

# EXISTE UMA ÚNICA FORMA DE INSERÇÃO INTERNACIONAL? EXPERIÊNCIAS DE POLÍTICA ECONÔMICA E CAMBIAL NOS BRICS

Ricardo Schmidt Filho<sup>1</sup>  
Marcelo Luiz Curado<sup>2</sup>

## Resumo

Neste texto, busca-se compreender a inserção da economia Brasileira no cenário internacional e, mais especificamente, discutir a não existência uma única forma de realizar este processo. É nítido o baixo crescimento da economia brasileira nas últimas três décadas, e aqui se procura estabelecer relações entre a inserção do Brasil neste “novo mundo” financeiro e a queda de seu nível de crescimento econômico, fato este que não ocorreu em diversos outros países, como China, Índia e Rússia, aqui também estudados. Entende-se que a política macroeconômica é um elemento relevante na determinação da dinâmica econômica, em particular da capacidade de expansão da demanda agregada e da renda, bem como na redução de incertezas. Há que se destacar que, ao longo do estudo, também ficaram evidentes divergências importantes na condução da política macroeconômica nos países selecionados. Isto apenas confirma a inexistência de uma forma única para a promoção do crescimento econômico. Confirma, portanto, que a retomada do crescimento econômico brasileiro deve ser pensada com base na situação concreta de nossa economia. A observação da experiência internacional deve servir, portanto, como fonte de inspiração e de aprendizado que permita que os *policy makers* evitem o pífio crescimento econômico observado nas últimas décadas.

**Palavras-chave:** Crescimento Econômico; Economia Brasileira; Política Econômica.  
**Códigos JEL:** F43, E44, O57

## IS THERE A SINGLE WAY OF INTERNATIONAL INSERTION? EXPERIENCES OF ECONOMIC AND EXCHANGE POLICIES IN THE BRICS.

### Abstract

In this text we seek to understand the insertion of the Brazilian economy in the international scene and more specifically to argue that there is not a single way to conduct this process. The low growth of the Brazilian economy in last the three decades is clear, and here we aim at establishing relations between the insertion of Brazil in this new financial world and the fall of its level of economic growth, a fact that did not occur in various other countries, such as China, India and Russia, also studied here. It is well-known that macroeconomic policy is an excellent element in determining economic dynamics, in particular the capacity of expansion of aggregate demand and income, as well as in the reduction of uncertainties. It must be emphasized that throughout the study there were also important divergences in the macroeconomic conduction of the policies in the selected countries. This only confirms the inexistence of a single prescription for the promotion of the growth. It confirms, therefore, that the reestablishment of Brazilian economic growth must be thought out from the concrete situation of our economy. The analysis of the international experience must serve, therefore, as a learning and inspirational source that allows policy makers to prevent the observed low economic growth in the last few decades.

**Key-words:** Economic growth; Brazilian economy; Economic policy.

---

<sup>1</sup> Doutorando em Desenvolvimento Economico pela UFPR. Bolsista CAPES. E-mail: rschmidtilho@hotmail.com

<sup>2</sup> Professor do Departamento de economia da UFPR. E-mail: mcurado@ufpr.br

## 1 INTRODUÇÃO

Neste texto, buscou-se compreender a inserção da economia Brasileira ante o fenômeno da globalização e o “novo arranjo” financeiro internacional que passou a vigorar após a queda do sistema de Bretton Woods (BW). Mais especificamente, procurou-se discutir que não existe uma única forma de inserção no contexto internacional que vigora no mundo pós-globalização. Tencionou-se destacar o papel que as políticas econômicas, com especial destaque para a política cambial, vêm desempenhando na inserção das economias em desenvolvimento, com realce para Índia, Rússia, Brasil e China.

Este trabalho tem como objetivo discutir a não existência de uma única forma de inserção internacional no atual contexto globalizado. Para tanto, será discutido, com mais detalhe, o caso Brasileiro, e, após isso, parte-se para uma análise comparativa entre as políticas cambiais adotadas pelo Brasil recentemente – com especial concentração para o período posterior ao processo de estabilização econômica empreendido a partir de 1994 – com as opções adotadas pelas demais economias componentes dos BRIC. Assim, neste trabalho, busca-se a compreensão de como os BRICs vêm administrando a sua política econômica e cambial no ambiente de desarranjo financeiro internacional, e como a condução cambial vem impactando no crescimento econômico dessas economias.

Este trabalho está dividido em 6 seções além desta introdução. Na seção dois, discutem-se aspectos relacionados ao processo histórico, ao câmbio e às trajetórias de crescimento econômico dos países selecionados. Na seção seguinte, faz-se uma avaliação da economia brasileira no contexto da globalização. A seção quatro destina-se ao estudo do “novo” sistema financeiro internacional e dos desequilíbrios globais. No tópico cinco, são avaliados os regimes cambiais e seus impactos sobre as economias em desenvolvimento. Na seção 6, parte-se para o estudo das políticas cambiais nos BRICs, por fim, a seção 7 traz as considerações finais.

## 2 HISTÓRIA, CÂMBIO E CRESCIMENTO

Seguindo o raciocínio de HOBSBAWN (2000), iremos observar os fatos históricos que apontam para as atuais modificações no cenário econômico internacional, pois, para este autor, “... a economia sem a história é um navio desgovernado e que os economistas sem a história não sabem muito bem para onde o navio está indo.” (pág. 118). Assim, a observação e análise das atuais modificações, tanto nacionais como do cenário mundial, nos conduzirão para uma melhor compreensão do atual baixo dinamismo da economia brasileira nas últimas décadas.

Continuando o raciocínio de HOBSBAWN (2000), “se a economia não pretende ficar refém da história, constantemente tentando aplicar o seu estojo de ferramentas, geralmente com atraso, a desenvolvimentos de ontem que se tornaram suficientemente visíveis para dominarem a cena hoje, ela precisa desenvolver ou redescobrir essa perspectiva histórica. Isso por que esta perspectiva pode não só trazer um sentido para os problemas de amanhã, sobre os quais devemos pensar, se possível, antes de sermos por eles engolfados, como também para a teoria do amanhã.” (Pág. 120.) Destas afirmações, conclui-se que, se uma economia deseja romper com uma situação de baixo crescimento, ela deve “tomar as rédeas” de seu destino e promover mudanças que possibilitem uma nova trajetória.

BRESSER (2007) ressalta que “... entre os cinco preços que regulam qualquer sistema econômico – a taxa de câmbio, a taxa de juros, a taxa de inflação, a taxa de salários e a taxa de lucro -, o câmbio é o preço mais estratégico e tem implicações diretas não só na estabilidade macroeconômica, mas também na poupança e no investimento, e, portanto, no desenvolvimento econômico” (p. 113). Ele destaca também que “Administrar a taxa de câmbio já era fundamental quando esta taxa arbitrava fundamentalmente importações e exportações; a partir do momento em que os fluxos internacionais de capital aumentaram de forma extraordinária, essa administração tornou-se ainda mais importante” (p. 114).

HAUSMANN ET AL (2004), ao procurar evidências empíricas entre trajetórias de crescimento e depreciação cambial, encontraram um resultado importante: entre 80 países que apresentaram uma saída de trajetórias de baixo crescimento para de alto crescimento desde a década de 1960, a depreciação do câmbio real foi um fator importante para esta mudança.

Vários trabalhos têm encontrado uma relação entre câmbio e crescimento econômico para diversos países. A relação encontrada aponta que quanto mais subvalorizada a taxa de câmbio, maiores as taxas de crescimento. Neste trabalho, vamos procurar observar se essa relação cambial é (entre um conjunto de fatores mais amplo)<sup>3</sup> um dos fatores causais das divergências existentes entre o desempenho econômico entre os países selecionados e analisar se há, efetivamente, um papel da política cambial no processo de crescimento.

A discussão cambial passa pela relevância que a taxa de câmbio real exerce na competitividade externa (Importações e Exportações) das economias, aspecto fundamental para o crescimento econômico. O câmbio (subvalorizado) impacta sobre a competitividade, aumentando a produtividade e o investimento, sendo, por isso, importante para o processo de crescimento econômico. Outro aspecto ponderável para o câmbio é evitar crises no balanço de pagamentos, uma vez que ajuda no processo de exportação, encarece importações e é favorável ao processo de investimento e geração de poupança.

No que se refere à dinâmica industrial, segundo GALA (2007), um câmbio subvalorizado estimula a indústria de exportações, focada em bens não tradicionais. Este foco em bens não “commodities” seria capaz de desenvolver um processo de desenvolvimento dinâmico, não incorrendo no problema da doença Holandesa.

**Quadro 1 – PIB a preços constantes (taxa média de crescimento) - países periféricos - 1900-2004**

Países	1990-1995	1995-2000	2001	2002	2003	2004
Países em desenvolvimento	5,5	6,4	4,3	5,3	6,4	7,2
Newly industrialized Asian Economies	7,1	6,7	1	4,3	3,1	5,5
Ásia em desenvolvimento	8	8,1	5,8	6,2	8,1	8,2
América Latina	3,4	2,9	1,7	3,6	2,2	5,7
África	0,9	3,4	3,8	4,4	4,6	5,1
Economias em transição	-7,9	1,5	4	4,1	4,6	6,1
<b>China</b>	<b>10,7</b>	<b>8,7</b>	<b>7,5</b>	<b>7,1</b>	<b>9,3</b>	<b>9,5</b>
<b>Índia</b>	<b>2,1</b>	<b>6,4</b>	<b>4,5</b>	<b>5,7</b>	<b>7,5</b>	<b>7,3</b>
Malásia	9,3	5,7	1	4,8	5,3	7,1
Tailândia	9	1,9	2	4	6,9	6,1
<b>Brasil</b>	<b>1,4</b>	<b>2,6</b>	<b>2,2</b>	<b>3,5</b>	<b>0,5</b>	<b>5,2</b>
Colômbia	4,3	1,7	2,1	2,8	4	4
México	3,9	3,6	0,8	4	1,6	4,4
Argentina	6,3	1,8	-1,4	2,6	8,8	9

Fonte: IMF(2003,2005).

Aqui, não se procura argumentar que somente a taxa de câmbio real relativamente desvalorizada explica as diferentes trajetórias de desenvolvimento e crescimento para os países. Contudo esta variável foi e é um aspecto pertinente para a dinâmica econômica, e, neste trabalho, busca-se argumentar que, especialmente no caso brasileiro, em que paira a ideia, por grande parte da academia, de que nada tem que ser mudado em nossa política macroeconômica, a observação das diferenças existentes na política econômica (elas com ênfase na conduta da taxa de Câmbio Real)

<sup>3</sup> Para a observação destes “outros fatores” ver PALMA (2003) e CHANG (2003).

dessas duas regiões, bem como dos países aqui estudados se torna valiosa para que se torne um pouco mais transparente a visão de que não há uma solução miraculosa e única, quando se trata de desenvolvimento econômico.

O atual arranjo de crescimento “sem equilíbrio” da economia mundial, e a subvalorização das moedas asiáticas em relação ao dólar americano também merecem atenção. Um dos pilares do crescimento liderado pelas exportações na Ásia tem sido a administração da competitividade de suas moedas. DOOLEY et al. (2003), por exemplo, apontam semelhanças entre o atual momento e as políticas de Bretton Woods.

EICHENGREEN (2004) argumenta que há uma nova configuração centro e periferia no sistema financeiro internacional, sendo que, há 40 anos, a periferia era constituída por Japão e países da Europa ocidental, e a atual, por países Asiáticos, da América latina e Africanos, e o centro continua o mesmo, os EUA. Pode até ser que se tenha razão em argumentar que a “forma” de organização seja semelhante, contudo seu “conteúdo” é bem diferente. Entre os países periféricos, existe um grau de heterogeneidade muito maior que antes, um grau de subdesenvolvimento muito maior do que em seus pares de 40 anos atrás. Já o centro é o mesmo, certo? Errado. A economia Americana se encontra muito mais fragilizada do que há anos, seja pelo desgaste político, pela eclosão dos seus problemas de déficits gêmeos quer seja pela recuperação das economias Europeias e o surgimento da Zona do Euro. O que podemos concluir é que não caminhamos para um novo sistema de Bretton Woods, mas, sim, que continuamos a viver o desarranjo financeiro que sucedeu a queda deste.

### **3 A ECONOMIA BRASILEIRA NO CONTEXTO DA GLOBALIZAÇÃO**

Para a compreensão do fraco desempenho da economia Brasileira nas décadas de 1990 e 2000, faz-se necessário o entendimento das mudanças que aconteceram no mundo, e não apenas fatores endógenos, bem como a forma de inserção na economia mundial. Sabe-se que, até o final da década de 1980 a economia brasileira era bem fechada, ocorrendo a abertura econômica e comercial no final daquela década e, principalmente, durante a década de 1990. A inserção internacional se deu de forma muito rápida, o que causou danos a nossa estrutura produtiva e causou maiores danos por se dar de forma passiva, uma vez que a postura adotada pelo Brasil ante as mudanças internacionais foi acomodatória, ou seja, o Brasil não teve uma política ativa de inserção e, especialmente, de adaptação as mudanças que estavam ocorrendo, acabando por receber “pacotes<sup>4</sup>” de mudanças sem uma postura própria, que levasse em conta os interesses nacionais nas transformações em voga.

A compreensão do que queremos argumentar com essa passividade da política econômica brasileira ficará clara ao longo do texto. Para esta compreensão, faz-se necessária à compreensão sobre o fenômeno da globalização e os impactos tanto produtivos como financeiros que esta causou a nossa economia.

#### **3.1 GLOBALIZAÇÃO**

O objetivo deste tópico é avaliar a forma como o Brasil se inseriu no processo de globalização. Reconhece-se que o cenário internacional sofreu mudanças frente àquele encontrado pelo Brasil nas décadas de 1950 e de 1970, e, em função destas mudanças, a forma de inserção na década de 1990 foi diferente da feita anteriormente. Uma das grandes modificações foi que, na primeira “etapa” da inserção nacional, prevalecia o Sistema BW (SBW) de regulação financeira, ou seja, havia controle de capitais, taxas fixas de câmbio e os créditos oficiais. Contudo, na década de 1970, o SBW entrou em crise, e, com esta crise, várias foram as mudanças que entraram em voga

---

<sup>4</sup> Por pacotes, entende-se a adoção, por parte do FMI, de receituários de políticas a serem utilizadas pelos países periféricos em seu processo de inserção internacional. A forma como estes se aplicam aos países ficará clara ao longo do texto.

no cenário financeiro mundial. Mudanças estas que deram origem ao regime da globalização financeira.<sup>5</sup>

Outra mudança significativa é que, nas décadas de 1950, 1960 e 1970, o Brasil tinha mais autonomia de escolha, conduzia sua política econômica da forma que melhor se adaptasse às suas necessidades. Já a partir da década de 1990, percebe-se que o Brasil perdeu sua autonomia, e fez sua inserção alicerçada no conjunto de medidas previstas no Consenso de Washington e no receituário do FMI (Fundo Monetário Internacional), que aliás, segundo este órgão, é a forma padrão das economias periféricas se inserirem e conduzirem suas economias, não sendo recomendadas formas alternativas. Contudo observa-se que a forma de inserção de algumas economias asiáticas destoa desta fórmula mágica e tem apresentado bons resultados.

<sup>6</sup>Algumas medidas foram adotadas no Consenso de Washington e serviram como modelo para a inserção das economias periféricas nesse novo mundo mais “liberal” e “globalizado”. Neste “consenso”, foram pensadas reformas que os países periféricos deveriam fazer para se inserirem e superarem a década perdida.

Nas palavras de WILLIAMSON apud CROCETTI (2004), “É um fenômeno admirável. As principais burocracias do tesouro Norte-americano: o FMI (Fundo Monetário Internacional), o BID (Banco Interamericano de Desenvolvimento), o BIRD (Banco Internacional para Reconstrução e Desenvolvimento), a OMC (Organização Mundial do Comércio) e até as Nações Unidas; além da academia que gira em torno de Washington, todos agem em sintonia receitando os mesmos remédios.”.

Ainda nas palavras de Williamson, “Em Washington todos estão pensando que na América Latina todo mundo tem que fazer a mesma coisa. Aliás, não só a América Latina, o Consenso de Washington diz respeito à visão estadunidense sobre a condução da política econômica para os países periféricos do mundo todo”.

Mas quais são as principais políticas do consenso de Washington? WILLIAMSON (1990) sumaria e discute os 10 instrumentos de política econômica que, segundo ele próprio, representam uma agenda de razoável grau de consenso, isto é, uma ‘convergência universal’ entre os economistas em Washington. São eles: 1) disciplina fiscal; 2) estabelecimento de prioridades no gasto público; 3) reforma fiscal; 4) taxas de juros baixas (mas positivas) e determinadas pelo mercado; 5) taxa de câmbio competitiva e também determinada pelo mercado; 6) política comercial ‘*outward-oriented*’; 7) ambiente favorável ao investimento direto externo; 8) incentivo à privatização de empresas estatais em função da crença na superior eficiência do setor privado; 9) desregulamentação dos entraves regulatórios à livre mobilidade de fatores (principalmente ao capital); e 10) garantia ampla aos direitos de propriedade.

MCKINNON(1991) defende que a simultaneidade do processo de abertura poderia levar a um superendividamento externo e à valorização cambial. Por isso, a abertura externa deveria ser feita de forma sequencial, iniciando por uma reforma fiscal, seguida por uma desregulamentação financeira doméstica, e, após esta etapa, seria feita a abertura externa (unificação do mercado cambial), e o quarto passo seria a abertura comercial e por fim a liberalização financeira externa.

Uma pressuposição de MCKINNON (1991) é que todas essas reformas deveriam ser precedidas de uma estabilização macroeconômica. Contudo o que se viu, no Brasil, foi uma aceitação das políticas do consenso e uma abertura deveras rápida da nossa economia. O que se percebe é que este receituário é visto, no Brasil, como a forma correta e única de proceder na inserção internacional. Neste trabalho, procuramos mostrar que existem outras formas de inserção. Teóricos da CEPAL, no que se refere ao caminho adotado pelas economias latino americanas, argumentam que: “Não se trata de que os países que têm posto em prática reformas profundas retrocedam no caminho já percorrido. A reversão das políticas já adotadas pode, em si, ter um custo

---

<sup>5</sup> A abordagem convencional aponta que o processo de globalização é recente, tendo seu início a partir da década de 1970. Outra abordagem afirma que este processo data das grandes navegações do século XV.

<sup>6</sup> A forma para inserção vinculada ao FMI passa por uma rápida abertura financeira e comercial.

muito alto, tornando **conveniente a manutenção** das políticas existentes, ainda que sejam **sub-ótimas**” (AGOSTIN e FRENCH-DAVIS, 1993 apud CARCANHOLO, 2002, grifos do autor.).

Discutindo a globalização em si, COUTINHO (1995) salienta que há uma enorme carga ideológica emprestada a este termo. Teóricos como OHMAE (1990) argumentaram em direção a um mundo sem fronteiras, sem barreiras ao comércio internacional. Esta ideia não se mostrou coerente com o “passar do tempo”, sendo criticada por diversos autores, entre eles OMAN (1994).

As mudanças que receberam o nome de globalização foram a elevação no progresso tecnológico e uma acumulação financeira de capitais. Segundo COUTINHO (1995), a globalização pode ser entendida como um estágio de internacionalização que se deve a 7 fatores principais: 1) Aceleração da mudança tecnológica ( Telecomunicações, Informática e Novo padrão de organização da produção e de gestão industrial.); 2) Difusão acelerada deste novo padrão de organização produtiva (*just-in-time*), o que levou a uma concentração de comércio regional, atuando as grandes empresas tanto como líderes do processo de internacionalização como também elos importantes na formação de blocos comerciais regionais; 3) Acentuação da concentração de capital por meio de processos de fusões e aquisições, que redundou na formação de oligopólios globais, que concentra poder econômico nas mãos destes grupos; 4) Difusão desigual da mudança tecnológica, erodindo a dominação exclusiva da economia norte-americana, e eclosão da indústria Japonesa e das indústrias da Europa unificada, redundando não em uma economia mundial polarizada em um único país, mas, sim, marcada por um policentrismo. Além da formação de três fortes blocos econômicos regionais, temos a presença dos bancos e grandes empresas em todos eles. Além disso, a associação deste fato com a queda de BW faz emergir um novo sistema financeiro internacional mais instável, em que o dólar não é mais tão relevante como antes, sendo contestado por novas moedas fortes, como o iene e o euro. 5) a economia norte-americana passou a ser devedora mundial e não mais credora como anteriormente, uma vez que o financiamento de seu contínuo duplo déficit, vivido desde o final dos anos 1970, decorrente de influxo de capitais externos, elevou os movimentos de capitais e o volume de transações nos mercados cambiais integrados. Os déficits públicos (não apenas do governo norte-americano) financiados por meio de títulos com elevada liquidez e baixo risco fez com que o volume de transações financeiras crescesse de forma rápida, sendo as transações cambiais parte elevada deste processo de aumento das transações, o que traz em si uma elevada volatilidade; 6) O processo de intensificação dos investimentos diretos no exterior, pelos bancos e transnacionais dos países centrais, fez com que a interpenetração dos sistemas capitalistas se tornasse cada vez maior, processo este que, com a entrada dos investidores institucionais, tende a crescer ainda mais; 7) Surgimento de uma ordem mundial policêntrica.

De forma geral, essa internacionalização gerou maior integração financeira e cambial, e, como inexistia uma instituição capaz de coordenar esse novo padrão financeiro, bem como estabelecer um regime de paridades cambiais estável, novas dificuldades são postas aos países em desenvolvimento.

### **3.2 A GLOBALIZAÇÃO FINANCEIRA**

CHESNAIS (1999) prefere chamar a globalização financeira de mundialização financeira. Ele define três etapas para este processo: 1) A primeira etapa compreende o período 60-79, é chamada de internacionalização financeira direta; 2) A segunda etapa é a da desregulamentação e liberalização financeira, abrangendo o período 79-85, e tem como principais características a liberalização, tanto para entrada como para saída, dos movimentos de capitais e a securitização das dívidas públicas; 3) A terceira etapa (86-95) se caracterizou pela abertura e desregulamentação dos mercados de ações, pela incorporação dos mercados emergentes dentro da circulação internacional do capital e pelos choques financeiros e cambiais de maior intensidade.

Cada vez mais dinheiro circula diariamente, segundo DE BRUNHOFF (2005), circula diariamente, cerca de 1 trilhão de dólares em operações cambiais, sendo que, segundo CANUTO e

LAPLANE (1995), 15% correspondem a transações que se referem a comércio de bens e serviços, e os 85% restantes correspondem a operações de especulação. Todo este volume de transações, ainda mais as especulativas, acabaram concorrendo para a eclosão de um ambiente de instabilidade financeira mundial, que gera dificuldades globais.

Com a liberalização dos mercados e a mobilidade do capital, uma proporção cada vez maior de capitais penetra nos países, e o volume de transações monetário-financeiras cresce acentuadamente. Somada a esses fatores, temos a necessidade de financiamento da economia dos EUA (déficits gêmeos), e a opção por este país de “viver além dos seus limites, alicerçado na “predisposição”, “vontade” e estratégias das economias asiáticas (marcadamente a China) de acumularem reservas em dólares. Somando a todos esses efeitos, a instabilidade dos mercados financeiros, a volatilidade das finanças globais, o aparecimento de bolhas especulativas, de ataques especulativos, e especialmente, a falta de um sistema monetário internacional bem constituído, perguntamo-nos sobre quais os impactos que esta conjunção de fatores tem sobre o “lado real” da economia? Até que ponto a adoção de regimes cambiais diversificados impactam sobre o desempenho das economias nesse “novo arranjo”. Estariam as mudanças financeiras sendo causadas por mudanças produtivas ou a relação de causalidade seria inversa, e até que ponto estas transformações estariam influenciando as economias periféricas, em especial, a economia Brasileira?

#### **4 DESEQUILÍBRIOS GLOBAIS E O “NOVO” SISTEMA FINANCEIRO INTERNACIONAL.**

O atual arranjo de crescimento “sem equilíbrio” da economia mundial a subvalorização das moedas asiáticas em relação ao dólar americano também merecem atenção. Um dos pilares do crescimento liderado pelas exportações na Ásia tem sido a administração da competitividade de suas moedas. DOOLEY ET AL. (2003), por exemplo, apontam semelhanças entre o atual momento e as políticas de Bretton Woods.

Alguns fatores podem ser evidenciados para qualificar o atual (des)arranjo financeiro internacional. EICHENGREEN (2004) nos indica 6. São eles: 1) Os membros da atual periferia são mais numerosos e heterogêneos hoje do que há 40 anos. Os contrastes existentes nas economias na periferia são enormes, as políticas de desenvolvimento são diferentes, os interesses não são homogêneos. Torna-se muito mais complexo o processo de geração de interesses coletivos do que em tempos atrás. A cooperação regional fica comprometida ante os interesses de cada nação; 2) Um ponto de argumentação interessante versa sobre a estratégia de acúmulo de dólares que os países periféricos da Ásia e da América Latina vêm adotando. Mas será que esses países acumulam dólares devido a suas características ou por que não há uma melhor alternativa para acúmulo de divisas? A pergunta se justifica, uma vez que, durante a década de 1960, havia escassez de ouro no mercado, e, assim, o dólar se configurou como uma alternativa muito atrativa, mantendo esta posição por muito tempo, contudo, agora, surge uma nova moeda para fazer contraste a dominância do dólar, o Euro; 3) A manutenção das estratégias dos bancos centrais em manter reservas em dólar, bem como sobre a coesão destes, depende se será mantido o valor que eles esperam. Atualmente, existem dúvidas sobre as intenções do Governo norte-americano. As dúvidas sobre a manutenção do valor do dólar são maiores. A taxa de poupança da economia Norte americana é menor, existem dúvidas sobre a sustentabilidade da manutenção de seus débitos em nível de preços constantes. Estes são alguns fatores que suscitam dúvidas sobre o dólar; 4) A remoção dos controles de capitais forçou os bancos centrais dos países a gastar mais com as esterilizações e intervenções no mercado cambial. 5) A liberalização dos mercados financeiros domésticos significou que para se manter a taxa de câmbio baixa e a poupança doméstica alta, os novos investimentos deveriam se pautar no setor produtor de *tradables*. No atual mercado desregulamentado, existe uma tendência a perder condições de crédito e aumentar os investimentos em *nontradables* e investimentos financeiros. 6) Os governos da Ásia

não são ignorantes da História mundial e percebem as modificações ocorridas no mundo, bem como percebem que a atratividade do modelo *export led growth* tem limites.

DE BRUNHOFF (2005) enfatiza que, mesmo após a queda do padrão BW, o dólar continua sendo a moeda de referência mundial. Mas será que esta posição se deve ao dólar, e realmente, merece estar em tal posição, ou se mantém por não haver outra possibilidade de referência?

As dúvidas que pairam sobre a moeda norte-americana estão ligadas ao temor sobre a dívida deste país, que, em 2003, era avaliada em 3 trilhões de dólares, e, para que seja financiada, requer uma entrada de 1,5 bilhões de dólares diários. Esta enorme dívida supõe que a economia americana permanece na posição de maior e principal espaço de crédito do mundo.

DE BRUNHOFF (2005) acentua que, mesmo que a força econômica dos EUA caia, seu poderio político e militar se manterá firme. Outro fato relevante é a mudança da condução cambial norte americana, que, em 2003, percebeu a necessidade de baixar a taxa de câmbio em relação ao euro e ao iene para reduzir seu déficit comercial. E, em negociação com os países europeus e com o Japão, conseguiu essa redução cambial, o que encarece as exportações destes países e demonstra força da economia dos EUA.

Um país que não aceitou essa valorização cambial frente ao dólar foi a China, que manteve a taxa de câmbio de sua moeda ante o dólar, fazendo com que esta ficasse subvalorizada e que incentivasse as exportações deste país, e mantendo o déficit comercial norte-americano. A China serve de exemplo de país que não segue a “cartilha” neoliberal, sendo tachada de símbolo de concorrência desleal. Percebe-se que a política cambial vem se tornando uma variável central nesse novo arranjo.

Notam-se, na economia Mundial, a partir da década de 1990, os efeitos da “globalização financeira”, que somados a esse novo arranjo financeiro internacional, apresentaram oportunidades de inserção aos países periféricos diferente da adotada pela economia brasileira (atrelada aos preceitos do Consenso de Whashington).

No próximo tópico, vamos analisar como a literatura internacional vem retratando a questão cambial e a adoção de regimes cambiais pelos países em desenvolvimento.

## **5 REGIMES CAMBIAIS E SUAS IMPLICAÇÕES PARA OS PAÍSES EMERGENTES**

No início dos anos 90, a literatura sobre regimes cambiais defendia que, dada a necessidade de cumprir diversos objetivos (flexibilidade X compromisso e crescimento econômico X estabilização da inflação), as soluções intermediárias de câmbio (fixos/flexíveis) eram mais apropriadas para os países emergentes (LOURENÇO, 2004).

Na segunda metade dos anos 90, a sustentabilidade das políticas econômicas, a credibilidade e a prevenção de crises começaram a ser encaradas como critérios fundamentais para avaliar os regimes cambiais. Nesse contexto, a tese de que escolhas bipolares, quer regimes cambiais rígidos quer câmbios flexíveis, seriam melhores do que soluções intermediárias foi ganhando apoio crescente, principalmente, porque regimes intermediários seriam difíceis de ser sustentados e mais propensos a crises. Esta abordagem tem sido conhecida na literatura como “abordagem bipolar”. No âmbito das escolhas bipolares, a opinião dominante era de que as taxas de câmbio flexíveis seriam mais adequadas para a maioria das economias de mercado emergente, ficando o câmbio fixo reservado para situações especiais (LOURENÇO, 2004).

A “abordagem bipolar” parece derivar do princípio segundo o qual um país não pode simultaneamente obter três objetivos: estabilidade cambial, independência monetária e integração dos mercados financeiros a nível internacional. Num contexto de integração crescente dos mercados financeiros internacionais, o abandono da estabilidade cambial ou da independência monetária seria inevitável (MENDONÇA E PIRES, 2006).

No final dos anos 90, vários autores começaram a questionar a “abordagem bipolar”. FRANKEL (1999) adverte que, embora um país não possa manter simultaneamente a estabilidade cambial e a independência monetária, isso não nos leva ao argumento de que não se possa manter parcialmente alguma estabilidade e alguma independência.



FISCHER (2001), que antes defendia a abordagem bipolar, afasta-se dela, pois percebe que os países em vias de desenvolvimento que não se encontrem muito expostos a fluxos de capitais internacionais dispõem de uma vasta gama de opções de regimes cambiais intermediários.

Sobre a decisão de condução da política cambial, existem, atualmente, segundo LOURENÇO (2004), duas visões principais: economia política e “medo de flutuar”. A primeira abordagem foi apresentada por COLLINS (1996) e EDWARDS (1996), que defendem a existência de considerações de economia política que afetam a escolha de regimes cambiais. A segunda abordagem, apontada por CALVO e REINHART (2000, 2002) salienta que muitos países que afirmam ter regimes de câmbios flexíveis não permitem, afinal, que a sua taxa de câmbio flutue livremente, recorrendo a alterações das taxas de juro e a intervenções cambiais para afetar o seu comportamento.

A abordagem da economia política defende que um país sem estabilidade política pode ter um incentivo para deixar a moeda flutuar, visto não ter a capacidade política e o apoio para tomar as medidas impopulares necessárias para defender o câmbio. COLLINS (1996) assegura que, em regimes de câmbios flexíveis, os ajustamentos das taxas de câmbio são menos perceptíveis pelos agentes económicos e, assim, menos onerosos em termos políticos do que uma desvalorização.

A abordagem “medo de flutuar” trata de casos em que um país declara oficialmente seguir um regime de câmbio totalmente flexível, mas utiliza-se de intervenções no mercado cambial ou de alterações das taxas de juro para estabilizar o câmbio. Segundo CALVO e REINHART (2000, 2002), este comportamento se deve a desajustamentos cambiais elevados (dificuldades que os países enfrentam para conseguir financiar-se na sua própria moeda) e à exposição a riscos cambiais (a volatilidade cambial se traduziria em incerteza financeira e económica).

CALVO e REINHART (2000) salientam que a volatilidade da taxa de câmbio é mais onerosa para as transações em países de mercado emergente, uma vez que não dispõem dos instrumentos para cobrir os riscos cambiais. HAUSMANN ET AL (2001) apontam que os países de mercado emergente podem recear a flutuação por temerem as repercussões da taxa de câmbio sobre a inflação interna, sobretudo, se tiverem adotado metas de inflação.

Segundo HOLLAND e CANUTO (2001), existem 4 preocupações principais para a escolha do regime cambial: 1) Espaço para a gestão das políticas monetária e fiscal domésticas. Neste ponto, há que se destacar o fato de que a execução de políticas monetárias discricionárias pode ser interpretado por muitos como um sinal de um certo viés inflacionário; 2) Grau de autonomia de política monetária. Quanto maior é o espaço para políticas monetárias do tipo discricionárias, mais as Autoridades Monetárias farão uso das taxas de juros para estimular (ou desestimular) a atividade económica; 3) A instabilidade financeira, ou mais precisamente, sobre a volatilidade cambial; 4) A vulnerabilidade externa.

Assim, dada essa breve revisão sobre os regimes cambiais e sua relevância, bem como sobre os critérios que os países utilizam para a escolha destes, vamos partir para a observação de como os países do BRIC vem conduzindo sua política cambial e quais os impactos desta condução sobre suas economias.

## **6 AS EXPERIÊNCIAS CAMBIAIS NOS BRICs.**

Neste tópico, iremos analisar elementos da política cambial e alguns de política económica em um sentido mais amplo nos BRICs. A análise parte da economia brasileira, objeto de maior investigação no presente texto, sendo seguida pelos demais países componentes do grupo.

### **6.1 BRASIL**

O Brasil vem apresentando uma taxa média de crescimento de cerca de 2,6% a.a nos últimos 25 anos, que, quando comparado à média histórica do país é muito baixa. No início da década de 1990, a responsabilidade do baixo crescimento era atribuída à inflação, contudo, após a implementação do plano real e o fim do crônico problema inflacionário, o ritmo de crescimento de

outrora não foi retomado. Geralmente, associa-se este fato à eclosão das sucessivas crises financeiras internacionais, como a do México (1994-1995), Sudeste Asiático (1997) e Rússia (1998). Um fato que decorreu destas crises financeiras é que, a partir de 1999, o Brasil abandonou o sistema de bandas cambiais, utilizado desde a implementação do Real, e passou a adotar um regime de flutuação da taxa de câmbio. Ainda em 1999, adotou-se o sistema de metas de inflação, e procuravam-se superávits primários com o propósito de estabilizar a dívida pública interna. Este “novo modelo macroeconômico” permitiu algumas mudanças expressivas na economia brasileira, a saber: redução da taxa real de juros - de 25% a.a.(1994-1998) para 10% a.a. (1999-2005) - e uma desvalorização da taxa real de câmbio.

Após a adoção de um regime de câmbio flutuante em 1999, as taxas de juros, apesar de sofrerem uma redução, ainda assim, são bastante elevadas. Um efeito da adoção desse novo regime cambial foi que os movimentos de saída de capitais, marcadamente os de curto prazo, impactaram não apenas na perda de reservas internacionais e na elevação na taxa de juros, mas também sobre a própria taxa de câmbio.

Com a adoção do câmbio flutuante, o BCB programou várias medidas que buscaram dar uma maior flexibilidade ao mercado cambial e aos investimentos externos. Algumas das medidas foram; a unificação das posições de câmbio por parte das instituições financeiras e a flexibilização dos investimentos estrangeiros registrados no segmento comercial do mercado de câmbio.

Na operacionalização do regime de câmbio flutuante, não tem havido, por parte do BCB, o compromisso de intervir na taxa de câmbio. Dada a conjuntura internacional com a depreciação do dólar ante várias moedas, e sendo o real uma das que mais tem se valorizado frente ao dólar temos de olhar com bastante cuidado para esta situação, uma vez que essa apreciação causa problemas ao setor produtor nacional, que passa a enfrentar ainda maiores dificuldades para exportar, bem como deve reagir à entrada de importados.

Segundo CURADO e NAKABASHI (2007), o câmbio possui, no país, três principais forças de apreciação: 1) O Superávit comercial, que resulta do processo de expansão da economia mundial e do ciclo de valorização dos insumos em nível internacional; 2) A melhoria nos indicadores macroeconômicos tem contribuído para a entrada de dólares no país, particularmente, para a entrada de investimento estrangeiro direto; 3) A taxa de juros, que devido ao diferencial de juros elevado, atrai investimentos de curto prazo, pressionando ainda mais o mercado de câmbio.

De acordo com CURADO e NAKABASHI (2007), a combinação de superávits comerciais com a entrada de capitais de curto e longo prazo são os fatores fundamentais para a apreciação da moeda nacional. Segundo esses autores, tais fatores que influenciam a taxa de câmbio não irão cessar seus efeitos.

Mas, quais seriam as consequências desse processo de valorização cambial? Conforme Palma (2005), a América Latina vem passando por um processo de desindustrialização, e este processo cambial vem a somar para que cada vez mais o parque industrial se torne menos competitivo no cenário internacional.

No Brasil, a atual estratégia macroeconômica tem como foco o controle inflacionário, e, para tal, se abdica de um crescimento econômico mais robusto. A tabela 2 sugere que o elevado crescimento econômico, recentemente experimentado pelos demais BRICs, não produziu efeitos de ampliação significativa em sua taxa de inflação.

**Quadro 2 – Taxas de Inflação, Deflator do Produto Nacional Bruto (em média % de variação ao ano)**

País	1990-2000	2000-2004
China	5,5	2,7
Índia	6,6	3,9
Rússia	94,7	15,1

Fonte: *World Bank. World Development Indicators (2006).*

Sobre a inflação Russa, percebe-se uma queda significativa, caindo de 2.506,0%, em 1992, para 11,1% em 1997. Apesar do pico inflacionário de 1999 (127%), hoje, ela encontra-se em um dígito, e, na seção específica da Rússia, iremos analisar as opções de política econômica neste país. Já o comportamento inflacionário chinês e indiano mostram tendências bem abaixo da experiência Russa.

Outro aspecto importante é a inserção internacional das economias do BRIC e o papel que o Câmbio tem neste processo. Os dados da tabela 3 apresentam essas informações. A análise sugere a existência de uma nítida estratégia de crescimento do tipo *export-led*, dada a ampliação da participação no valor total das exportações observado.

### Quadro 3 - Países Selecionados: participação nas exportações mundiais (em %)

País	1980	1985	1990	1995	2000	2005
China	0,89	1,40	1,80	2,93	3,92	7,30
Índia	0,40	0,50	0,50	0,60	0,70	0,90
Rússia	nd	Nd	nd	1,8	2,4	2,57
Brasil	0,99	1,31	0,91	0,92	0,87	1,10

Fonte: *World Trade Organization (WTO)*

A tabela 3 também evidencia que a estratégia de ampliação da participação nas exportações mundiais não foi seguida pela economia brasileira.

Sobre as exportações, temos que, entre 1995 e 2000, o saldo comercial brasileiro apresentou-se sistematicamente deficitário, vale destacar a forte valorização do Real no período, que somada a reestruturação produtiva interna e ao incremento das importações, levou a este resultado. A partir de 2001, os efeitos da adoção do regime de câmbio flexível com intervenção foram notados. Apesar da elevada volatilidade da taxa de câmbio, o período compreendido entre 1999 e 2004 foi marcado pela tendência à desvalorização do Real, elemento que contribuiu para a melhora na competitividade externa dos produtos brasileiros, logo, um melhor desempenho exportador. A partir de 2004, percebe-se uma valorização do Real. No entanto a ampliação dos preços das *commodities* no mercado internacional e a forte demanda externa, que elevou as exportações, têm permitido manter- apesar do câmbio – um resultado superavitário na Balança Comercial.

Em suma, a discussão apresentada buscou destacar que, apesar da melhora no ritmo de crescimento nos últimos anos, a condução cambial brasileira, em desacordo com as dos demais BRIC, vem impactando de forma negativa sobre o crescimento do país, e que a ideia da contenção inflacionária acima de tudo e a flexibilidade do regime cambial não se observam nos demais BRICs, o que, sem dúvida, está associado a seus maiores ritmos de crescimento. Além disso, a preocupação de incremento na participação no comércio internacional realizada por esses países vem surtindo efeitos positivos neles.

## 6.2 CHINA

A China vem desempenhando um papel importantíssimo na economia mundial atualmente, para se ter ideia deste papel, ela contribuiu com cerca de 24,0% do crescimento mundial entre 2001-2003, além de apresentar um crescimento médio do PIB de 9,3% ao ano entre 1990 e 2004 (FERRARI FILHO e PAULA, 2006).

A China tem mantido, desde 1994, um regime cambial que é considerado, formalmente, um sistema de câmbio flutuante administrado com uma banda restrita. Contudo, entre 1994 e 2005, observa-se a manutenção de uma taxa fixa atrelada ao dólar. Apenas a partir de 2005 um novo regime cambial passou a vigorar, conduzindo a uma pequena valorização. O novo regime de câmbio chinês, adotado em 2005, rompeu com a estratégia utilizada por mais de 10 anos. A moeda passou a poder flutuar dentro de uma banda estreita com limite diário de flutuação, inicialmente, fixado em

0,3%, entretanto os movimentos podem estar ponderados de distintas formas entre as moedas que compõem a cesta, inclusive a ponderação das moedas dentro da cesta é desconhecida (IMF, 2006). Para EICHENGREEN (2006) o predomínio seria do dólar, representando cerca de 40 a 50%, e o restante da cesta seria composto em função da participação de cada país no comércio exterior chinês, bem como de aspectos financeiros, como o perfil da dívida externa da China em termos de denominação monetária e a origem dos fluxos de investimento externo.

GOLDSTEIN (2007) aponta-nos que a pequena valorização da moeda chinesa evidencia que a vontade de cooperar demonstrada pela China está aquém do desejado pelos EUA, contudo já ocorre alguma cooperação.

Não se trata de todo de uma má-vontade chinesa, apesar de seus Policy-makers argumentarem sobre a soberania de decisão de cada país sobre sua taxa de câmbio, MUSSA (2007) ressalta que esta soberania fere o artigo IV do FMI que argumenta que as nações devem cooperar para a estabilidade do sistema financeiro internacional e seguir as orientações deste. Mas alguns aspectos devem ser destacados para fundamentar as escolhas cambiais chinesas. Um deles é que os bancos chineses foram capitalizados com ativos financeiros denominados em dólares, e uma forte desvalorização cambial causaria um desequilíbrio patrimonial nos bancos chineses, podendo gerar efeitos negativos sobre o sistema financeiro e sobre a economia em seu todo, como acentuam ROUBINI e SETSER (2005).

Outro aspecto é a preocupação com a sustentabilidade do crescimento, que, segundo ROUBINI e SETSER (2005), poderia levar à inflação, o que seria ruim para o crescimento, assim, a valorização controlada permitiria reduzir potenciais pressões inflacionárias.

Segundo VIEIRA (2006), a “administração” da taxa de câmbio chinesa sustenta-se pelo crescente e enorme volume de reservas internacionais e pelos controles na entrada e saída na conta de capitais. Os controles sobre as transações em moeda estrangeira têm sido gradualmente relaxados, e as transações cambiais relativas à conta corrente foram permitidas a partir de 1997, ao mesmo tempo em que tarifas e quotas sobre importações foram reduzidas ou levantadas. Tais medidas, em geral, diminuem as restrições quantitativas à compra de moeda estrangeira, ao mesmo tempo em que dão maior liberdade às instituições estrangeiras a operar no mercado financeiro e cambial doméstico. A liberalização gradual do sistema cambial na China tem ajudado a garantir uma oferta adequada e prudente de recursos externos, a manter a taxa de câmbio estável e isolar o mercado financeiro doméstico das flutuações violentas do mercado financeiro internacional, em particular, as oscilações nas taxas de juros externas e taxas de câmbio.

A gestão macroeconômica da China está relacionada com sua estratégia de crescimento de longo prazo. Esse fato aparece de forma mais explícita na gestão cambial, na qual as intervenções do governo fizeram com que as reservas internacionais superassem a casa de US\$ 1 trilhão em 2006.

Outro ponto importante da escolha cambial chinesa é a análise de seu Balanço de Pagamento. As exportações na China saltaram de US\$ 151 bilhões, em 1996, para mais de US\$ 762 bilhões em 2005. Por sua vez, o valor das importações também cresceu numa velocidade significativa, saltando de cerca de US\$ 131,5 bilhões, em 1996, para mais de US\$ 628 bilhões em 2005. Ao longo dos últimos anos, a Balança comercial chinesa foi superavitária. Os superávits alcançados, durante o período, pela soma da Conta Capital e Financeira – exceto em 1998, em decorrência da crise – reforçam a tendência para acúmulo de dólares no país. O superávit no Balanço de Pagamentos chinês saltou de US\$ 31,7 bilhões, em 1996, para, US\$ 207,3 bilhões em 2005.

Em suma, a China combina nos últimos anos, expressivos superávits comerciais e, no saldo em transações correntes, com significativa entrada de capitais externos no país. O acúmulo de dólares, no entanto, não tem provocado uma valorização cambial expressiva. Em grande medida, isto se deve à política cambial seguida pelo governo chinês de forte intervenção no mercado de câmbio, uma vez que esta variável está diretamente ligada com a estratégia de desenvolvimento chinesa.

Por outro lado, o ritmo de acumulação de reservas aumenta a liquidez doméstica, os preços e a dívida pública. A dívida pública, em 2006, era de 17% do PIB, com tendência de crescimento, tanto pela esterilização cambial, como pelos empréstimos problemáticos do sistema financeiro e a

dívida externa de empresas estatais, porém este problema é mais potencial do que concreto. Entretanto, uma eventual redução no ritmo de aquisição asiática de ativos denominados em dólares, especialmente, de dívida pública, poderá contaminar os mercados de dívida, o que poderá levar: (i) a uma elevação mais intensa dos juros longos; e/ou (ii) a um ajuste fiscal mais forte, capaz de sinalizar para a solvência dos papéis governamentais dos EUA.

Assim, percebe-se que o câmbio vem desempenhando um papel central na política econômica chinesa, tendo repercussão direta e indireta no elevado crescimento econômico do país.

### 6.3 RÚSSIA

ESANOV, MERKL e SOUZA (2005) destacam que a dissolução da União soviética, em 1991, não levou a uma imediata estabilização monetária na Rússia, nem tampouco conduziu à geração de uma autoridade monetária independente e capaz de guiar a política monetária do país. Para se ter ideia da complexidade da situação, até 1993, várias das ex-repúblicas da URSS recorriam ainda ao banco central russo para suas operações e utilizavam o rublo como moeda. Apenas a partir de 1993 é que o banco da Rússia passou a ter independência na condução de sua política monetária, contudo esta se viu restrita pelo enorme déficit orçamentário causado pela brusca queda do produto. Somente em meados de 1995 a economia Russa passou a apresentar sinais de estabilização, e, assim, a política monetária russa ganhou espaço.

Com a possibilidade de adoção de políticas econômicas, o banco central russo adotou uma política monetária restritiva e introduziu um regime cambial *pegged* com bandas em relação ao dólar a partir de julho de 1995, substituindo o regime “dirty float” existente até então. Um resultado desta mudança foi a redução da inflação e assim, o banco da Rússia passou a operar por meio de instrumentos indiretos, como metas de taxas de juros e estabelecimento de reservas.

Apesar das melhoras, a crise asiática de 1997 causou efeitos negativos sobre o país. O choque externo levou a uma redução da confiança dos investidores na Rússia, resultando em saída de capitais, o que forçou o banco da Rússia a defender as bandas cambiais. Nesse processo de intervenções no mercado cambial, a Rússia queimou dois terços de suas reservas, mas conseguiu defender-se e manter as bandas cambiais. Em agosto de 1998, o ataque se repetiu, mas a história não, e, desta forma, a Rússia se viu obrigada a desvalorizar o rublo e abandonar as bandas cambiais. A partir de 1998, uma meta cambial “de facto” tem sido adotada como política.

A aguda depreciação do rublo provocou a uma rápida aceleração da inflação, todavia as dívidas denominadas em rublos foram reestruturadas, mas a confiança dos investidores permaneceu declinante, o que agudizou a incerteza política no país. O Banco Central Russo, para preservar o sistema financeiro, fez valer a função de emprestador de última instância, injetando liquidez no sistema bancário, reduzindo a taxa de reservas compulsórias e estendendo, consideravelmente, os novos créditos. Todavia a base monetária caiu, substancialmente, em termos reais, refletindo a queda do produto e a utilização de formas de pagamento não monetárias.

Como consequência disso tudo, a inflação ganhou força, situando-se por volta de 30% em 1999, fazendo com que a contenção inflacionária se tornasse um dos objetivos principais dos russos. O banco central russo passou a adotar uma política reducionista, enxugando a liquidez do sistema bancário. Como resultado, a taxa de inflação caiu, e a taxa de câmbio se estabilizou.

O aumento do preço do petróleo e de seus derivados fez com que a participação do comércio exterior na economia aumentasse e também ocorresse uma entrada de capitais. Estes resultados somados conduziram a uma valorização do câmbio real, deslocando a atenção do Banco central para ele. O desempenho positivo no balanço de pagamentos Russo e a relutância do banco central em permitir uma efetiva apreciação real do rublo, levaram a um aumento da pressão sobre a política monetária.

ESANOV, MERKL e SOUZA (2005) apontam que o Banco da Rússia tem seguido metas de agregados monetários em suas decisões. Nos momentos de alta inflação e em que o gap do produto é positivo, o banco da Rússia responde com redução dos agregados monetários em termos reais. Nos momentos de apreciação da taxa de câmbio, a resposta é a política monetária expansionista.

Percebe-se a ocorrência de mudança na condução cambial em 1995, e, após esta, os principais objetivos vêm sendo a redução da inflação e a estabilização da taxa de câmbio, conforme pode ser visto na tabela 3.

A Rússia cresceu 6,8% ao ano entre 1999 e 2004, o que demonstra vigor para uma economia que recém tinha saído de uma crise, que foi causada, entre outros fatores, pelo déficit público nominal elevado, como destacam AHREND e TOMPSON (2005).

A partir de 1999, com um forte ajuste fiscal, o déficit público caiu, somado à elevação do preço do barril do petróleo no mercado internacional, ao aumento da demanda doméstica, influenciada pela queda nas taxas de juros e ao consequente aumento do crédito bancário foram os fatores responsáveis pelo crescimento (IMF, 2004).

No que diz respeito à performance do setor externo russo, entre 1999 e 2003, a balança comercial acumulou um superávit próximo a US\$ 250,0 bilhões. As reservas cambiais Russas passaram de US\$ 8,5 bilhões, em 1999, para quase US\$ 300 bilhões em 2007.

SCHNABL (2005) aponta que os déficits que a economia dos Estados Unidos vem apresentando, somados à queda do dólar, têm feito com que muitas economias aumentem suas reservas estrangeiras. Neste contexto, a Rússia anunciou planos de dar maior peso ao euro em suas operações cambiais.

**Quadro 4 – Objetivos do Banco Central Russo entre 1999-2004.**

1999	2000	2001	2002	2003	2004
O agregado M2 deve crescer a uma taxa entre 18-26%	O agregado M2 deve crescer a uma taxa entre 21-25%	O agregado M2 deve crescer a uma taxa entre 27-34%	O agregado M2 deve crescer a uma taxa entre 22-28%	O agregado M2 deve crescer a uma taxa entre 20-26%	O agregado M2 deve crescer a uma taxa entre 19-25%
Redução da inflação para 30%	Redução da inflação para 18%	Redução da inflação para 12-14% ao ano.	Redução da inflação para 12-14% ( introdução do core inflation)	Redução da inflação para 10-12% ( core inflation 8-8,5%)	Redução da inflação para 8-10% (Core inflation 7-8) Para 2005 6,5-8,5% e 5,5-7,5% em 2006.
Crescimento de produto: Queda entre -1 e -3%.	Crescimento de produto: 1,5%	Crescimento de produto: entre 4-5%	Crescimento de produto: entre 3,5-4,5%	Crescimento de produto: entre 3,5-4,5%	Crescimento de produto: entre 3,5-4,5%
Taxa de câmbio: Sem políticas formais	Taxa de câmbio: Sem políticas formais	Taxa de câmbio: Sem políticas formais	Taxa de câmbio:meta de câmbio nominal	Taxa de câmbio: valorização do câmbio real entre 4-6%.	Taxa de câmbio: valorização do câmbio real entre 3-5%. Intervenção se for superior a 7%.

Fonte: Esanov, Merkl e Souza (2005).

As chances de que o euro venha a se tornar a âncora cambial para o rublo são grandes, uma vez observadas e levadas em conta as perspectivas de estabilização macroeconômica e os custos para transações de comércio internacional.

Vale destacar que a União Europeia é o maior parceiro comercial da Rússia, logo, a adoção desta âncora reduziria custos para a economia russa. Apesar disso, a estabilização cambial, pautada no dólar, continua a ser executada na Rússia.

RAUTAVA (2004) examina a importância do câmbio real e do preço do petróleo no desempenho da economia russa, encontrando como resultado que influenciam fortemente a economia russa, ou seja, a entrada de petrodólares ajuda a manter o regime cambial.

O euro se configura como uma boa opção para âncora cambial na Rússia por duas razões: 1) A União Europeia apresenta grande volume de comércio internacional, baixa inflação e moderados déficits governamentais. Além disso, os mercados financeiros são altamente desenvolvidos e a política monetária foca-se puramente na economia doméstica, o que proporciona uma flutuação livre do euro; 2) A alta integração entre a economia Russa e a União Europeia.

Esses aspectos ganham relevância, uma vez que EICHENGREEN e HAUSMANN (1999) demonstram que o fluxo internacional de capitais vem ganhando cada vez mais importância na explicação das políticas cambiais. O incentivo para a estabilização cambial deriva do fato de que os agentes privados e públicos encontram dificuldades para tomar empréstimos e emprestar em moeda local por conta dos mercados de capitais pouco desenvolvidos e do histórico de inflação e depreciação cambial, o que torna a moeda nacional não confiável, fazendo com que a utilização de moedas fortes seja necessária para reduzir a incerteza das operações. Assim, a estabilidade cambial ajuda na proteção às empresas domésticas e instituições financeiras contra esse tipo de risco, conforme salienta EICHENGREEN et al. (2003).

SCHNABL (2005) esclarece que o forte incentivo para a Rússia conduzir sua política cambial de forma dúbia, ou seja, pautada em um conjunto de moedas, é o medo da depreciação do dólar. FRANKEL (1999) argumenta que nenhum regime cambial é indicado para todos os países durante todo o tempo, assim, a dolarização parece perder força na Rússia, uma vez que o regime peg parece contribuir para a pressão inflacionária recente na Rússia, o que faz o país repensar suas estratégias cambiais. O fato dos mercados financeiros Russos serem pouco desenvolvidos faz com que a ideia de uma livre mobilidade cambial não seja plausível, e que o Euro torne-se cada vez mais uma alternativa robusta para âncora cambial.

## 6.4 ÍNDIA

A Índia vem sendo um dos exemplos internacionais de elevado crescimento econômico a partir da década de 1990. Para se ter idéia deste crescimento, o país registrou uma taxa média de 5,7% no período 1990-2004. Os aspectos centrais para esse desempenho são: crescimento do mercado interno, da existência de um segmento da mão de obra altamente qualificada e da introdução de reformas econômicas. Além disso, existe uma forte proteção ao mercado doméstico e alta participação do Estado na economia (FERRARI FILHO e PAULA, 2006).

A abertura econômica na Índia se deu em 1991, motivada por uma crise do balanço de pagamentos. Este processo ocorreu de forma gradual, sendo a conta de capital progressivamente liberalizada e o regime cambial alterado, de um regime de câmbio fixo para um regime de câmbio flutuante administrado.

Desde a adoção de um regime de câmbio flutuante, a taxa de câmbio (rúpia/dólar) tem apresentado uma volatilidade menor do que a de outros países que adotaram esse regime cambial, sendo apenas durante a crise asiática verificada uma variação aguda (IMF, 2001).

A absorção de choques externos não se dá apenas por meio da taxa de câmbio uma vez que se utilizam instrumentos extracambiais para absorver choques externos. De forma geral, o câmbio vem sendo desvalorizado nominalmente. Apesar da desvalorização da taxa de câmbio nominal, a taxa de

câmbio efetiva real tem sido relativamente estável, vindo a se apreciar somente a partir de 2001/02. A explicação deste comportamento está na evolução da taxa de inflação, que se manteve relativamente elevada até o ano fiscal de 1998/99 (taxas superiores a 6,0% ao ano), o que atenuou atenuando os efeitos da desvalorização do câmbio nominal sobre o câmbio real, caindo, a partir de 1999/2000, para menos de 4,0% ao ano (FERRARI FILHO e PAULA, 2006).

O Banco da Índia tem atuado ativamente no mercado cambial, procurando evitar que transações de grande magnitude que possam resultar em uma excessiva volatilidade da taxa, para assegurar uma razoável estabilidade na taxa de câmbio efetiva real. Os instrumentos utilizados são: intervenção no mercado spot, utilizando transações futuras e de swap de câmbio, e medidas administrativas. (FERRARI FILHO e PAULA, 2006).

A maior estabilidade da taxa de câmbio na Índia tem sido acompanhada por uma taxa de juros mais volátil, uma vez que tal estabilidade cambial faz com que a variável de ajuste da política macroeconômica passe a ser a taxa de juros, que pode, inclusive, ser empregada para os propósitos de manter uma maior ordenação no mercado cambial.

MOHAN (2006) ressalta que, após a crise no balanço de pagamentos de 1991, a estabilização da economia Indiana veio acompanhada de reformas estruturais que atingiram amplas áreas. Esta grande mudança aconteceu em um momento de inflexão da condução da política monetária na Índia. Um dos aspectos centrais a serem compreendidos é a existência de múltiplas metas para a autoridade monetária, o acerto macroeconômico e a estabilidade de preços.

A crise do início dos anos 1990 fez com que ocorresse uma hierarquização dos objetivos da política econômica no país, que conduziu à geração de sinergias e complementaridades entre a busca pela redução da inflação e a estabilidade financeira. Além disso, o sistema regulatório, de supervisão e financeiro levaram a um aumento da credibilidade na condução da política monetária indiana.

Essa nova forma operacional para a política monetária indiana impeliu a uma transformação durante os anos 1990. A variedade de intervenções na taxa de juros e nos fluxos de crédito bancário, que marcou as décadas de 1970 e 1980 no país, foi substituída por um amplo sistema de metas monetárias, imbuídas de indicadores capazes de sinalizar sobre o sucesso/insucesso das medidas adotadas.

No que se refere ao comércio internacional, o país apresenta uma considerável expansão das exportações, que saltaram de, aproximadamente, US\$ 18 bilhões em 1990 para mais de US\$ 100 bilhões em 2005. No entanto vale a pena destacar que, de acordo com dados da Organização Mundial do Comércio (OMC), a participação do país no comércio internacional não foi sensivelmente alterada. A velocidade de crescimento das importações foi também significativa. O país que, em 1990, importava cerca de US\$ 24 bilhões passou, em 2005, a importar mais de US\$ 142 bilhões.

Os resultados da conta de capital permitem afirmar que o país tem conseguido obter uma entrada líquida de capital suficiente para cobrir o déficit em transações correntes, possibilitando assim a observação de superávits no Balanço de Pagamentos. Neste sentido, chama atenção o fato de o país não ter passado por dificuldade na atração de capitais, durante a crise financeira da Ásia, em 1997. Nesse ano, a entrada de capital manteve-se muito próxima à registrada no ano anterior, propiciando inclusive, a acumulação de reservas internacionais.

A geração de superávits no Balanço de Pagamentos, no entanto, não tem se traduzido numa valorização da rúpia, como poderia ser esperado. Dois aspectos relevantes devem ser discutidos sobre o comportamento das taxas de câmbio na Índia. A primeira diz respeito ao regime cambial adotado pelo Banco Central do país. A segunda ao papel desempenhado pelo controle de capitais no país. No que se refere ao primeiro aspecto, SHAH e PATNAIK (2005) argumentam que, embora o Banco Central do país adote formalmente (*de jure*) um regime de câmbio flexível, no qual a taxa de câmbio é determinada pelo mercado, *de facto* o conjunto de operações do Banco Central no mercado de câmbio tem influenciado o comportamento dos preços no mercado, configurando, portanto, um regime de administração da taxa.



A materialização das intervenções do Banco Central indiano no mercado de câmbio é traduzida pela acumulação de reservas internacionais do país ao longo dos últimos anos. Desde 2001, o Banco Central vem empreendendo uma agressiva política de compra de reservas cambiais, o que, em última, instância tem contribuído de forma decisiva para evitar um processo mais intenso de valorização da rúpia.

## 7 CONCLUSÕES

O intuito do presente trabalho foi mostrar as experiências recentes da condução cambial, e também de perspectivas quanto a esta condução realizadas pelos países componentes do BRIC. Não se tem como propósito argumentar que, no caso brasileiro, deveriam ter sido tomadas medidas em sua condução cambial iguais ou mesmo semelhantes a outros países do grupo, mas sim alertar que os países vêm atuando de formas bastante diversificadas e que se constitui em um equívoco o pensamento que há apenas uma forma de proceder políticas, de pensar economia e de inserir internacionalmente tais países.

Entre os exemplos mostrados, podemos observar que, as demais economias analisadas vêm apresentando um dinamismo econômico superior ao brasileiro, destacando que a política cambial teve participação ativa nesse processo. Analisou-se que a China e a Índia vêm administrando seus regimes cambiais e têm sido casos bem sucedidos de gerenciamento da política macroeconômica, tencionando criar um ambiente de estabilidade para o crescimento, no Brasil busca-se criar um ambiente de baixa inflação e estabilidade, contudo, não um ambiente de crescimento, devido à valorizada taxa de câmbio e elevada taxa de juros.

Na Rússia, apesar de todos os problemas da transição para uma economia de mercado, e também dos problemas relacionados à inflação elevada, verificou-se a adoção de políticas econômicas ativas, que, além de se preocupar com a contenção inflacionária, preocupavam-se também com o crescimento econômico.

Assim como uma conclusão do trabalho, temos que a adoção de estratégias cambiais plenamente flexíveis não são adotadas por Rússia, China e Índia, longe disso, estes países procuram tratar a taxa de câmbio com um cuidado especial, um vez que reconhecem sua importância para o crescimento econômico e o papel que este desempenha em suas estratégias de desenvolvimento. Já para o Brasil não podemos argumentar da mesma forma.

Assim, como uma conclusão do trabalho temos que a adoção de estratégias de políticas econômicas de cunhos nitidamente liberalizantes, que não asseguraram ao Brasil um crescimento sustentado e financeiramente estável. Já a Índia e China, que utilizaram programas de estabilização, reestruturação econômica e reduziram substancialmente a restrição externa, conseguiram de formas diferenciadas construir bases para o crescimento econômico sustentado.

## Referências bibliográficas

AHREND, R.; TOMPSON, W. Fifteen years of Economic Reform in Russia: what has been achieved? What remains to be done? Economic Department Working Papers, nº 430, OECD, May. 2005

BELLUZO, L. G. M O declínio de Bretton Woods e a emergência dos mercados globalizados. Economia & Sociedade, IE-Unicamp, n.4, junho, 1995.

BRESSER, L. C. Macroeconomia da Estagnação: crítica da ortodoxia convencional no Brasil pós-1994. Editora 34, São Paulo, 2007.

- CALVO, G. A; REINHART, C. M. Fear of Floating. *The Quarterly Journal of Economics*, Volume 117, Issue 2, 379-408, 2002.
- CALVO, G. A; REINHART, C. M. Fixing for your Life. *NBER Working Papers Series* 8006, 2000.
- CAMARRA, M., SALAMA, P. A inserção diferenciada – com efeitos paradoxais – dos países em desenvolvimento na mundialização financeira. In: Chesnais, F. *A finança mundializada*. Ed. Boitempo, São Paulo, 2005.
- CANUTO, O., LAPLANE, M. Especulação e instabilidade na globalização. *Economia & Sociedade*, IE-Unicamp, n.5,dez, 1995.
- CARCANHOLO, M. D. Abertura externa e liberalização financeira: Impactos sobre crescimento e distribuição no Brasil dos anos 90. Tese de doutorado. UFRJ, Rio de Janeiro, 2002.
- CHANG, H. J. The East Asian development experience. In: CHANG, H. *The East Asian development experience*. In: CHANG, Ha-Joon (Ed.). *Rethinking development economics*. Anthem Press, 2003.
- CHESNAIS, F. “Mundialização Financeira e Vulnerabilidade Sistêmica”, em: Chesnais, F. (Coord.) *A Mundialização Financeira: gênese, custos e riscos*, São Paulo, Ed. Xamã. 1999
- COLLINS, S. On becoming more flexible: exchange rate regimes in Latin America an in the Caribbean, *Journal of Development Economics*: Volume 51, 117-138, 1996
- COUTINHO, L. Notas sobre a natureza da globalização. *Economia & Sociedade*, IE-Unicamp, n.4, junho, 1995.
- CROCETTI, Z. S. Geografia do neoliberalismo. Disponível em: <http://www.revistaintellecto.cenegri.org/crocetti.pdf>. 2004.
- CUNHA, A. M. , Ferrari, A. A argentina em dois tempos da conversibilidade à reestruturação da dívida. *Revista de Economia Contemporânea*. Vol. 10 n.2 Rio de janeiro, 2006.
- CURADO, M.; NAKABASHI, L. Alternativas para contenção do processo de valorização da taxa de câmbio brasileira. *ECONOMIA & TECNOLOGIA*. UFPR. Curitiba. Ano 03, Vol. 09, Abr./Jun. de 2007
- DE BRUNHOFF, S. a instabilidade financeira internacional. In: Chesnais, F. *A finança mundializada*. Ed. Boitempo, São Paulo, 2005.
- DOOLEY, M, FOLKERTS-LANDAU, D & GARBER, P. An Essay on Revived Bretton Woods System. National Bureau of Economic Research. Working Paper. N. 9971, September 2002
- EDWARDS, S. The determinants of the choice between fixed and flexible exchange rate regimes, *NBER Working Paper* 5756, 1996.
- EICHENGREEN, B. Global imbalances and the lessons of Bretton Woods. National Bureau of Economic Research. Working Paper, May, 2004.
- EICHENGREEN, B. China’s Exchange Rate Regime: the long and short of it, 2006. Disponível em: <http://www.econ.berkeley.edu/~eichengr>

- EICHENGREEN, B; HAUSMANN, R. Exchange rates and financial fragility. Working paper 7418. NBER, Cambridge, MA, 1999.
- EICHENGREEN, B; HAUSMANN, R; PANIZZA, U. The pain of original sin. Mimeo. 2003.
- ESANOV, A; MERKL, C; SOUZA, L. V. Monetary policy rules for Russia. Journal of Comparative Economics 33, 484–499, 2005.
- FERRARI FILHO, F. PAULA, L. F. Liberalização financeira e performance econômica: a experiência recente do BRIC. Disponível em: [http://www.corecon-rj.org.br/pdf/ced\\_bric\\_sep.pdf](http://www.corecon-rj.org.br/pdf/ced_bric_sep.pdf), 2006.
- FISCHER, S. Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?“, Journal of Economic Perspectives, XV, 3-24, 2001.
- FRANKEL, J. No Single Currency Regime is Right for all Countries or at all Times”, NBER Working Paper 7338, 1999.
- GOLDSTEIN, M. A (Lack of) Progress Report on China’s Exchange Rate Policies. iie Working Paper, Washington, dc: Institute for International Economics, 07-05, 2007.
- HAUSMANN, R.; PRITCHETT, L.; RODRICK, D. Growth accelerations. John F. Kennedy School of Government, Harvard University, Draft, Apr. 2004.
- HAUSMANN, R; PANIZZA, U; STEIN, G. Why Do Countries Float the Way They Float?“, Journal of Development Economics: LXVI, 387-417, 2001.
- HOBBSAWN, E. Sobre História. Ed. Companhia das Letras, São Paulo, 2000.
- HOLLAND, M. e CANUTO, O. Macroeconomic Interdependence and Exchange Rates in Latin América. Paper apresentado na International Conference on International Financial Architecture. Rio de Janeiro, 25 a 26 de julho, 2001.
- IMF; India: Recent Economic Developments and Selected Issues. IMF Country Report nº 01/191, 2001.
- IMF. Russia: Staff Report for the 2004 Article IV Consultation. IMF Country Report nº 04/314, September. 2004
- IMF. People’s Republic of China: Staff Report for the 2006. Washington, dc: International Monetary Fund, 2006.
- LOURENÇO, R. F. Regimes cambiais: panorama geral desde as crises nas economias de mercado emergente em meados dos anos 90. Boletim Econômico. Banco de Portugal, p. 129-144, setembro 2004.
- MENDONÇA, H. F; PIRES, M. C. C. Liberalização da conta de capitais e inflação: a experiência brasileira no período pós-real. Estud. Econ. vol.36 no.1 São Paulo Jan./Mar. 2006

- MOHAN, R. Monetary Policy and Exchange Rate Frameworks: The Indian Experience. International Monetary Fund and Monetary Authority of Singapore in Singapore on May 25, 2006.
- MCKINNON, R.I. *The Order of Economic Liberalization: financial control in the transition to a market economy*, Baltimore, John Hopkins University Press. 1991
- OHMAE, C. *The Borderless World*. London:Collins, 1990.
- PALMA, G. Latin America during the second half of the twentieth century: From the ‘age of extremes’ to the age of ‘end-of-history’ uniformity. In: CHANG, H. *The East Asian development experience*. In: CHANG, Ha-Joon (Ed.). *Rethinking development economics*. Anthem Press, 2003.
- PALMA, J. G. Four sources of deindustrialization and a new concept of the Dutch disease. In: Ocampo, J.A. (ed.) *Beyond Reforms*. Palo Alto (CA): Stanford University Press, 2005.
- PURUSHOTHAMAN, R.; WILSON, D. Dreaming with BRICs: the path to 2050. <http://www.gs.com>, Global Economics Paper, nº 99, October. 2003.
- RAUTAVA, J. The role of oil prices and the real exchange rate in Russia’s economy—A cointegration approach. *Journal of Comparative Economics* 32 (2), 315–327, 2004
- ROUBINI, N; SETSER , B. The China Trip, 2005. Disponível em <http://pages.stern.nyu.edu/~nroubini/ChinaTripReport-Roubini-Setser.pdf>.
- SCHNABL, G. International capital markets and exchange rate stabilization in the CIS. *Journal of Comparative Economics* 33, p. 425–440, 2005.
- SHAH, A & PATNAIK, I. India’s Experience with Capital Flows: The Elusive Quest for Sustainable Current Account Deficit. National Bureau of Economic Research (NBER). Working Paper Series. N. 11387, may, 2005
- VIEIRA, F. V. China: Crescimento econômico de Longo Prazo. *Revista de economia política*, vol. 26, n. 3, 2006.
- WILLIAMSON, J. “What Washington Means by Policy Reform”. In: *Latin American Adjustment: How much has happened?* Washington: Institute of International Economics. 1990.