líderes, liberalizar o comércio e adaptar medidas para controle dos preços.

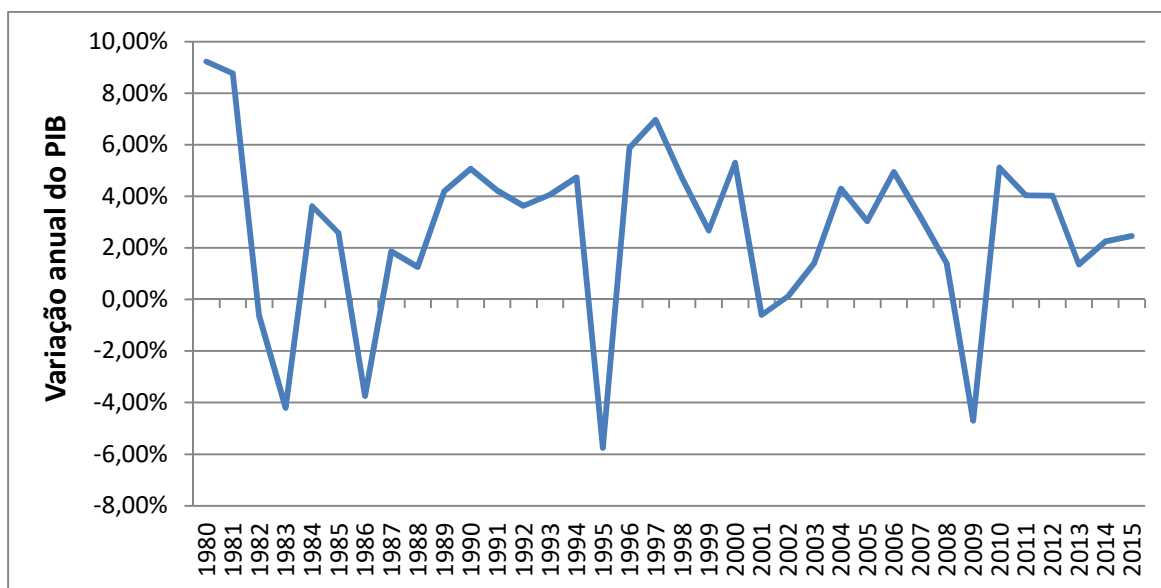
câmbio real. Segundo Portugal (1995, p. 202) “quando associamos esses números da sobrevalorização cambial ao processo de abertura comercial implantado, que reduziu a tarifa de importação máxima de 40% para 20%, fica fácil explicar o grande aumento das importações ocorrido em 1988, que, dada a estagnação das exportações, provocou uma substancial redução do superávit comercial naquele ano”. Esse crescimento das importações de bens comercializáveis foi bem superior ao crescimento das exportações puxado pelo petróleo, desta forma, o México acumulou déficits crescentes na balança comercial entre 1988 e 1993, sendo financiado pelo capital financeiro de curto prazo atraído pelas privatizações e perspectivas de crescimento econômico.

Após sucessivos déficits de conta corrente, resultando uma crise de balança de pagamentos, gerando desindustrialização, dependência dos produtos estrangeiros e também dependência de capitais estrangeiros, o México sofre uma grave crise econômica em 1994. Segundo Baeza<sup>7</sup> (1998), essa crise teve entre suas causas a impossibilidade de seguir cobrindo o déficit em conta corrente. A política neoliberal de combate à inflação e sua tentativa de manter o peso mexicano pareado a uma moeda forte como o dólar americano, não condizia com a real inflação, o que levou a um aumento nas importações que, por sua vez, demandou divisas além do necessário para o pagamento da dívida externa.

---

<sup>7</sup> BAEZA, A. V. Neoliberalismo x Intervencionismo no México: o retorno da mão invisível. Leituras de Economia Política, Campinas, n.5, p. 65-78, dezembro 1998.

**Gráfico 6: Crescimento do PIB mexicano (variação % anual)**



Fonte: elaboração própria com base em dados Banco Mundial.

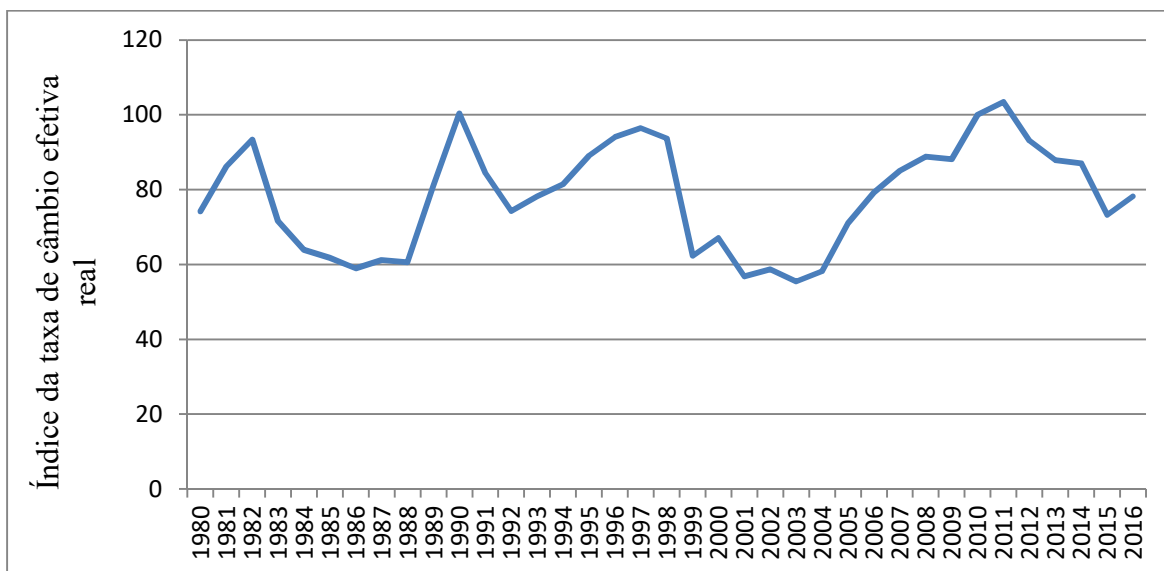
Pode-se concluir que, apesar do sucesso inicial dos planos econômicos mexicanos, o crescimento econômico obtido entre 1989 e 1990 não evoluiu nos próximos anos, de tal forma que em 1995 resultou na crise e queda no PIB de -5,76%. O modelo de estabilização inflacionária gerou uma valorização do câmbio real e aumentou as importações, gerando concorrência à indústria local e, com isso, redução nos investimentos e desindustrialização. Logo, este modelo não se tornou sustentável no longo prazo, pois os déficits gerados na balança de pagamentos enfraqueceram a economia mexicana.

O comportamento da taxa de câmbio real mexicana nas últimas décadas reflete diversos momentos de apreciação cambial, como o período de 1998 a 2003, considerando a influência do câmbio sobrevalorizado sobre o crescimento econômico. Neste mesmo período, o México obteve resultados inconsistentes, podendo ser considerado o padrão *stop and go*. Nos demais anos, mantido o mesmo padrão cambial, o México não consegue desempenhar um crescimento econômico desejado, validando a teoria da relação taxa real de câmbio e desenvolvimento econômico.

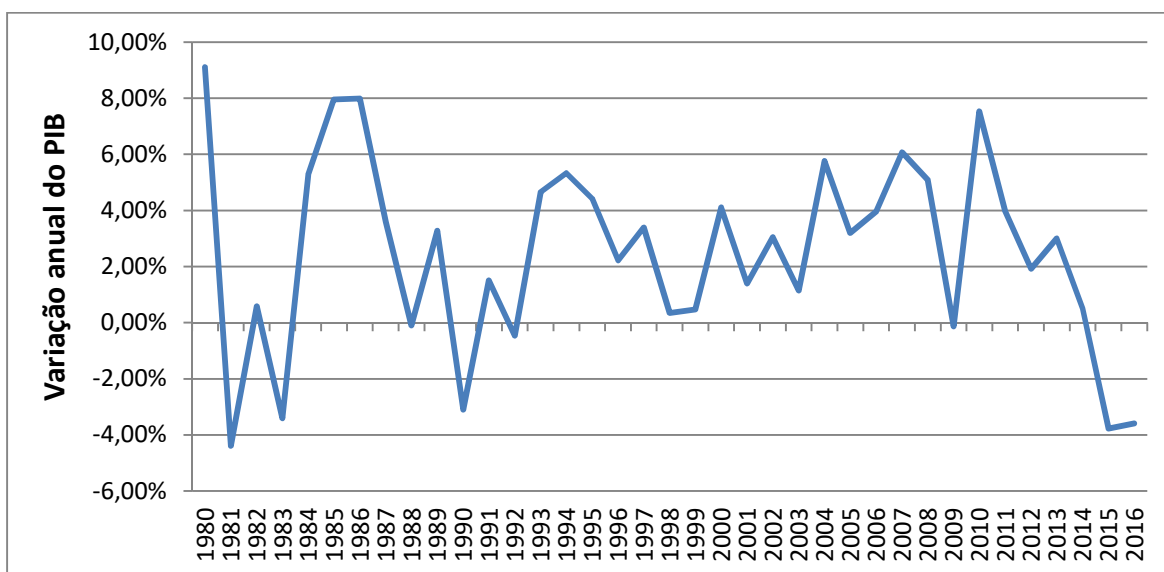
### 3.1.3. Brasil

O Brasil, no final da década de 1980 e início dos anos 1990, passava por um severo processo inflacionário, quando em 1994 é lançado o Plano Real, voltado para estabilização da economia. Entretanto, diferentemente dos demais planos criados até o momento, como o Plano Cavallo na Argentina e o plano mexicano, o Plano Real, segundo Portugal (1995), iniciou pela busca do equilíbrio das contas públicas antes de remover o componente inercial da inflação e, em segundo lugar, a utilização de um ajuste de preços relativos, a Unidade Real de Valor (URV), antes da troca de moeda foram os diferenciais do programa. Entretanto, a âncora cambial também era seu principal elemento, assim como nos planos latino-americanos anteriores. No caso brasileiro, foi ainda mais forte do que nos demais países com a banda cambial informal, chegando em 0,85 a 0,83 reais/dólar nos primeiros meses do plano. Em parte, isso se deu em função do superávit comercial e da forte entrada de capital estrangeiro, mas também foi pelo fato de o Banco Central parar de atuar no mercado de câmbio.

Durante os primeiros anos do Plano Real, o câmbio manteve-se controlado pelo governo até 1998. Conforme visto no gráfico sete, no início do Plano Real, em 1994, apesar do déficit comercial devido ao aumento substancial de importações, as exportações chegaram a aumentar 4,53%. Entretanto, a sucessão de déficits na balança comercial, que atingiu em 1998 o valor de US\$ 6,6 bilhões, foi um dos motivos para a liberalização do câmbio e desvalorização da moeda no início de 1999. Desta forma, foi substituída a âncora cambial por um sistema de metas de inflação, baseado em um único instrumento, a taxa de juros.

**Gráfico 7: Índice da taxa de câmbio efetiva real do Brasil (2010 = 100)**

Fonte: elaboração própria com base em dados IPEADATA.

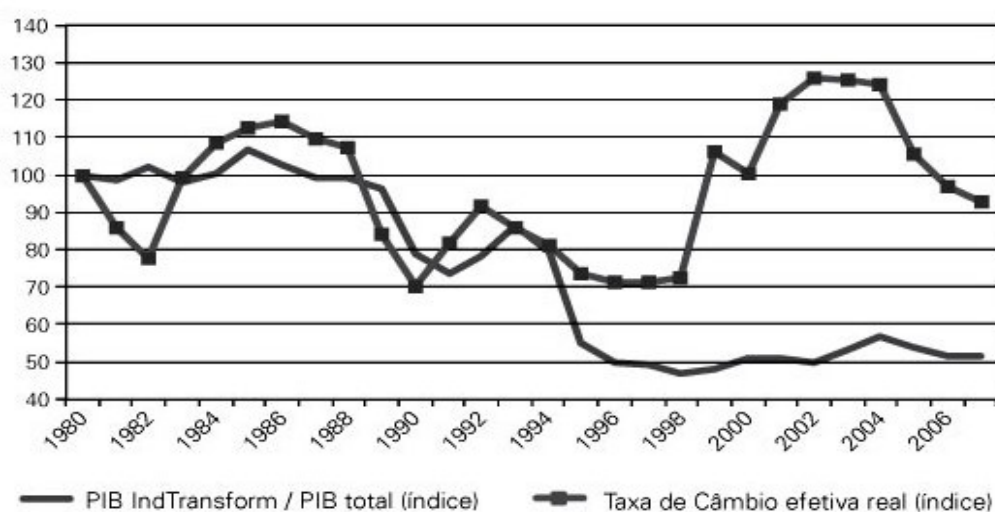
**Gráfico 8: Evolução do PIB brasileiro (variação % anual)**

Fonte: elaboração própria com base em dados IPEADATA.

Embora o Plano Real tenha atingido seu objetivo primordial de conter a inflação, se obteve, nos primeiros anos, um crescimento de 3,05% em 1993 e 3,72% em 1994, não conseguindo estabelecer uma sustentabilidade nos resultados. Araújo et al.(2012), elenca alguns fatos para ajudar a explicar a inconsistência nos resultados econômicos brasileiro, como a forte queda da participação da indústria de transformação no PIB entre 1980 e 2008.



**Gráfico 9: Taxa de Câmbio Efetiva Real e Participação da Indústria de Transformação no PIB**



Fonte: Araújo et al. (2012) através de dados de IPEADATA.

O gráfico acima mostra a evolução da participação da indústria de transformação no produto total brasileiro, em conjunto com a evolução da taxa real de câmbio. Pode-se apurar que, até o ano de 1993, o comportamento de ambos os índices era similar em tendência. A partir deste momento, o valor adicionado da indústria no PIB se mostra com pouca sensibilidade ao regime de câmbio vigente. Esse comportamento aponta para uma desindustrialização relativa da economia brasileira pós Plano Real. Araújo et al. atribuiu a este processo o fato de que a indústria brasileira não estava preparada para as mudanças de regime cambial, a configuração da indústria de transformação ainda estava estruturada no modelo do processo de substituição de importações e não devidamente preparada para a abertura comercial.

Dessa maneira, o Brasil, devido ao período de câmbio apreciado, não obteve condições de consolidar um crescimento econômico sustentável. O fato de ter seguidos déficits na balança comercial e em conta corrente provocou o aumento de sua poupança externa e, embora a moeda apreciada criasse condições da indústria importar maquinários e tecnologia, houve redução do setor manufatureiro.

### 3.2. Países do Sudeste Asiático

Entre 1965 e 1990, as principais economias do sudeste asiático, Japão, Coréia do Sul, Taiwan, Cingapura, Hong Kong, Indonésia, Malásia e Tailândia, cresceram em termos per capita 5,5% ao ano no período. Mesmo com a crise de 1997, esses países obtiveram um crescimento maior do que os latino-americanos na década de 1990. Recentemente, a China está obtendo padrões de crescimento semelhante aos seus vizinhos asiáticos. Os motivos de tal crescimento econômico são amplamente discutidos e muitos economistas relacionam o papel da intervenção do estado como fator responsável a esse sucesso. Destaca-se também a importância da estabilidade econômica e a busca pela competitividade na taxa de câmbio (GALA, 2007).

O crescimento econômico dos países asiáticos ficou conhecido pelo modelo *export-led growth*<sup>8</sup>, em que se destaca a importância da política cambial. Muitos países asiáticos valeram-se de políticas cambiais ofensivas para amenizar os efeitos negativos da abertura comercial, estimulando a formação de um setor de bens comercializáveis dinâmico, a acumulação de capitais e a criação de inovações tecnológicas. Após passarem por uma fase de substituição de importações, alteraram sua estratégia para industrialização com promoção de exportações, criando uma série de estímulos para as indústrias ligadas ao setor. Desta forma, Gala (2010, p. 224) conclui:

“O modelo de relativo controle de capitais, câmbio administrado e competitivo e inserção da produção manufatureira na economia mundial parece, portanto, caracterizar a estratégia macroeconômica seguida com sucesso pelos países no Leste Asiático no período que vai de meados dos anos 1970 até o final dos anos 1990. O contraste com os ciclos de apreciação cambial e crise na América Latina é marcante”.

A seguir, serão analisados alguns casos de países asiáticos que ilustram a relação de taxas de câmbio competitiva e crescimento econômico.

#### 3.2.1. Coréia do Sul

A Coréia do Sul é um caso clássico asiático de crescimento via exportações. O banco central coreano intervém frequentemente no mercado de câmbio, a fim de manter o

---

<sup>8</sup> A estratégia *export-led growth* é utilizada por alguns países em desenvolvimento, consiste em encontrar um nicho na economia mundial para certo tipo de exportação, e as indústrias que produzem podem receber subsídios governamentais.

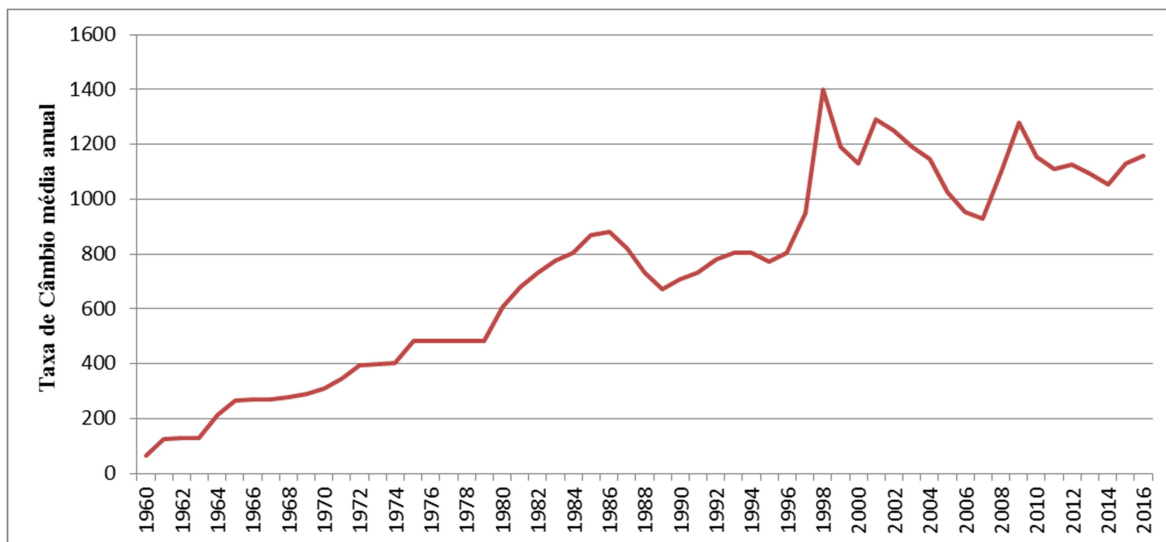
won estável. Mesmo passando por um ciclo de apreciação cambial na década de 1990, devido ao bom desempenho das exportações, o governo interveio para manter a moeda estável. Essas intervenções eram frequentes, segundo Gala (2007, p. 77) “a estratégia de compra de reservas foi permanente e no ano de 1993 o Banco Central comprou mais de 1,8 bilhão de dólares em apenas um dia”.

Segundo Prates (2007), a Coréia do Sul é um dos poucos países em que as intervenções cambiais são de decisão do governo e do banco central, da mesma forma em que as reservas são de propriedade dos mesmos. Entretanto, as instituições têm que consultar uma a outra antes de intervir, e não há divulgação da estratégia utilizada nem das intervenções realizadas.

Entre 1995 e 1997, alguns países asiáticos passaram por uma apreciação cambial, quando o dólar americano se valorizou muito forte frente ao Yuan chinês, esta variação cambial teve impacto na crise de 1997. Essa crise causou impacto em um dos únicos anos da segunda metade do século XX, em que a Coréia do Sul teve uma retração no seu PIB, em 1998 o índice recuou -5,47%.

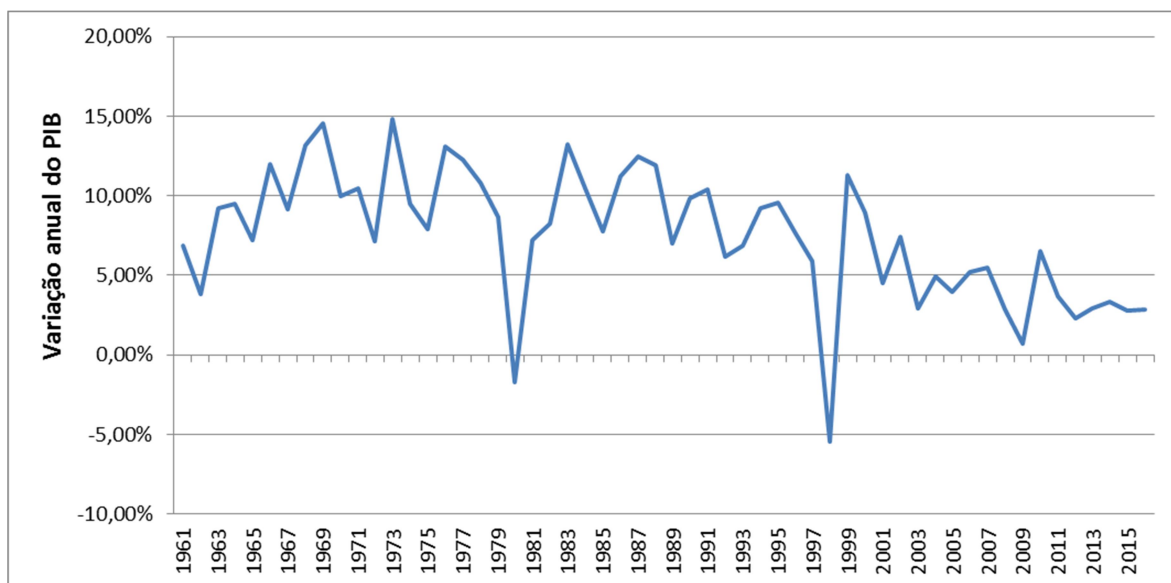
Nos anos de 1979 e 1986, as intervenções cambiais na Coréia do Sul chegaram a desvalorizar nominalmente a moeda em 45%, conforme o gráfico onze, garantindo recuperação econômica neste período, com uma média de 8,06% de crescimento do PIB.

**Gráfico 10: Taxa de câmbio oficial da Coréia do Sul (Won por US \$, média do período)**



Fonte: elaboração própria com base em dados Banco Mundial.

**Gráfico 11: Evolução do PIB sul-coreano (variação % anual)**



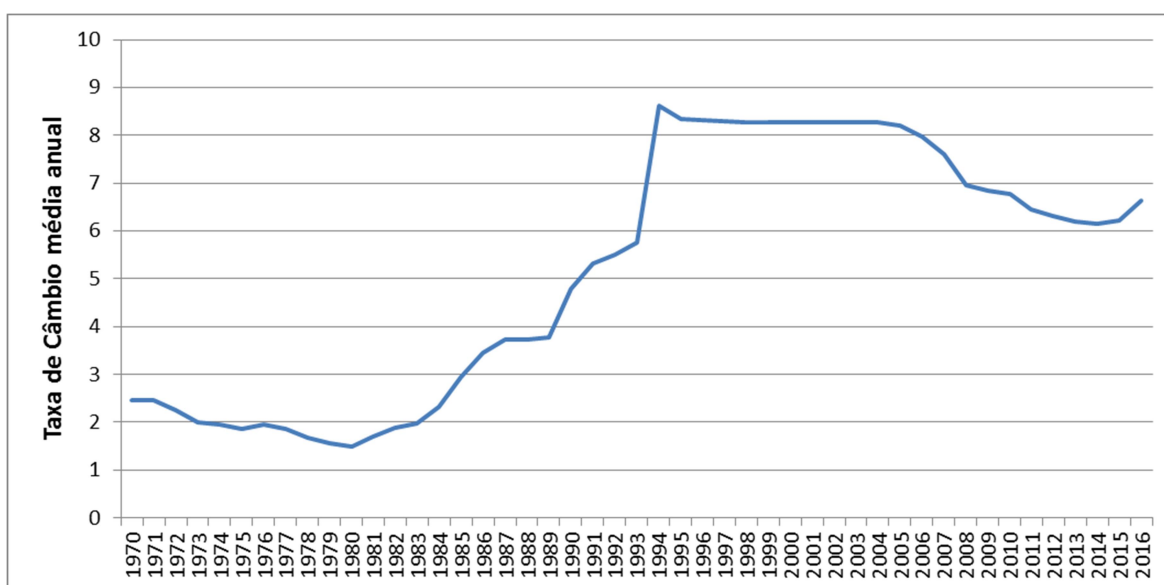
Fonte: elaboração própria com base em dados Banco Mundial.

Contudo, a Coréia do Sul vem estabelecendo crescimento em sua economia a uma taxa média de 7,50% ao ano entre 1960 e 2016, considerando que, neste longo período, só registrou retração em dois momentos distintos, em 1980, ano de intervenção militar, e 1998, reflexo da crise asiática.

### 3.2.2. China

A China é um caso de sucesso na utilização da estratégia de política cambial a favor das exportações. Segundo Gala (2007), a China utiliza-se da política de desvalorização cambial desde o final dos anos 1970, o que tem levado a um crescimento sustentado de seu estoque de capital e produto. O gráfico treze demonstra este crescimento consistente em que, de 1970 e 2016, a economia chinesa obteve avanços médios de 9,19% ao ano.

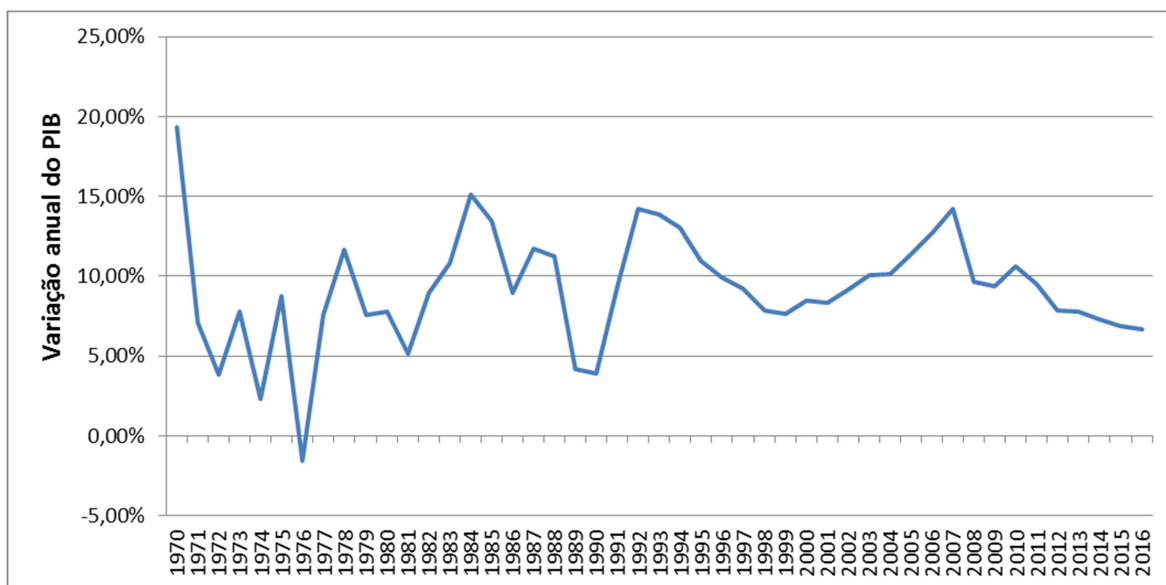
**Gráfico 12: Taxa de câmbio oficial (Yuan por US \$, média do período)**



Fonte: elaboração própria com base em dados Banco Mundial.

A China adotou, em 1994, um regime cambial considerado como um sistema de câmbio flutuante, administrado com uma banda restrita e implantado após um pequeno período de depreciação cambial, em que sua moeda, Yuan, perdeu 33% de seu valor em apenas no ano de 1994 conforme o gráfico doze. Após esse evento, ela manteve-se estável até 2005, quando a China, pressionada pela Organização Mundial do Comércio e Estados Unidos, alterou a forma de vinculação da sua moeda. Esse controle sobre a taxa de câmbio chinesa só foi possível devido a sua crescente e volumosa reserva internacional e pelo controle de entrada e saídas na conta de capitais (FERRARI FILHO e PAULA, 2006).

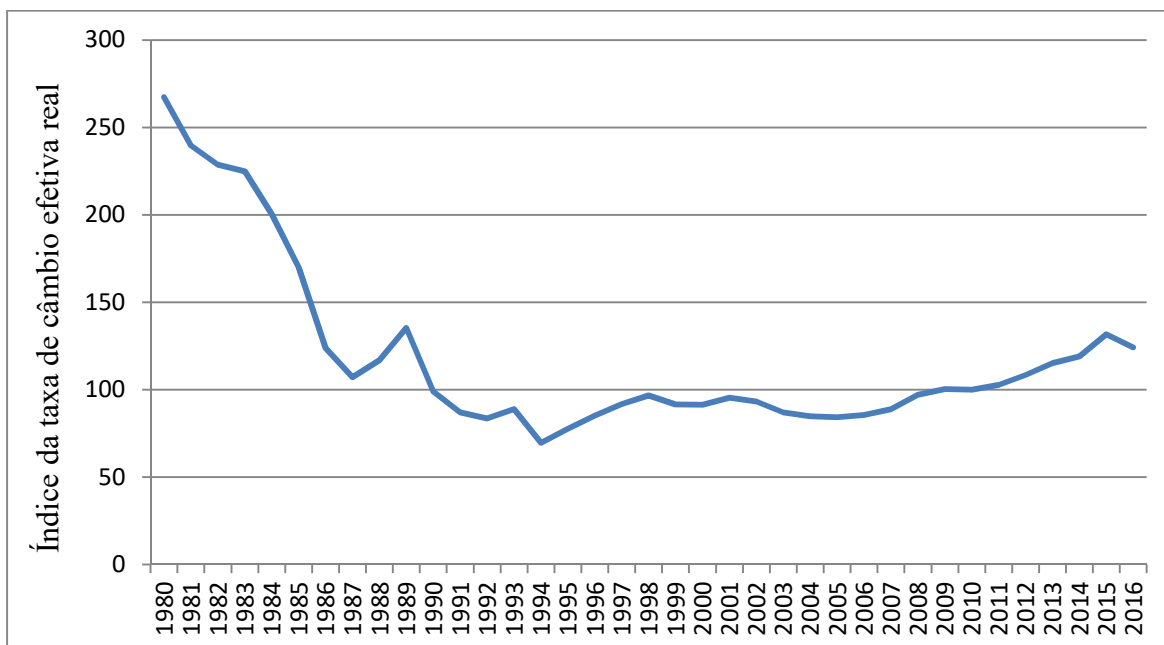
**Gráfico 13: Evolução do PIB chinês (variação % anual)**



Fonte: elaboração própria com base em dados Banco Mundial.

Segundo Ferrari Filho e Paula (2007), atualmente, a taxa de câmbio real chinesa é considerada desvalorizada, baseada no índice de preços ao consumidor, nos anos 1980 e 1990, devido às fortes desvalorizações no câmbio nominal e, em meados de 1997, devido ao crescimento da inflação. A atual política cambial e de controles de capital da China tem permitido atingir alguns objetivos econômicos, como isolar o país de contágios de crises externas e manter um câmbio real depreciado, favorecendo, assim, um bom desempenho do setor exportador e, por último, a manutenção do câmbio nominal estável. No contexto da crescente abertura comercial, em conjunto com uma taxa de juros baixa e estável, esse sistema tem possibilitado o controle da taxa de inflação.

**Gráfico 14: Índice da taxa de câmbio efetiva real da China (2010 = 100)**



Fonte: elaboração própria com base em dados Banco Mundial.

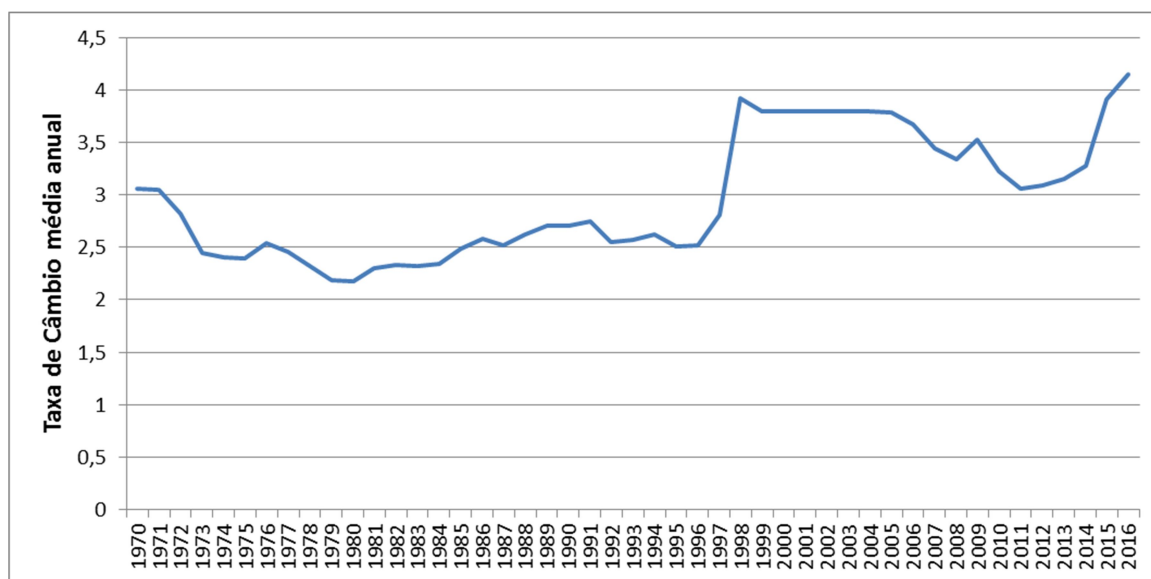
O gráfico catorze expõe a desvalorização da taxa chinesa de câmbio real na década de 1980, o que acontece até a atualidade. Ao se relacionar o gráfico acima com o referente à variação anual do PIB, percebe-se que coincide com o período em que os seus resultados começaram a aumentar, até atingir a marca de 15% em 1984. Esta comparação ilustra a forte relação da taxa de câmbio real com o desenvolvimento econômico.

Portanto, a estratégia chinesa, que segue os princípios sul-coreanos e japoneses de controle do câmbio permanentemente desvalorizado e controle do fluxo de capitais, tem obtido um crescimento sustentado e promovido aumento nas exportações e investimentos.

### 3.2.3. Malásia

A Malásia, após ter sua moeda sobrevalorizada na década de 1970, passou a controlar a trajetória da taxa de câmbio real. Conforme o gráfico quinze, o ringgit chegou a sua menor cotação em 1980, quando bateu o valor de 2,17 por dólar americano.

**Gráfico 15: Taxa de câmbio oficial (Ringgit malaio por US \$, média do período)**



Fonte: elaboração própria com base em dados Banco Mundial.

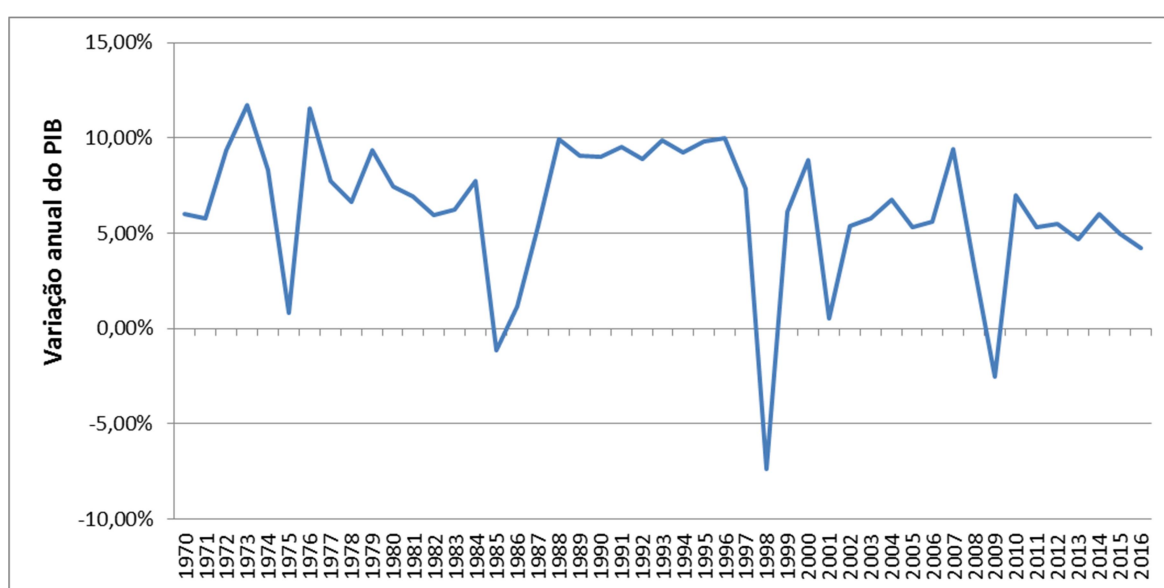
Durante o Segundo Plano da Malásia, entre 1971 e 1975, o governo instituiu a Nova Política Econômica, que enfatizava uma industrialização acelerada. Este plano atingiu parcialmente seus objetivos com crescimento médio do PIB de 7,3%, graças ao aumento da formação bruta de capital fixo e, com isso, das exportações. O processo de modernização malaio se atribui à gestão de Mahathir Bin Mohamad, de 1981 a 2003, em que se fomentou a industrialização pesada, direcionada à exportação. Até então, a indústria malaia era baseada no processamento de matéria-prima e na produção de manufatura leve. Para superar os entraves do setor industrial, o governo, na década de 1980, objetivou uma maior liberalização do investimento estrangeiro, incentivando a utilização de materiais locais como insumos. Além disso, um dos fatores do crescimento malaio foi a política cambial colocada em prática na metade da década de 1980, que depreciou consideravelmente o ringgit (GOMES E NUNES, 2008).

A abertura comercial da Malásia proporcionou benefícios à economia com acesso a novos mercados, entretanto, deixou-a vulnerável a choques em termos de troca, que provocaram algumas recessões na década de 1970 e 1980, como a queda do crescimento



em 1985, com retração de -1,12%. Essas oscilações fizeram com que o país a buscase diversos empréstimos no exterior na década de 1980. Segundo Gomes e Nunes (2008), juntamente a essas operações, a alta taxa de juros doméstica causou um forte influxo de capital externo que, para manter a situação econômica controlada, foi colocada em prática uma política monetária restritiva e um gerenciamento da taxa de câmbio. Outro momento de queda brusca no crescimento malaio foi em 1998, depois da crise asiática, em que o PIB recuou 7,4%. O colapso na Tailândia e o contágio exacerbado pelo comportamento de manada resultaram no estouro da bolha no preço de ativos do leste asiático.

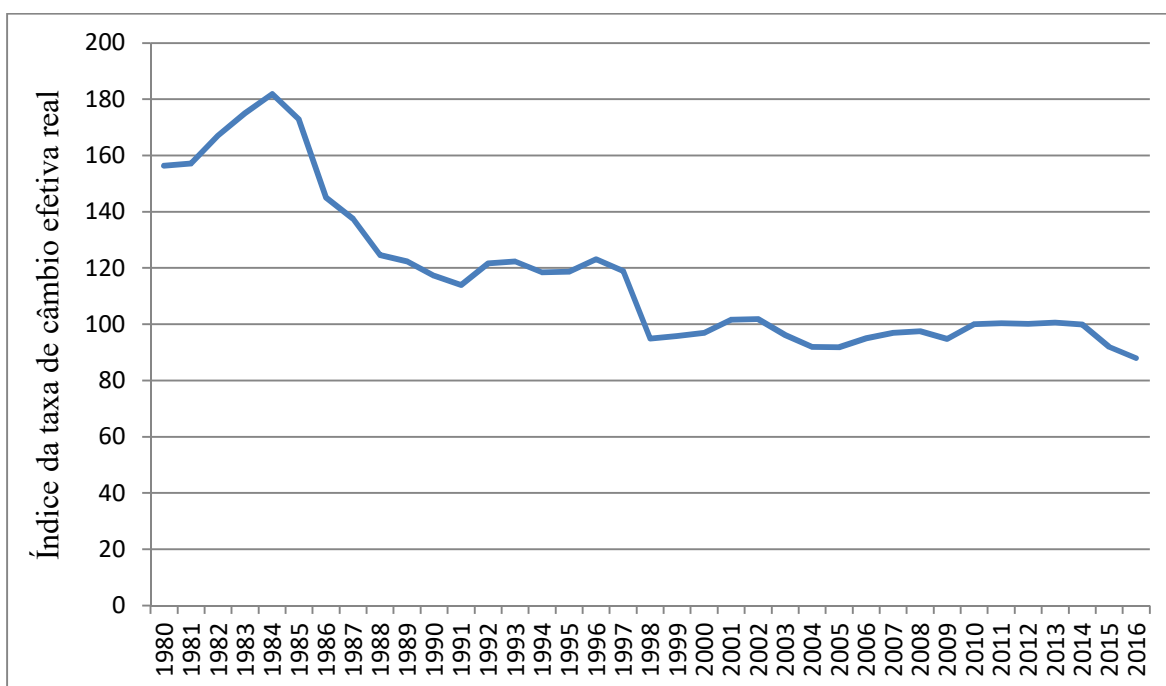
**Gráfico 16: Evolução do PIB malaio (variação % anual)**



Fonte: elaboração própria com base em dados Banco Mundial.

A manutenção de uma taxa de câmbio competitiva sempre foi um dos objetivos do governo malaio, conforme sua estratégia de crescimento baseada em exportações. O banco central atua de forma veemente para evitar a apreciação da moeda e reduzir sua volatilidade. Entretanto, entre 1986 a 2000, o país teve quatro regimes cambiais diferentes: flexibilidade limitada de 1986 a 1990, rigidez cambial de 1990 a 1992, regime de bandas de 1992 a 1998 e atrelagem ao dólar americano de 1998 a 2000. Considerando que o país já possuía uma taxa de câmbio real desvalorizada na metade da década de 1980, esta estratégia foi intensificada após a crise asiática no fim da década de 1990. Este modelo permitiu uma rápida recuperação já em 1999, com um crescimento de 6,14% no PIB, devido às exportações que subiram 12% entre 1999 a 2000 (GOMES E NUNES, 2008).

**Gráfico 17: Índice da taxa de câmbio efetiva real da Malásia (2010 = 100)**



Fonte: elaboração própria com base em dados Banco Mundial.

Assim sendo, o crescimento malaio é inegável, promovendo a transição de um país pobre e predominantemente agrário para um país industrializado. A ação governamental é indiscutível. A busca pela estabilidade econômica e a abertura comercial são fatores chaves para esse resultado. Para atingir tais objetivos, o uso da política cambial foi importante, proporcionando expansão das exportações e avanços tecnológicos. O gráfico dezessete aponta o movimento de depreciação da moeda iniciada nos anos 1980, momento em que é colocado em prática um novo plano, que visava acelerar a industrialização do país.

Com isso, a Malásia também reforça a tese da influência da taxa real de câmbio sobre o crescimento econômico, ampliação da indústria e desenvolvimento tecnológico.

#### 4. Conclusão

O presente trabalho teve como objetivo central discutir a importância da variável macroeconômica taxa de câmbio no crescimento econômico em países em desenvolvimento e emergentes. A relevância do tema justifica-se pelo surgimento crescente literatura e pelos resultados positivos de países asiáticos que praticaram políticas cambiais, com objetivos de desvalorizar suas moedas intencionalmente. Nesses estudos, a relação da taxa de câmbio com o crescimento começou a ganhar destaque com o trabalho de Dollar<sup>9</sup> (1992) que, através de cálculos econométricos, constatou que, de 117 países desenvolvidos e em desenvolvimento analisados, 95 apresentaram acentuada correlação entre crescimento econômico e orientação para o mercado externo. No âmbito nacional, Bresser-Pereira (2009) é um dos precursores da teoria da taxa de câmbio como variável política estratégica para o crescimento.

Primeiramente, foram apresentadas as teorias desenvolvimentistas, iniciando pela macroeconomia estruturalista de desenvolvimento que coloca a taxa de câmbio no centro da teoria do desenvolvimento econômico. Segundo Bresser-Pereira (2012), a taxa de câmbio tem a tendência natural de sobrevalorizar em países em desenvolvimento devido a dois fatores estruturais, a doença holandesa e a política de crescimento com poupança externa. Na sequência, apresentou-se a teoria do novo-desenvolvimentismo, que defende o modelo exportador, considerando superado o modelo de substituição de importações. O modelo rompe com as teorias do antigo desenvolvimentismo e a ortodoxia convencional, principalmente, na questão de administrar a taxa de câmbio e defender taxas de juros de curto prazo moderadas.

A taxa de câmbio, no centro da teoria do desenvolvimento, reflete a proposta do novo-desenvolvimentismo e defende um modelo exportador, tendo em vista que o modelo de substituição de importações está superado. Considerando o papel-chave que a taxa de câmbio exerce na política econômica, foram apresentados os canais que propagam sua influência sobre o desenvolvimento econômico como o investimento, a exportação de bens não tradicionais, desempenho do setor de bens comercializáveis, compensação às falhas de mercado e contratuais, e as restrições de balança de pagamentos.

---

<sup>9</sup> DOLLAR, David. "Outward-oriented Developing Economies Really Do Grow More Rapidly: Evidence from 95 LDCs, 1976-1985." In *Economic Development and Cultural Change* 40: 523-544, 1992.

No capítulo seguinte, foi realizada uma análise empírica dos países, em que políticas cambiais influenciaram positivamente ou negativamente o desempenho da economia. Os países latino-americanos, até 1980, vinham obtendo bons resultados referente às políticas voltadas para a indústria ou substituição de importações. Com diversos casos de inflação fora de controle, no início dos anos 1990, surgem diversos casos de populismo cambial e planos de estabilização com ancoragem cambial. A Argentina, no fim da década de 1980, sofreu uma crise econômica com casos de hiperinflação, após a implantação de um plano de estabilização, o país passa uma década com câmbio fixo e apreciado. Durante este período, obteve um comportamento conhecido como “*stop and go*”, ou seja, pequenos resultados positivos de crescimento sem consistência. Até que 2001, o país é abatido por uma severa crise com uma retração na economia de – 10,89% em 2002. Após vários anos de câmbio apreciado, o crescimento de importações não acompanhado de aumento nas exportações criou uma dependência por poupança externa, que culminou em uma severa crise na balança de pagamentos, mesmo após diversas ajudas do Fundo Monetário Internacional.

Outros dois casos latino-americanos se assemelham ao da Argentina, México em 1987 e Brasil em 1994 tiveram planos de estabilização econômica para contenção da inflação fora de controle, o diferencial do México foi a utilização de bandas deslizantes invés de câmbio fixo. Ambos não consolidaram um crescimento econômico regular, sendo que o Brasil registrou dois anos seguidos de retração, em 1998 e 1999. Similar ao caso argentino, o fluxo elevado de importações levou a crises na balança de pagamento.

Os países do leste asiáticos obtiveram crescimentos econômicos substanciais na segunda metade do século XX, tais resultados somente foram interrompidos em 1997, quando a crise econômica na Tailândia transbordou seus efeitos para os vizinhos asiáticos. A Coreia do Sul pratica políticas cambiais desde a década de 1960, com intervenções no mercado de câmbio frequentes, o governo administra sua moeda mantendo-a desvalorizada, esta estratégia incentiva o crescimento das exportações e, como consequência, o país cresce a uma média mensal de aproximadamente 8%. China e Malásia são outros casos de destaque para o controle da moeda desvalorizada, que vêm obtendo crescimentos com elevadas médias anuais. Esses países diferenciam-se por terem utilizado por um período um sistema de câmbio flutuante, com uma banda restrita, que mantinha as taxas reais de câmbio depreciadas, mesmo assim, seus resultados continuaram

satisfatórios, salvo o período da crise asiática. China teve um crescimento médio de 9,19% ao ano entre 1970 a 2016, e Malásia 6,27% ao ano entre 1970 a 2016, essas médias são bem superiores a países latino-americanos que praticaram políticas cambiais estabilizadoras.

Em síntese, os resultados obtidos das análises realizadas validam a teoria da influência da taxa de câmbio sobre o crescimento econômico. As questões abordadas na pesquisa bibliográfica foram observadas nos dados analisados. O crescimento das exportações e o aumento dos investimentos são exemplos dos benefícios de uma política cambial ativa. A evolução tecnológica dos países que focaram sua produção em bens comercializáveis, como o caso da Coreia do Sul, também valida essas teorias abordadas no presente trabalho. Portanto, a correlação entre taxas de câmbio depreciadas e crescimento econômico não pode ser rejeitada, considerando as análises preliminares deste trabalho.

### Referências Bibliográficas:

ARAÚJO, Eliane Cristina de. Nível do câmbio e crescimento econômico: teorias e evidências para países em desenvolvimento e emergentes. **Revista de Economia Contemporânea**, Rio de Janeiro, v. 14, n. 3, p. 469-498, Dez. 2010.

ARAÚJO, Eliane Cristina de. Volatilidade Cambial e Crescimento Econômico: Teorias e Evidências para Economias em Desenvolvimento e Emergentes (1980 e 2007). **Revista EconomiA**, Brasília, v. 12, n. 2, p. 187-213, mai.-ago./2011.

ARAUJO, Eliane; BRUNO, Miguel; PIMENTEL, Débora. Regime cambial e mudança estrutural na indústria de transformação brasileira: evidências para o período (1994-2008). **Rev. Econ. Política**, São Paulo, v. 32, n. 3, p. 424-444, Set. 2012.

BANCO MUNDIAL. **World Bank national accounts data and OECD National Accounts data files**. Disponível em: <<http://data.worldbank.org/indicator>>. Acesso em 05 de junho de 2017.

BARBOSA-FILHO, Nelson. H. Exchange Rates, growth and inflation, presented in the annual conference on development and change ACDC, Campos do Jordão, Nov. 2006.

BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos. **Globalização e Competição**: Porque alguns países têm sucesso e outros não. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos. A taxa de câmbio no centro da teoria do desenvolvimento. **Estudos Avançados**, São Paulo, 26 (75): 7-28, 2012.

BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos; GALA, Paulo. Macroeconomia estruturalista do desenvolvimento. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 30, n. 4 (120), p. 663-686, out. – dez. 2010.

BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos; NAKANO, Yoshiaki. Crescimento Econômico com Poupança Externa? **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 23, n. 2 (90), abr.-jun. 2003.

CONCEIÇÃO, Octavio Augusto Camargo. A economia brasileira e as mudanças estruturais pós anos 1980: novo paradigma, novas instituições ou novo desenvolvimentismo? **Revista Economia & Tecnologia (RET)**, Curitiba, v. 9, n. 1, p.117-136, Jan./mar. 2013.

CORDEN, Warner Max. Exchange rate policies for developing countries. **The Economic Journal**, Baltimore, v. 103, n. 416, p. 198-207, 1993.

CUNHA, André Moreira; FERRARI, Andrés. As origens da crise Argentina: uma sugestão de interpretação. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 17, n.2 (33), p. 47-80, ago. 2008.

FERRARI FILHO, Fernando; PAULA, Luiz Fernando de. Regime cambial, conversibilidade da conta de capital e performance econômica: a experiência recente de Brasil, Rússia, Índia e China. **Câmbio e controle de capitais: avaliando a eficiência de modelos macroeconômicos**. Rio de Janeiro: Campus-Elsevier, p. 184-221, 2006.

GALA, Paulo Sérgio de Oliveira Simões. Dois padrões de política cambial: América Latina e Sudeste Asiático. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 16, n. 1 (29), p. 65-91, abr. 2007.

GALA, Paulo Sérgio de Oliveira Simões. **Política cambial e macroeconomia do desenvolvimento**. 2006. 165 f. Tese (Doutorado) – Escola de Economia de São Paulo. Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2006.

GALA, Paulo. "Propostas para uma Política Cambial com Foco no Desenvolvimento Econômico", in IPEA (org.), **Macroeconomia para o Desenvolvimento: Crescimento, Estabilidade e Emprego-Livro 4**, Projeto Perspectivas do Desenvolvimento Brasileiro, pp. 213-235, Rio de Janeiro, 2010.

GOMES, Cleomar; NUNES, Clemens. Uma análise da estratégia nacional de desenvolvimento da Malásia. **Rev. Econ. Política**. São Paulo, v. 28, n. 4, p. 577-594, Dez. 2008.

IPEADATA. Base de dados macroeconômica. Disponível em: <  
<http://www.ipeadata.gov.br/>> Acessado em 05 de junho de 2017.

MOLLO, Maria de Lourdes Rollemberg; FONSECA, Pedro Cezar Dutra. Desenvolvimentismo e novo-desenvolvimentismo: raízes teóricas e precisões conceituais. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 33, n. 2 (131), p. 222-239, abr./jun. 2013.

OREIRO, José Luís. Autonomia, fragilidade e equilíbrio: a teoria dos controles de capitais. In: SICSÚ, João; FERRARI FILHO, Fernando. **Câmbio e controles de capitais: Avaliando a eficiência de modelos macroeconômicos**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006.

PORTUGAL, Marcelo Savino. Estabilização de preços, âncora cambial e balanço de pagamentos: Brasil, Argentina e México. **Indicadores Econômicos FEE**, Porto Alegre, v. 23, n. 2, p. 200-223, jul./set. 1995.

PRATES, Daniela M. A gestão do regime de câmbio flutuante nos países emergentes. **Texto para discussão**. Campinas, n. 133, 2007.

RODRIK, Dani. “Growth Strategies”, John F. Kennedy School of Government, Harvard University, Draft, August, 2004.

ROSSI, Pedro. Política cambial no Brasil: um esquema analítico. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 35, n. 4, p.708-727, out. 2015.

SICSÚ, João; PAULA, Luiz Fernando de; MICHEL, Renaut. Por Que um Novo-Desenvolvimentismo? **Jornal dos Economistas**, Rio de Janeiro, n. 186, p. 3-5, jan. 2005.

VERÍSSIMO, Michele Poline; XAVIER, Clésio Lourenço. Tipos de commodities, taxa de câmbio e crescimento econômico: Evidências da maldição dos recursos naturais para o Brasil. **Revista de Economia Contemporânea**, Rio de Janeiro, v. 18, n. 2, p. 267–295 mai./ago. 2014.

WILLIAMSON, John. Exchange rate policy and development, presented in Initiative for Policy Dialogue Task Force on Macroeconomics. Nova York, 2003.