

# DE BRETTON WOODS AO REGIME DE BANDAS CAMBIAIS: ANÁLISE DA TAXA DE CÂMBIO NO BRASIL DE 2009 A 2019

## FROM BRETTON WOODS TO THE EXCHANGE BAND REGIME: ANALYSIS OF THE EXCHANGE RATE IN BRAZIL FROM 2009 TO 2019

*Emerson Davi Pereira Braz*<sup>1</sup>

**RESUMO:** O presente trabalho tem como objetivo exibir brevemente como foi definido o modelo de regime cambial internacional logo após Segunda a Guerra Mundial, como também analisar os principais regimes cambiais e seus métodos gerais de funcionamento ao longo do século XX, além do mais exibir parte da contribuição do pensamento que esteve em evidência em Bretton Woods. Esta pesquisa tem como objetivo analisar parcialmente os resultados das variações da taxa de câmbio essencialmente no entretanto 2009-2019, durante os Governos Dilma-Temer. Outrossim, busca trazer parte da discussão que a variação cambial ao longo do período teve sobre a economia brasileira.

**PALAVRAS-CHAVE:** Brasil; câmbio; política macroeconômica; Dilma-Temer;

**ABSTRACT:** This paper aims to briefly show how the model of international exchange rate regime was defined shortly after World War II, as well as to analyze the main exchange rate regimes and their general methods of operation throughout the 20th century, in addition to showing part of the contribution of the thinking that was in evidence at Bretton Woods. In addition, this research aims to partially analyze the results of exchange rate variations essentially between 2009-2019, during the Dilma-Temer Governments. Furthermore, it seeks to bring part of the discussion that the exchange rate variation over the period had on the Brazilian economy.

### 1. INTRODUÇÃO

No ano de 1944, no Estado de New Hampshire, localizado ao norte dos EUA, reuniram-se na cidade de Bretton Woods, os 44 países aliados que eram contra o bloco formado pelos países do Eixo durante a Segunda Guerra Mundial com o intuito de estabelecer os novos moldes do sistema monetário internacional, e assim impedir as crises resultantes da Grande Depressão em 1929.

<sup>1</sup> Graduando em Ciências Econômicas pela Pontifícia Universidade Católica de São Paulo (PUC-SP). Membro do Grupo de Pesquisa Desenvolvimento Econômico e Política Econômica da pós-graduação (DEPE PUC-SP), que desenvolve todo mês o Boletim de Conjuntura Econômica. Bolsista do Programa de Incentivo a Pesquisa da Fundação São Paulo (FUNFAP) entidade mantenedora da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo (PUC-SP)

<https://doi.org/10.36311/1982-8004.2020.v13n1.p59-76>



This is an open-access article distributed under the terms of the Creative Commons Attribution License.

A preocupação com o retorno do baixo crescimento da década de 30, atrelados ao desemprego que assolou os países desenvolvidos, era uma inquietação real. Entre 1929 (ano do *Crash*) e 1933 (ano da implementação do *New Deal*), os EUA cresceram em média, (-7,25%,) ao ano segundo o *Bureau of Economic Analysis* (2019). A demanda havia sido inflada durante a segunda guerra, e os países desenvolvidos temiam que as dificuldades anteriores voltassem. Por isso, o tema central em Bretton Woods foi o debate sobre o Pleno Emprego e como alcançá-lo.

Na conferência de Bretton Woods, além do debate sobre o desemprego e a redução do crescimento dos países, havia a apreensão diante do comportamento do sistema monetário internacional. Os meios criados e utilizados até então deixavam expostos os riscos que assolaram a Crise de 29: o padrão-ouro e o sistema de câmbio livre. Diante desta preocupação, surgiram da conferência instituições que teriam o objetivo de estimular e socorrer países desenvolvidos e em desenvolvimento perante crises domésticas, por esse motivo ocorre a criação do Fundo Monetário Internacional (FMI) e o Banco Mundial.

Diante da discussão sobre os métodos de pagamento que estavam em vigor no mundo, o padrão-ouro de conversibilidade, que foi utilizado entre 1870 e 1914 com certa estabilidade, perdeu a hegemonia durante o período de guerras, em que a desordem desestabilizou o sistema de conversibilidade internacional instituído pela Inglaterra, que até o período era a maior economia do mundo. O padrão-ouro definia que a oferta de moedas deveria ser baseada na quantidade de reservas em ouro que o país tivesse, e que, se o país obtivesse déficits no balanço de pagamentos, ou seja, importasse mais do que exportasse, deveria vender reservas em ouro para estabilizar o déficit em conta corrente. Os países que tinham a balança comercial superavitária, tornavam-se compradores de ouro no sistema internacional, podendo assim financiar o investimento, estabelecendo uma nova oferta de moedas, e aumentando a liquidez do sistema doméstico. Os países que tinham déficits em conta corrente e estivessem atrelados ao padrão-ouro, deveriam estabelecer taxas de juros elevadas para atrair a quantidade de moeda necessária que sanasse as contas no balanço de pagamentos. O regime cambial no mundo do padrão-ouro era fixo, e cada país deveria estabelecer o valor da paridade de sua moeda em relação ao ouro.

John Maynard Keynes, representante britânico, se colocou como oposição ao padrão-ouro durante a Conferência de Bretton Woods, definindo que o sistema monetário internacional era um problema para o desenvolvimento econômico, correspondente de dois principais motivos: a escassez da oferta de moeda e as políticas para o equilíbrio do balanço de pagamentos no padrão-ouro. Ao atrelar a quantidade de moeda ao ouro, havia uma limitação do crescimento econômico diante da oferta de moeda, visto que esta não era estabelecida pelas economias em crescimento, e sim pela oferta de ouro, ou seja, o crescimento estava diretamente atrelado a uma característica exógena e escassa do sistema monetário de cada país. As transações eram limitadas ao número de reserva de valor que a economia tinha em poupança, reduzindo a capacidade da utilização da política monetária

no alcance do pleno emprego e de ação diante de crises. O segundo motivo, está vinculado com a política que deveria ser adotada pelo país que não dispõe de reservas necessárias para estabilizar o saldo do balanço de pagamentos, visto que, havendo déficit em transações correntes, o país deveria adotar medidas de austeridade fiscal que possibilitassem o aumento das reservas, mas que seriam consequentemente danosas ao alcance do pleno emprego

Perante os objetivos estabelecidos em Bretton Woods, de prevenir as recessões anteriores à segunda guerra mundial e reestruturar os meios de pagamento que haviam sido rompidos (o padrão-ouro), surgiram duas propostas que merecem o devido destaque: a proposta britânica, dirigida por John Maynard Keynes e a norte-americana, proposta por Harry Dexter White, que foi a escolhida para ser adotada. Contudo, as medidas Keynesianas eram mais ousadas, como indica Fernando J. Cardim (2004, p. 7):

Uma peça essencial daquele conjunto era a proposta de criação de uma Câmara de Compensações Internacionais (International Clearing Union, ICU), que centralizaria todos os pagamentos concernentes a exportações e importações de bens, serviços e ativos. Os bancos centrais nacionais seriam os membros dessa Câmara e realizariam os pagamentos internacionais do mesmo modo que bancos domésticos fazem pagamentos entre si.

Além disso, havia a ideia da criação de uma moeda escritural para a transação única entre os bancos centrais, que acertariam os balanços de suas transações correntes atreladas aos depósitos à vista concedidos entre as nações. Relações comerciais de bens e serviços que envolvessem a conversibilidade entre moedas deveriam ser convertidas aos seus correspondentes bancos nacionais, que as transformariam nesta moeda escritural e novamente repassariam a quantidade devida ao balanço do banco central correspondente a nação que deveria receber o pagamento.

Desta maneira, o aumento da liquidez (e a redução, caso necessário) estaria diretamente atrelado à movimentação destas instituições, que estabeleceriam a quantidade de moeda que deveria ser emitida e distribuiriam o peso da emissão com as outras instituições, visto que a *International Clearing Union (ICU)*, seria a responsável pelo nível de liquidez da economia global, evitando problemas de desvalorização monetária por parte de países que emitem reservas de valor. Esta unidade monetária teria o nome de *Bancor*.

Todavia, a proposta de Harry Dexter White estabeleceu que deveria haver uma maior concentração do controle monetário da economia em uma nação estável e que os EUA seria esta economia, que poderia seguir com o mundo para a redução do desemprego e melhora das condições de vida, visto que era a nação com o desempenho econômico que representou grande parte do financiamento, da produção e do comércio ao longo das guerras e no período; a redução de tarifas e abertura comercial também estavam contidas no plano, ligado com a criação de instituições que possuíam reservas

e estariam a serviço a “reconstrução do mundo” que fora afetado pela Segunda Guerra: o Fundo Monetário Internacional e o Banco Mundial. Assim o dólar americano estabeleceu-se como a principal moeda nas transações financeiras internacionais.

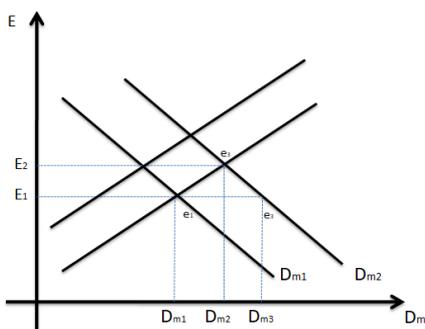
O câmbio ficou definido como um regime de *câmbio fixo ajustável*, que substituiu o modelo padrão-ouro, estabelecendo o modelo padrão-dólar, no qual as moedas nacionais atrelariam a conversão à moeda americana, que estaria atrelada ao ouro. Os Bancos Centrais poderiam fazer a conversão de suas reservas em ouro para dólar e vice-versa. Este regime coincide com o período de prosperidade do capitalismo, os chamados *Golden Ages*, e a conversibilidade do padrão-dólar-ouro foi rompida em 1971.

## 2. O REGIME DE CÂMBIO FIXO

A taxa de câmbio é o preço de uma moeda doméstica em relação a uma moeda estrangeira. Trata-se da quantidade necessária para a relação de troca entre duas unidades monetárias diferentes. Existem basicamente três tipos de regimes cambiais que vigoraram ao longo do século XX e que se sustentam nos dias atuais: câmbio fixo, livre e o regime de bandas cambiais.

O regime de câmbio fixo determina o preço de troca de uma moeda por meio da decisão da autoridade monetária vigente. É estabelecido o preço de troca entre uma moeda através da arbitrariedade do governo presente, de acordo com a política cambial definida. Sendo assim, o preço da moeda doméstica em relação a estrangeira é convertido para os valores fixados, no qual o Banco Central atua como regulador da oferta de moeda com os agentes econômicos mantendo a paridade estabelecida.

Figura 1 – Comportamento do mercado de câmbio em um regime de câmbio fixo.



De autoria própria com base na figura 23.1, p. 364. Economia Monetária e Financeira (CARVALHO, 2015)

Desta forma, em um regime cuja política cambial é fixa, se houver uma variação na demanda por moedas como no gráfico, deslocando-se de  $D_{m1}$  para  $D_{m3}$ , sem acontecer o aumento da taxa de câmbio, o Banco Central deverá regular o mercado

de oferta de moeda estrangeira para garantir a paridade. Caso haja o aumento da taxa de câmbio, deslocando-se de  $E_1$  para  $E_2$ , haverá retração da demanda por moedas ( $D_m$ ), deslocando o ponto de equilíbrio para  $e_3$ .

Portanto, o equilíbrio do mercado de câmbio em um regime de câmbio fixo é coordenado pela estratégia adotada pela autoridade monetária, sendo assim, a mesma deve manter reservas suficientes em moeda estrangeira para cobrir as distorções no balanço de pagamentos que acontecem devido a injeção ou contração de divisas no mercado monetário, como explicita João Sicsú (2015):

Duas características importantes do regime de câmbio fixo, à diferença do regime de flutuação, a saber: a) a fixação da taxa de câmbio é responsabilidade das autoridades monetárias - e não do mercado e; b) o Banco Central precisa dispor de reservas nacionais para intervir no mercado de câmbio e com isso garantir a manutenção da paridade fixa (SICSÚ, 2015, p. 367).

### 3. O EXPERIMENTO DO CÂMBIO FLUTUANTE

No início da década de 70, o padrão-dólar estabelecido em Bretton Woods estava próximo do seu fim. Com o trato feito em BW, de que o dólar seria a moeda que serviria de paridade e reserva de valor no cenário internacional, as políticas expansionistas dos EUA ao longo do período e a demanda internacional por moeda permitiram aumentos da liquidez no mundo. Os mercados fora dos EUA começaram a realizar operações financeiras com o dólar (empréstimos e financiamentos) sem emitirem a moeda, contribuindo para o descontrole da oferta de moeda, e, simultaneamente, contribuindo com a importação da inflação dos EUA (que vinha em expansão) e exportando inflação para outros países (mercados além da Europa).

Assim como pode ser observado n Figura 2, de 1960 até 1968, a inflação norte-americana esteve em média entre 2% e 2,5%, obtendo tendência de aumento daí em diante. O início da década de 70 marca o fim da paridade.

Figura 2 - Comportamento da inflação nos EUA de 1960 a 1985



Fonte: bea.gov; de autoria própria

O mercado de crédito entre instituições com moeda norte-americana fora dos Estados Unidos ficou conhecido como mercado de Eurodólares, bem como contribuiu para a desregulação da política monetária norte-americana e para o fim do padrão-dólar, como ressalta Paul Krugman,

O acelerado crescimento monetário norte-americano fomentava a inflação dentro e fora do país, deixando os governos estrangeiros cada vez mais relutantes em continuar importando a inflação norte-americana por meio das taxas de câmbio fixas (KRUGMAN, 2005, p. 415-421).

Com o rompimento da paridade dólar-ouro nos EUA, os regimes cambiais migraram do câmbio fixo para o flutuante a partir dos anos 70. O regime de câmbio flutuante não é atrelado a uma reserva de valor e sua taxa passa a ser estipulada pela oferta e demanda de moeda no mercado. Os favoráveis ao regime de câmbio flutuante estipulam que, ao não conter um lastro em outra moeda, reserva de valor ou uma cesta de moedas, o sistema monetário que utiliza a moeda doméstica tem maior controle sobre as flutuações de preço e menor sensibilidade a crises na moeda lastreada, ao mesmo tempo que não importariam junto com a moeda a inflação (ou deflação) de um índice de preços estrangeiro. Com o regime de câmbio flutuante, uma apreciação ou depreciação em moeda estrangeira seria menos impactante na moeda doméstica.

O papel dos bancos centrais em um regime de câmbio teria menos relevância se comparado a condução diante de um regime de câmbio fixo, visto que a oferta e a demanda por moeda seriam definidas no mercado, e conseqüentemente determinariam a taxa de câmbio, deixando os Bancos Centrais livres para perseguir a menor inflação possível. Uma das maiores críticas ao sistema de câmbio flutuante é referente a sua imprevisibilidade. Os agentes econômicos temiam que para o comércio mundial houvesse uma maior dificuldade para o estabelecimento de preços, visto que haveria uma variação maior diante dos preços de mercado, diferentemente do padrão fixo, que permitiu aos negociadores fazerem projeções futuras a preços fixos, definindo o *mark-up* de um produto com maior precisão.

No decurso da década de 70, com a elevação do preço de venda do barril de petróleo, principalmente em 1973 e 1979, aprontado pela Organização dos Países Exportadores de Petróleo (OPEP), entidade responsável pela maior parte da porcentagem da extração e comercialização da matéria prima no mundo, resultou no aumento da inflação nos países importadores de petróleo. Estes dependiam do insumo para a geração de energia de suas indústrias, e com a elevação do preço da *commoditie* tiveram que reescalonar o custo de produção para os preços, assim, contribuindo para o aumento da inflação nestes países, principalmente entre 1973 e 1975. A partir de 1975 a situação inflacionária e de contenção de danos dos países importadores/industrializados seria

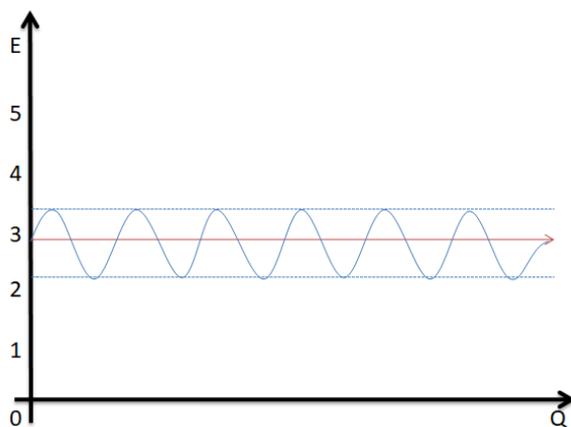
atribuída, por parte dos economistas, aos efeitos positivos da flutuação do câmbio, que pôde rapidamente estabelecer preços competitivos de acordo com a oferta e demanda dos produtos. Contudo, os críticos estabelecem que não somente o câmbio, mas o aumento da demanda no entretempo, teria grande influência sobre a redução das taxas de desemprego. Em 1975, em Paris, no *The Château de Rambouillet*, após tentativas em 1973 de tentar reestabelecer algum padrão cambial para as relações de comércio, líderes mundiais estabeleceram que cada país estaria livre para definir a melhor política de trocas de acordo com os seus interesses.

#### 4. O CASO BRASILEIRO E O SISTEMA DE BANDAS CAMBIAIS

O regime de bandas cambiais é um “intermédio” entre o regime de câmbio fixo e o de câmbio flutuante, em que a autoridade monetária estabelece limites para a flutuação da taxa de câmbio e quando atinge o limite, a autoridade monetária intervém para trazer a taxa de câmbio o mais próximo possível do centro da meta.

O Banco Central, intervém no mercado de compra e venda de moedas no momento em que a taxa de câmbio flutua próximo das bandas estabelecidas. Diferentemente do regime de câmbio flutuante, o regime de bandas cambiais possui maior previsibilidade para os agentes econômicos fixarem contratos e realizarem transações comerciais, visto que estarão sujeitos a limitações na variação da demanda por moeda estrangeira.

Figura 3 - Comportamento da taxa de câmbio em um regime de bandas cambiais



Fonte: de autoria própria

A taxa de câmbio (E) no regime de bandas cambiais funciona como no gráfico acima, em que as bandas cambiais são estabelecidas e o comportamento da taxa de câmbio em média deve se buscar o centro da meta. O Banco Central utiliza as reservas internacionais (Q) para manter a taxa de câmbio próxima da meta.

Antes da implantação do Plano Real em 1994, as autoridades monetárias brasileiras manipularam a taxa de câmbio com “minidesvalorizações cambiais”, que buscavam preservar a competitividade dos produtos brasileiros no comércio internacional. A política de minidesvalorizações cambiais visava cobrir o efeito inflacionário externo e interno, contudo, a variação da inflação brasileira do início da década de 80 até os anos 90 tornaram mínimas as reservas de moeda para manipulação da taxa de câmbio.

No início do Plano Real, com o objetivo de controlar a inflação, o câmbio foi fixado em relação ao dólar, para reduzir os impactos da importação e exportação de produtos sobre a variação de preços doméstica, com o objetivo de conter o histórico inflacionário. A partir de 1996, o câmbio flutuante foi estabelecido, mas como relata João Sicsú,

A política cambial passou por várias fases de ajuste no início do Plano Real. Mas a partir de 1996 ela se cristalizou num sistema de *crawling peg* ativo, por meio do qual o Banco Central desvalorizava em intervalos curtos (em 1998, eram sete vezes por mês) a taxa de câmbio nominal, a um ritmo quase sempre em torno de 0,6% ao mês, independentemente da inflação passada. A desvinculação entre o ritmo de desvalorização e a taxa de câmbio passada tinha por objetivo romper com instituições do passado inflacionário da economia brasileira, causada pela indexação de preços e rendimentos (SICSÚ, 2015, p. 408):

Até o presente é difícil verificar a efetividade dos efeitos da desvalorização cambial sobre a economia e da política adotada durante o período, visto que uma série de características exógenas prejudicaram o desenvolvimento econômico e mundial, como a crise do México (1994), as crises na Ásia (1997), na Rússia (1998) e na Argentina (2001), que reproduziram e agravaram o cenário de incerteza do comércio. A partir de 1999, o Brasil abandonou o regime de câmbio atrelado ao dólar, em que, a paridade foi fixada em R\$1,00 para USD1,00. Hoje o regime cambial no Brasil é flutuante, contudo, é considerado como regime de “flutuação suja”, em que o Banco Central intervém para evitar as oscilações mais bruscas do mercado monetário, agindo como comprador e vendedor de dólares para a estabilização da moeda.

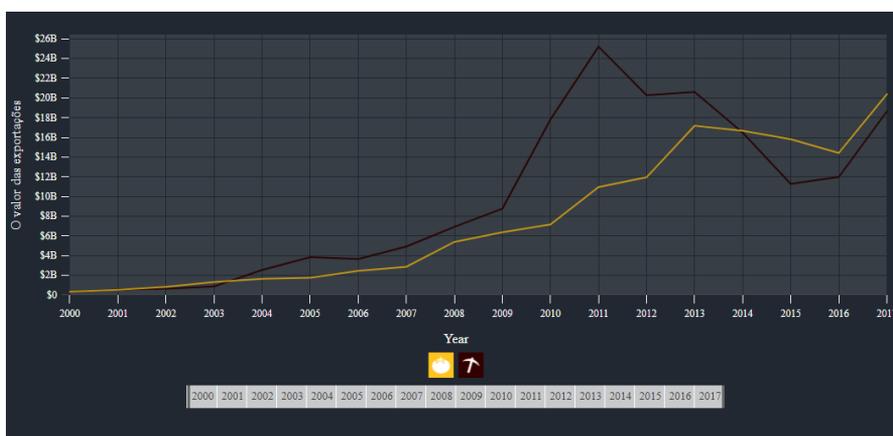
## 5. ANÁLISE EMPÍRICA DOS DADOS 2009 A 2019

Após esta breve introdução sobre os principais regimes cambiais, esta pesquisa tem como objetivo analisar o desenvolvimento da política cambial nos últimos dez anos (2009-2019), com o intuito de ver a sua relação com o desenvolvimento econômico e seus principais impactos neste que já pode ser considerado um dos piores entretempos para a economia brasileira.

O entretempo 2009 – 2010 é marcado pela mudança da presidência da República, que alterna entre Luís Inácio Lula da Silva e Dilma Rousseff, que apesar de serem da mesma diretriz política, desenvolveram com a política econômica relações diferentes. As relações de troca entre Brasil e China se intensificaram nos anos anteriores ao período e se tornariam duradouras no entretempo; o Brasil importando produtos manufaturados ao mesmo tempo em que estendeu a sua produção e exportação agrícola-mineral puxados pela forte demanda do crescimento chinês.

O gráfico abaixo, fornecido pelo *Observatory Economic of Complexity* (OEC), indica o aumento das exportações brasileiras para a China.

Figura 4 – Desenvolvimento da exportação de produtos agrícola e minerais para a China entre os anos 2000 e 2017



Fonte: *Observatory Economic of Complexity* (OEC)

A curva amarela indica os Produtos Do Reino Vegetal e a curva em marrom o desenvolvimento da exportação de Produtos Minerais. No início do século, os Produtos do Reino Vegetal representavam US\$ 343 milhões. Em comparação com o ano de 2017, que apresenta o melhor resultado da série histórica, o valor atingiu US\$ 20.4 bilhões, um aumento de 5847,52%.

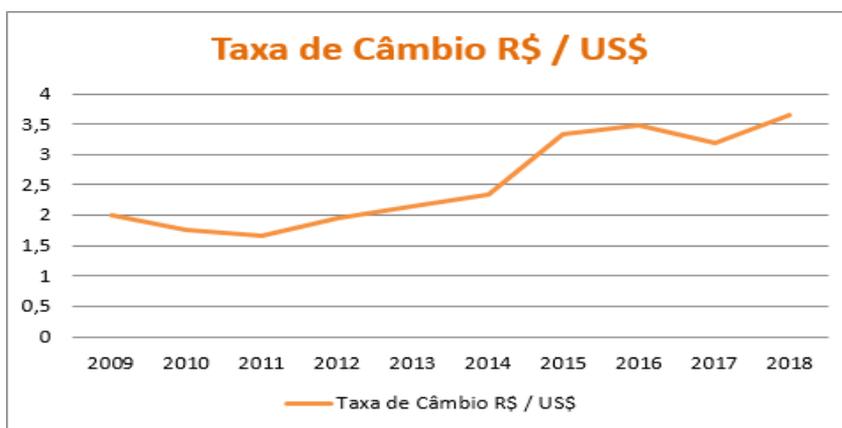
O mesmo fenômeno repete-se com Produtos Minerais, contudo, a desvalorização do preço do barril de petróleo diminuiu o contingente de exportações para um dos maiores compradores da matéria prima. Em 2000, o produto representava US\$ 329 milhões, e ao final da série, 2017, atingiu US\$ 18.6 bilhões, um aumento de 5.471,12% na série histórica.

A continuação do processo de abertura de mercado, da manutenção do “Tripé Macroeconômico” (meta de inflação, superávit primário e câmbio flutuante) e da intensificação das relações de troca proporcionadas nos anos 90, mantiveram-se nas

duas décadas seguintes, em que a relação entre Doença Holandesa<sup>2</sup>, forte valorização cambial e altas taxas de juros, acarretaram na deterioração da indústria nacional ao passo que houve um o aumento na produção de produtos agroexportadores, visto a rentabilidade proporcionada por um processo de valorização de preços no curto prazo. Esta política torna a economia brasileira completamente volátil à demanda internacional por produtos agrícolas, na qual os preços são definidos no mercado internacional e que a incapacidade de reter estoques e logística não permite que o produtor nacional consiga formar preços (BRESSER-PEREIRA; MARCONI; OREIRO, 2016)

Este processo também possibilitou a entrada efetiva dos produtos agrícolas brasileiros em mercados do mundo todo, contudo, os efeitos da abertura comercial proporcionaram danos efetivos, uma vez que os mercados internos foram alagados por produtos manufaturados, principalmente chineses (CARLEIAL, 2015), construindo uma relação ambígua entre Brasil e China, ligados à sobrevalorização do câmbio em termos nominais e reais, sustentando até 2013 um modelo de crescimento baseado no consumo de produtos estrangeiros.

Figura 5 – Taxa de câmbio nominal relação paridade R\$ / US\$



Fonte: IPEADATA; de autoria própria.

Analisando o gráfico acima, pode-se observar uma tendência à desvalorização cambial desde 2011. O aumento da base monetária e da liquidez mundial nos anos posteriores à crise de 2008, os acordos comerciais estabelecidos com o Brasil em fóruns econômicos e na OMC, agregados à política de integração de mercados em que havia capacidade para que os produtos brasileiros pudessem ser competitivos no eixo sul do

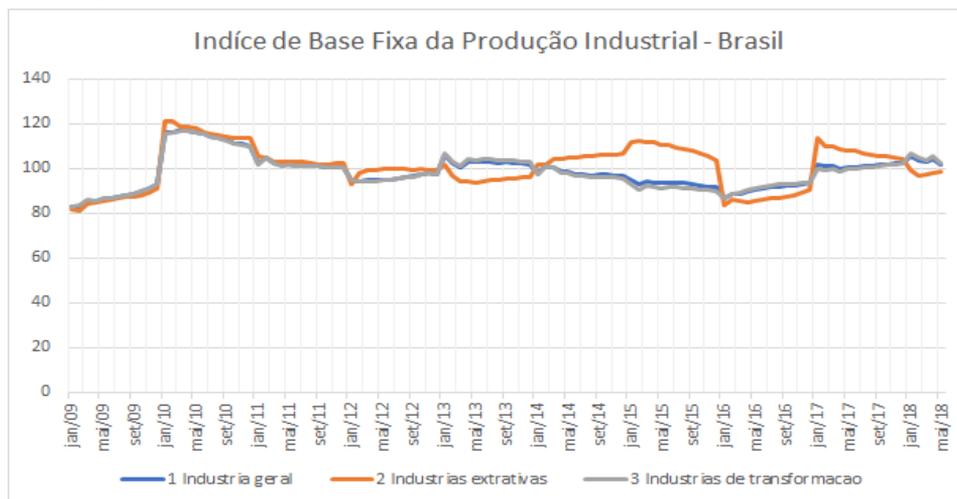
<sup>2</sup> A Doença Holandesa é compreendida como uma desvantagem competitiva associada a desindustrialização de uma economia fortemente atenuada pelo valor de sua taxa de câmbio. Vinculada diretamente a especialização produtiva de um país em *commodities*, por possuírem abundância em recursos de baixo valor agregado (BRESSER-PEREIRA; OREIRO; MARCONI, 2016 p. 69).

planeta (África do Sul, Índia e América Latina), efetivam as condições perdidas em um período que poderia ter sido muito melhor aproveitado para a economia brasileira.

O ano de 2011 é marcado pelo início da desaceleração do crescimento chinês, que apresentaria até 2016 redução na sua surpreendente taxa de crescimento. Entre 2014 e 2016, o Brasil esteve submerso também em crises político-econômicas. Estas que refletiram em parte a execução de um projeto iniciado anos antes no governo Dilma Rousseff, que tinha como objetivo remover o Brasil da armadilha de altas taxas de juros com câmbio valorizado (BRESSER-PEREIRA, 2013) que afetava essencialmente a competitividade dos produtos brasileiros no mercado internacional. Contudo, a implementação deste projeto apesar das boas intenções, rendeu um desgaste político excessivo durante o primeiro Governo Dilma, pois afetou parte das elites financeira nacional e internacional que via no Brasil condições altamente favoráveis para a especulação financeira (*Ibidem*, p. 24). Além de ter no curto prazo um forte efeito na redução do consumo de bens importados, sendo que a intenção seria promover um *trade-off* entre estímulo a criação de novos empregos e aumento da renda nacional contra o consumo de produtos importados no curto prazo. Apesar de ser benéfico, se um projeto de tamanha magnitude e com objetivo no médio-longo prazo não for constituído sobre a coalizão entre elites, trabalhadores e Estado, provavelmente sofrerá resistência por parte destes grupos.

Com o aprofundamento da crise de 2008, o fluxo de capitais tendeu a procurar países que poderiam melhor remunerar o investimento, mobilizando o eixo de captação para os países em desenvolvimento. Assim, o Brasil obteve uma maior entrada de capitais nos anos posteriores a crise. No Brasil, o controle da entrada de capitais era tocado principalmente pela autoridade monetária (o que não necessariamente é uma regra no mundo). Contudo, em 2011, com a Lei 6.385/76, inciso VI, no art.3º, o Conselho Monetário Nacional passou a atuar como membro regulador do sistema financeiro (junto com o Banco Central), estabelecendo a quantidade de depósitos, limites e prazos para a determinação e regulação de contratos no mercado de derivativos, objetivando a prioridade da política cambial e monetária. Nada obstante, o objetivo era determinar, visto a influência do mercado de derivativos sobre a taxa de câmbio, e aumentar a competitividade dos produtos brasileiros no exterior, buscando estimular a indústria nacional. Os efeitos diretos são mostrados pelo gráfico abaixo:

Figura 6 – Índice de Base Fixa da Produção Industrial - Brasil



Fonte: IBGE; de autoria própria

O resultado é ínfimo, visto uma leve reação a partir do início de 2012 (jan/2012), rompendo com a tendência de queda vigente das séries desde o final de 2010 (jan/2010), e estabelecendo uma inclinação média até 2014 (jan/2014), início da desaceleração do Produto Interno Bruto. O propósito de conter a apreciação cambial, através do controle da entrada de capitais, obteve baixíssimo poder de atuação, e a partir de 2011, o câmbio continuou se apreciando.

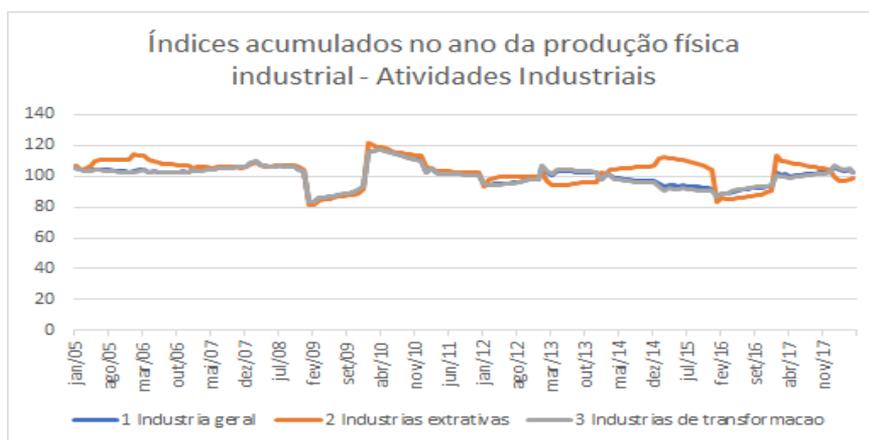
A valorização da taxa de câmbio somou-se a outras deformidades do período, que desestabilizaram o cenário econômico e alarmaram uma situação que, por si só, não deveria ser tratada no âmbito de atrapalhar as expectativas dos agentes econômicos. Consequentemente, dados referentes à relação dívida PIB, que em 2012 atingiu 60,2% (FUNDAP, 2011), valor este inferior às médias mundiais em que a relação dívida PIB excede por muitos o próprio PIB, em países como: Japão, EUA, Itália, Portugal, França; a aceleração da taxa de inflação do período, que em 2011 atinge 6,50% a.a., com tendência de aumento, até atingir em 2015, o maior ponto da década, 10,67% a.a., período que marca o aprofundamento da crise dos países da zona do Euro, especialmente os GIIPS (Grécia, Itália, Irlanda, Portugal e Espanha), e a China; forçando o ajuste através da política fiscal para ajustar o tripé macroeconômico.

A partir de 2012, com o efeito das políticas aplicadas (controle cambial pelo CMN e aumento do IOF), o câmbio depreciou-se, como resultado primário da desaceleração chinesa, puxando um choque de oferta sobre a inflação, visto que há uma relação forte dos países latino americanos com o comportamento câmbio-inflação, estimulados por dois fatores:

- (i) O histórico de hiperinflação dos países latino americanos no século XX, que mantém o “fantasma” inflacionário e mobiliza tendências de desenvolvimento da inflação sobre os preços, movidos por expectativas dos agentes econômicos; e
- (ii) A elasticidade-preço dos países que tem sua base exportadora em produtos essencialmente agro-minerais.

A aceleração da inflação nos anos de 2012 (5,84% a.a.), 2013 (5,91% a.a.) e 2014 (6,41% a.a.) foi resultado de características exógenas a demanda (desaceleração chinesa) e pela administração de preços de produtos do setor energético (diesel, gasolina e energias), visto que o nível da atividade produtiva industrial havia sido mantido na média do período, e muito próximo do período anterior à crise de 2008, como pode ser visto no gráfico abaixo:

Figura 7 – **Índices acumulados no ano da produção física industrial por grandes atividades**



Fonte: IBGE

Entretanto, a desconfiança para o período (2013-2015) prevaleceu, mesmo o Banco Central tendo cumprido as metas inflacionárias com veemência desde 2004 - foi o último ano em que o Banco Central não conseguiu manter a inflação dentro da meta estabelecida para o período.

Incentivar a desvalorização da moeda doméstica frente à estrangeira, como prioridade para a política econômica industrial do Governo, com a aceleração da inflação se tornou uma preocupação para os agentes econômicos. Esta que vinha apreciando-se desde junho de 2008, tomou rumos diferentes em 2013, ocasionando em um curto espaço de tempo uma mudança na atuação das autoridades monetárias. O Banco Central começou a atuar no mercado de câmbio com *hedges* cambiais, que

protegiam o mercado da variação do câmbio, cobrindo a diferença com as reservas. Este instrumento (que muito se assemelha a um regime de câmbio flutuante “para poucos”) foi utilizado em demasia, chegando a comprometer 25% das reservas com *swaps cambiais* (BARBOSA, 2015, p. 406), reduzindo a capacidade de atuação do Banco Central frente às oscilações abruptas frente de crises, ou seja, a intenção de estabilizar a confiança protegendo investidores de instabilidades futuras acabou comprometendo o poder de atuação do Banco Central e do Governo frente a oscilações e essencialmente a uma inflação ascendente.

Com as distorções do período 2011-2016 (aceleração da inflação, déficit e desaceleração da economia mundial), não seria possível estabelecer uma política de competitividade industrial com base na manutenção do câmbio, devido às expectativas estabelecidas no período e principalmente à redução da capacidade de atuação dos agentes econômicos internos. A busca pela Taxa de Câmbio de Equilíbrio Industrial no curto prazo e durante período 2009-2019 resultou em um “*pass-through*” entre inflação e aumento das reservas internacionais (*Ibidem*, 2015).

A inflação de curto prazo desenvolvida, tem relação direta com o encarecimento da importação de produtos do estrangeiro, sendo que não haveria como modificar a taxa de câmbio sem alterar as expectativas de inflação do período, dado que a importação de produtos ficaria mais cara no mercado doméstico, influenciando o desenvolvimento inflacionário, como foi dado no período pós depreciação da taxa de câmbio (2011-2013), mas depois o mercado conseguiu projetar o *mark-up* a partir das novas expectativas, como no período 2015-2018, em que a taxa de câmbio continuou a depreciar-se, aumentando a quantidade de reservas cambiais.

Figura 8 – Reservas internacionais em US\$ bilhões



Fonte: BCB

Em junho de 2019, ela atingiu o maior valor dos últimos dez anos, alcançando US\$388,09 bilhões em reservas. Tais valores são altamente relevantes se considerados os desequilíbrios históricos no balanço de pagamentos dos países latino americanos. Para

2019, não há sinais de política cambial para estímulo de exportações para o governo Jair Bolsonaro. O Banco Central segue de olho na inflação, mas controlando a política cambial de acordo com a variação do dólar frente a guerra comercial entre EUA e China, vendendo dólares sem compromisso de recompra, operação esta que não vinha sendo realizada deste 2009, no auge da crise de 2008 – e muito utilizada durante o período FHC. A venda de dólares no mercado de câmbio como medida de ajuste de curto prazo não é devidamente efetiva: tende a controlar o mercado, mas não estabelece diretriz nenhuma para a mudança de paradigma, é como um remédio de dor de cabeça para um paciente com enxaqueca crônica. O número de reservas cambiais acumulado nos últimos anos mantém a estabilidade frente às oscilações temporárias do mercado. Com a taxa de câmbio em R\$ 4,08 (set/2019), e a interferência recente no mercado cambial (ago/2019), a taxa de câmbio BRL para US\$ chegou próxima a R\$ 4,20, mostrando uma tendência de interferência do Banco Central à aproximação do preço e uma mudança de postura quando passa a trabalhar com a venda de dólares à vista no mercado de câmbio sem compromisso de recompra ou de cobrir a diferença através de *swaps* cambiais reversos, protegendo o comprador da desvalorização futura.

## 6. CONCLUSÃO

É possível compreender que o período analisado vinha de uma tendência apreciativa da moeda ancorada no tripé macroeconômico continuado durante o governo Lula. Ao adentrar o primeiro governo Dilma, o diagnóstico feito em 2011 foi para a mudança da política cambial vigente, que tendia à apreciação, para buscar uma Taxa de Câmbio de Equilíbrio capaz de assegurar a retomada do investimento industrial e a competitividade dos produtos manufaturados nos mercados internacionais. Contudo, de 2012 a 2014, com o leve aumento inflacionário, os agentes econômicos mudaram suas expectativas para a busca pelo ganho no curto prazo, portanto, mostrando uma tendência de aceitação para os entes econômicos por aceitarem a apreciação e recusarem a depreciação cambial em busca de uma melhor situação econômica, ao invés de uma menor dependência no médio e longo prazo.

Esta expectativa criada de curto prazo e a alteração de política cambial em 4 anos (2011-2014), mostram uma indecisão dos formuladores de política econômica diante dos objetivos que querem alcançar, que não bancaram as consequências de curto prazo. Além de indecisão, exprime uma correlação inversa, em querer manter/encontrar uma taxa de câmbio competitiva e ao mesmo tempo priorizar o regime de metas de inflação. As incertezas incentivaram um posicionamento do Banco Central e do Conselho Monetário Nacional, oficializando um viés psicológico de preferência pela

apreciação, idealizando “o medo” por depreciar dando prioridade para ao consumo de curto prazo, como especificado por Guilherme Calvo (2000) em *“Fear Floating”*.

O entretempo de incertezas políticas (2014 - ago/2016) apenas acentuou a situação vigente de descontrole e incapacidade de atuação para buscar uma relação ótima com a capacidade produtiva, porém, o período (2016-2018) buscou retomar ao nível de investimento anterior a 2012, com maior presença do setor agroexportador.

Em 2019, os agentes econômicos fazem as projeções de olho na guerra comercial entre Estados Unidos e China, já que este é o elemento ditador das incertezas econômicas mundiais nos dias de hoje, coloca em pratos limpos os *big players* no cenário mundial, acentuando as oscilações da política cambial brasileira e colocando na defensiva a capacidade de atuação, visando proteger com as reservas cambiais as perdas dos agentes econômicos. Esta, parece ser a única estratégia vigente de curto prazo para a política cambial.

## 7. REFERÊNCIAS

Banco Central do Brasil. Reservas Internacionais. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/estatisticas/grafico/graficoestatistica/reservasInternacionais>>. Acesso em 11 de set. de 2019.

BARBOSA, N. F. O desafio macroeconômico de 2015-2018. Revista de Economia Política, v. 35, n. 3, p. 403-425, julho-setembro, 2015.

BRESSER-PEREIRA, L. C. O governo Dilma frente ao “tripé macroeconômico” e à direita liberal e dependente. Novos Estudos, CEBRAP, v. 95, p. 5-14, março, 2013.

BRESSER-PEREIRA, L. C.; OREIRO, J. L.; MARCONI, N. Macroeconomia Desenvolvimentista: teoria e política econômica do novo desenvolvimentismo. 1ª ed. Rio de Janeiro: Campus, 2016.

Bureau of Economic Analysis, U.S. Department of Commerce. United States Inflation Target. Disponível em: <<https://www.bea.gov/>>. Acesso em 31 de ago. de 2019.

CARLEIAL, L. Política econômica, mercado de trabalho e democracia: o segundo governo Dilma Rousseff. Estudos Avançados, v. 29, n. 85, p. 201-214, 1 dez, 2015.

CARVALHO, Fernando J. Cardim. Economia Monetária e Financeira: teoria e Política. 3ª ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2015.

Economia brasileira contemporânea: 1945-2010 / [organizadores Fabio Giambiagi... et al.]. 2ª ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011.

Entenda como o BC pode intervir no câmbio: venda à vista, leilão de linha e swap. Folha de S. Paulo, São Paulo, 15 de ago. de 2019. Disponível em: <<https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2019/08/entenda-como-o-bc-pode-intervir-no-cambio-venda-a-vista-leilao-de-linha-e-swap.shtml>>. Acesso em: 15 de set. de 2019.

Federal Reserve. The Great Inflation: 1965-1982. November 22, 2013. Disponível em <[https://www.federalreservehistory.org/essays/great\\_inflation](https://www.federalreservehistory.org/essays/great_inflation)>. Acesso em: 8 de set. de 2019.

FUNDAP, SP. Regime de Política Macroeconômica do Governo Dilma. Grupo de Economia/ FUNDAP – Boletim de Conjuntura, v. 7, setembro, 2011.

HIRATA, Lucas; MACHADO, Juliana. Estrangeiro já tirou R\$ 19 bi da bolsa. Valor Econômico, São Paulo, 20 de ago. de 2019. Disponível em: <<https://valor.globo.com/financas/noticia/2019/08/20/estrangeiro-ja-tirou-r-19-bi-da-bolsa.ghtml>>. Acesso em: 15 de set. de 2019.

Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, IBGE. Índice Nacional de Preços. Disponível em: <<https://www.ibge.gov.br/estatisticas/economicas/precos-e-custos/9258-indice-nacional-de-precos-ao-consumidor.html?=&t=o-que-e>>. Acesso em 10 de ago. de 2019.

Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística. Índices acumulados ano produção física industrial. Disponível em: <<https://seriesestatisticas.ibge.gov.br/series.aspx?no=1&op=1&vcodigo=PZ28&t=indices-acumulados-ano-producao-fisica-industrial>>. Acesso em 12 de set. de 2019.

KRUGMAN, Paul R. Economia internacional: teoria e política. Tradutor técnico Eliezer Martins Diniz. 6ª ed. São Paulo: Pearson Addison Wesley, 2005.

Ministério da Economia. Estatísticas de comércio exterior. Disponível em: <<http://www.mdic.gov.br/comercio-exterior/estatisticas-de-comercio-exterior/series-historicas>>. Acesso em: 13 de set. de 2019.

REINHART, Carmen; CALVO, Guillermo A., Fear of Floating (november 8, 2000). Disponível em SSRN: <<https://ssrn.com/abstract=2882527>> ou <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2882527>>

VEIGA, P. M.; RIOS, P. R. Política Econômica Externa do governo Dilma: dilemas e desafios. PONTES entre o comércio e o desenvolvimento sustentável, v. 7, n. 1, p. 1-3, abril-maio, 2011.

---

Submetido em: 09/06/2020

Aceito em: 05/07/2020

