

LIBERALIZAÇÃO FINANCEIRA E CÂMBIO FLEXÍVEL: A ABERTURA DAS CONTAS EXTERNAS NO DESENVOLVIMENTO DE PAÍSES EMERGENTES DURANTE O PADRÃO DÓLAR FLEXÍVEL

Rafael Dornelles Feler *

Resumo Observa-se a relação das políticas cambiais dos países emergentes e seus resultados em termos de desenvolvimento econômico ao longo do período do padrão monetário dólar flexível. O trabalho apresenta os principais argumentos teóricos pelos quais uma política cambial ativa poderia ou não influenciar as trajetórias de desenvolvimento de um país. Seguidamente, parte-se para uma análise histórica das políticas cambiais de América Latina, Ásia e África durante o período tratado. Das observações realizadas, analisa-se os recentes debates a respeito do uso de política cambial ativa, concluindo ser provavelmente vantajosa, por parte de emergentes, a adoção de políticas ativas de colocação de sua posição no cenário internacional, uma vez que a alternativa de coordenação parece uma saída muito distante ao que atualmente convencionou-se chamar de ‘guerra cambial’.

Palavras-chave: Câmbio. Políticas Cambiais. Desenvolvimento Econômico. Economias Emergentes. Experiências de Desenvolvimento Comparadas.

Classificação JEL: F31, O24

Abstract: It is observed the relationship of exchange rate policies adopted by developing countries and their results in terms of economic development over the period in which it has been shown to be valid currency standard of floating dollar. To this end, the paper presents the main theoretical arguments

* PPGE IE / UFRJ e Economista da área de Exportação do BNDES; rafaelfeler@ufrj.br;

O autor agradece a Carlos Medeiros, Jagdish Bagwati, Armando Castelar, Ricardo Barboza e Daniel Brum pelo tempo dedicado na ajuda da formulação deste artigo. A responsabilidade do publicado é, no entanto inteiramente do autor.

by which an active exchange rate policy might or might not influence the developmental trajectories of a country. Then we proceed to a historical analysis of exchange rate policies of Latin America, Asia and Africa during the period analysed. From the observations made, we analyze the recent debates about the use of active exchange rate policy, concluding to be probably advantageous, by emerging countries, to adopt active policies for placing its position in the international arena, since the alternative of international coordination seems a very far out to what is now conventionally called 'exchange war'.

Keywords: Foreign Exchange. Foreign Exchange Policy. Economic Development. Emerging Economies. Comparative Development Experiences.

JEL Code: F31, O24

“I hope that policymakers in all countries can work together cooperatively to achieve a stronger, more sustainable, and more balanced global economy.”

Ben S. Bernanke²², presidente do Federal Reserve

I. INTRODUÇÃO

Por taxa de câmbio pode-se entender o preço de uma unidade monetária de uma determinada moeda em unidades monetárias de outra. Direta ou indiretamente, este ‘preço da unidade monetária’ afeta quase todos os demais preços de uma economia. Mais do que isso, no entanto, as bases e as formas de movimento da taxa de câmbio podem ser vistas como instrumentos de política econômica e de manifestação de poder político e econômico no sistema internacional.

²² Na sexta conferência de bancos centrais do Banco Central Europeu, Frankfurt, Alemanha, em 19 de novembro de 2010.

Ao longo dos últimos dois séculos, diferentes padrões de conversão monetários internacionais tiveram lugar central na forma como se desenvolvia a atual economia globalizada. Pode-se afirmar que de 1819 a 1914, durante o mandato da Pax Britânica, a economia mundial realizou suas trocas externas baseada no padrão ouro-libra. À época, o poder econômico obtido como resultado da revolução industrial pela Inglaterra permitia que esta mantivesse sua paridade fixa com o ouro. Naquele momento, o país apresenta um déficit comercial, “não tem déficits em conta corrente (...) e financia todo o seu déficit de balança de pagamentos causado pela saída de capital de longo prazo, recebendo as aplicações de curto prazo do resto do mundo” (SERRANO, 2002).

Do advento da Primeira Guerra ao início dos anos 30, vê-se um período de crise, durante o qual o padrão anterior tenta sem sucesso se estabilizar. Da Segunda Guerra aos anos 70, o poder americano toma corpo e estabelece o padrão ouro-dólar, baseado nas instituições de Bretton Woods. A hegemonia americana se torna credora do resto do mundo e sua moeda se firma como padrão monetário internacional, mas ainda vinculada a um lastro em ouro.

Ao longo dos anos 60, contudo, a economia norte-americana começa a assistir uma perda de competitividade que pede uma desvalorização da moeda americana. A primeira estratégia a se pensar seria uma desvalorização do dólar com relação ao ouro, que era a paridade mantida até então. Isso resultaria, no entanto, em um enfraquecimento da posição econômica dos EUA e uma possível restrição do balanço de pagamentos, na medida em que as trocas internacionais pudessem voltar a ser feitas diretamente em ouro. A falha de uma desvalorização internacional coordenada leva, em 1971, a uma atitude unilateral por parte do governo de Nixon na direção da inconvertibilidade do dólar em ouro. Estava preparado o

movimento de desvalorização da moeda e de instauração do novo padrão monetário, o padrão dólar-flexível.

A firmação do novo padrão se daria após o segundo choque do petróleo, em 1979, quando a resposta do FED de Paul Volcker é dada com um choque de juros na política monetária, que gera uma recessão mundial. A forma como o movimento do dólar afeta, neste momento, as demais economias centrais é suficiente para que as mesmas deixem de questionar o novo padrão e aceitem o dólar como a moeda internacional, agora sem necessidade de lastro. É este padrão monetário que tem vigorado no sistema internacional nos últimos 30 anos.

A estabilidade do padrão dólar-flexível, contudo, não significa um consenso sobre a política cambial internacional, principalmente no que tange às economias emergentes. De forma geral, o desenrolar da teoria macroeconômica do *mainstream* leva a um chamado “novo consenso de política monetária” (GOODFRIEND, 2007), segundo o qual, a partir de minimizações de supostas funções de perda social, conclui-se que melhor seria a adoção de uma política de câmbio flexível (CLARIDA, GALI e GERTLER, 2001). Tal postura vem normalmente sendo adotada pelas economias desenvolvidas, mas nem sempre pelas economias chamadas em desenvolvimento.

A partir da segunda década do padrão dólar-flexível, as recomendações do chamado Consenso de Washington passam a ser adotadas com frequência pelos governos de viés social-democrata que emergem no sistema internacional (FIORI, 2010). Dentre tais propostas reside um ideal de liberalização financeira e abertura comercial que deveria ser adotado por tais países na busca pelo desenvolvimento.

Passada a década de 90, os anos 2000 viram ruir a estratégia do consenso de Washington e um novo paradigma se instaura na formulação da política econômica externa dos países em desenvolvimento: insistir na abertura econômica e readaptar

suas instituições internas para tal, ou repensar a política de liberalização financeira, abrindo espaço para a instauração de uma estratégia de desenvolvimento mais fechada.

Analisar o desenvolvimento deste ponto de vista da estratégia de desenvolvimento para os países emergentes durante o período do padrão dólar-flexível é a razão central da elaboração deste trabalho. Mais especificamente, pretende-se pensar como as diferentes políticas cambiais desses países afetaram o desenvolvimento dos mesmos e as estruturas econômicas do ponto de vista externo.

Para tal, o trabalho deve-se desenvolver em quatro partes. Esta primeira introduz o tema abordado e levanta o questionamento acima. A segunda parte realiza uma breve explanação das principais teorias econômicas que influenciam as políticas de grau de abertura financeira e de estratégia de política cambial dos países emergentes. Uma terceira parte faz uma releitura histórica da economia internacional no período abordado, focando nos movimentos realizados pelas economias emergentes vis-à-vis a conjuntura mundial. A quarta parte interpreta o momento recente da política internacional e atual situação do padrão monetário vigente, retomando o questionamento inicial e concluindo o trabalho.

É relevante constar que, por vezes, a análise histórica de economias emergentes terá o foco comparativo frente à economia brasileira. Tal fato se mostra válido não só pela robusta representatividade desta economia como uma típica economia emergente no período, mas também pelo fato de ser particularmente interessante para o desenvolvimento de estudos futuros. Isto não impede, contudo, que a leitura de movimentos particulares de política econômica de outros países se faça presente.

II A INFLUÊNCIA DO CÂMBIO NO DESENVOLVIMENTO SOB A ÓTICA DE DIFERENTES TEORIAS ECONÔMICAS

A teoria econômica se desenvolveu ao longo do último século em diferentes direções. Dependendo dos pressupostos aceitos ou rejeitados em cada visão, a estratégia de abertura externa da política econômica parece mais ou menos eficaz. Neste sentido, as mudanças políticas recorrentes nos governos dos países emergentes implicam variações constantes nas políticas cambiais adotadas por estes ao longo do período do padrão monetário dólar-flexível.

Resulta desta variação constante de políticas cambiais um debate a respeito da importância da administração da taxa de câmbio para estimular o crescimento econômico. Entre alguns trabalhos que defendem este tipo de estratégia desenvolvimentista frente à posição de defesa da liberalização cambial estão Balassa (1978), Krueger (1982), Barbosa-Filho (2006) entre outros. Baseiam-se normalmente na idéia de níveis competitivos de taxa de câmbio podem gerar incentivos à exportação, numa orientação de desenvolvimento visando o mercado externo.

Em geral, os artigos publicados nesta linha costumam se agarrar a argumentos como estímulo ao investimento, compensação das chamadas falhas de mercado, estímulo ao desenvolvimento tecnológico, restrição de balanço de pagamentos ou aumento da produtividade. E defendem seus pontos de vista frente aos argumentos liberais.

Não muito esporadicamente, autores, no intuito de sustentar seus argumentos de alguma forma, recorrem à evidência empírica resultante da análise histórica baseada em estudos de caso. Um exemplo comumente abordado é a estratégia de crescimento dos países asiáticos *vis-à-vis* a experiência liberal de países da América Latina e alguns países africanos. Nesses países asiáticos, argumenta-se que níveis

desvalorizados das taxas de câmbio real teriam se associado às maiores taxas de crescimento do produto *per capita*, enquanto os demais países em desenvolvimento abordados teriam se voltado para o mercado interno, numa estratégia fundamentada em taxas de câmbio real valorizadas, em uma estratégia que não teria dado certo.

Uma relevante abordagem histórica do assunto pode ser encontrado em diversos textos de Ha-Joon Chang (CHANG, 2008 e 2002). Chang chama atenção para momentos de crescimento das economias centrais nos quais a adoção de políticas cambiais – hoje não recomendadas pelas mesmas aos demais países – foram fundamentais para o sucesso econômico. Dentre outros, o processo de formação econômica dos EUA, a proteção à indústria inglesa e o combate à hiperinflação alemã por Hjalmar Schacht, com o congelamento do câmbio em 1923. Já um posicionamento favorável com relação à estratégia cambial em nível pode ser encontrado em artigos como os de Rodrik (2007) e Williamson (2003).

Nesta linha, Williamson (2003) explana três alternativas principais de estratégias de políticas cambiais visando ao crescimento econômico. Seriam elas a abordagem da âncora nominal, para defender a estabilidade de preços; a abordagem das metas reais, considerando o câmbio como fator importante na busca pelo equilíbrio macroeconômico; e por fim a abordagem da estabilidade da taxa de câmbio, que visa atenuar os efeitos da instabilidade cambial, sobre a conjuntura da economia nacional. Em artigo posterior, Williamson (2008) sugere haver um modelo, alternativo ao idealizado *laissez-faire* cambial, que considere a possibilidade da adoção de regimes cambiais. Nesta linha o autor defende que o FMI incorpore a sua suposta “cartilha de sugestões econômicas” referências de taxas de câmbio que, administradas, lograssem maior êxito que a flutuação pura.

Paralelamente, Rodrik (2008) defende que uma taxa de câmbio desvalorizada pode ajudar na promoção do crescimento econômico. Rodrik observa uma relação positiva entre períodos de crescimento econômico e taxas de câmbio administrada para uma série de países emergentes. O autor ressalta que a relação perde o sentido se analisada para economias centrais, o que indicaria que “algo mais do que somente a estabilidade macroeconômica estaria em jogo”, trazendo o foco do questionamento para o fato de que os preços relativos entre bens *tradables* e *non-tradables* teriam um papel fundamental na dinâmica do crescimento econômico. Neste artigo, Rodrik põe à prova sua sugestão fazendo análise de países como China, Índia, Coréia do Sul, Taiwan, Uganda, Tanzânia e México, para os quais sua idéia se aplica bem.

Face às análises citadas, pode ser possível que as trajetórias delineadas nas obras de Chang tenham logrado o sucesso do crescimento sustentado como resultado da relação sugerida por Rodrik. Isso faria sentido na medida em que as grandes economias foram analisadas por Chang em um momento de expansão econômica; em outros termos, eram emergentes. Ainda que a Inglaterra, por exemplo, não possa ser vista à época da revolução industrial como uma economia marginal, pode-se afirmar - a posteriori - que a mesma podia ser caracterizada como emergente em sentido relativo à sua própria estrutura econômica anterior à industrialização. Se válida a afirmação, pode parecer sensata a proposta de Williamson de sugestão da adoção de políticas cambiais pelas economias emergentes atuais.

Uma abordagem teórica diferenciada parte do conceito keynesiano descrito na Teoria Geral (KEYNES, 1936) de que o crescimento seria puxado pelo investimento, por sua vez determinado pelo desejo de investir e não como resultado contábil da determinação da poupança. Nesta linha, surgem argumentos como o defendido por Paulo Gala (2007a). Neste

artigo, Gala defende que, a um nível dado de produtividade, uma apreciação relativa da moeda nacional significaria um aumento dos salários reais relativos, menor margens de lucro, maior consumo e menor investimento; enquanto uma moeda depreciada geraria o efeito inverso, resultando em aumento do investimento, implicando um impulso positivo no produto por meio da ação do efeito multiplicador, via propensão a consumir da sociedade. Em outros termos, uma moeda depreciada elevaria o volume de exportações, requerendo uma capacidade instalada mais robusta, que seria possível pelo aumento do investimento, trazendo um crescimento econômico resultante da estratégia conhecida como *export-led growth*.

Outros argumentos mais ‘subjettivos’, embora não tão robustos, também costumam estar presentes em artigos que abordam o tema de regimes cambiais. Argumentos como a correção de falhas de mercados ou o chamado argumento tecnológico, de que a economia com câmbio valorizado priorizaria a exportação de *commodities* podendo impedir o desenvolvimento tecnológico de um setor industrial, aparecem freqüentemente em artigos a esse respeito.

Cabe por fim ressaltar o importante argumento da restrição de balanço de pagamentos (BP). A literatura que aborda esta questão costuma partir do conceito de crescimento com equilíbrio de BP, de Thirwall (1979), que afirma que a taxa de crescimento nestas circunstâncias dependeria da relação entre a elasticidade-renda da demanda por importações e exportações e da taxa de crescimento do produto do resto do mundo.

Partindo deste pressuposto, a análise realizada por Barbosa-Filho (2006) aponta que alterações prolongadas na taxa de câmbio real podem vir a afetar estruturalmente a trajetória do crescimento do produto de uma economia. O autor argumenta que atuações na política cambial podem fazer com que o governo influencie os parâmetros determinantes das

elasticidades-renda das exportações e das importações, dando um alívio à restrição de BP existente na maioria das economias emergentes. Recorrendo também à análise empírica, Barbosa-Filho respalda o ponto levantado com as experiências do leste asiático, nas quais os subsídios às exportações e a restrição de importações imposta pelas taxas de câmbio competitivas adotadas resultaram em altas taxas de crescimento econômico, como será visto mais à frente no presente artigo.

Carlos Medeiros e Franklin Serrano (2001) contrapõem as visões Thirwall e o *export-led growth*, atentando para a exposição teórica presente na generalização ao afirmarem:

Abordagens keynesianas (como as de Mc Combie e Thirwall, 1994) generalizam para todos países o caso particular de algumas economias em que as exportações constituem o principal componente autônomo da demanda. Neste sentido, as diferenças estruturais entre os países são eliminadas. Num outro extremo, outras visões baseiam-se nos casos particulares em que o papel das exportações é restrito enquanto componente de demanda. Um crescimento liderado pelas exportações é uma exceção e em geral é associado negativamente a “plataformas de exportação” típicas de pequenas economias dependentes e complementares ao capital estrangeiro. Nesta abordagem, as exportações são na maioria das economias um resíduo decorrente da expansão interna. Neste caso, o papel das exportações no deslocamento da restrição de divisas é claramente subestimado.

Em conclusão, os autores afirmam que o papel das exportações na composição do produto depende da estrutura econômica de cada país, no entanto, o papel da mesma como atenuante do problema de restrição de pagamentos é

fundamentalmente estratégico para todos²³. Em outros termos, os autores chamam atenção à diferenciação na interpretação do papel das exportações como componente da demanda efetiva ou como parte componente da restrição de BP.

Há na literatura, então, a defesa de que o resultado de um câmbio valorizado por um período prolongado seria o que hoje se chama de ‘desindustrialização’. O câmbio alto desincentivaria o investimento, reduzindo a produção manufatureira da economia do país. Um caso específico deste tipo de resultado é a chamada “doença holandesa”, caso no qual o aumento da entrada de divisas decorrente da exportação de produtos primários valoriza o câmbio e reduz o incentivo ao investimento na economia. Os pormenores deste tipo de fenômeno econômico, hoje recorrentemente questionado nas economias primárias, devem ser alvo de outro artigo, não sendo objetivo deste trabalho.

O que se observa da literatura teórica que analisa a influência do câmbio na taxa de crescimento do produto da economia é que, por diferentes canais e em diferentes sentidos, o câmbio parece ser crucial na determinação dos rumos da economia de um país. Por conseguinte, a adoção de uma estratégia de política cambial deve ser alvo fundamental de uma análise de experiência de desenvolvimento. Sustentando-se nesta visão, se desenvolvem as páginas que se seguem. Busca-se nas mesmas contribuir para o registro de como os canais de influência do câmbio sobre o produto – explanados na parte do artigo que aqui se encerra – funcionaram em diferentes economias emergentes ao longo do período de vigor do padrão dólar-flexível.

²³ Os autores ressaltam que o país emissor da moeda internacional, no caso, os EUA, seria o único livre desta restrição.

III UMA RELEITURA HISTÓRICA DAS POLÍTICAS CAMBIAIS NO PADRÃO DÓLAR-FLEXÍVEL

Ao fim da segunda guerra mundial, o padrão monetário internacional adotado resultou das diretrizes tomadas pelas instituições de Bretton Woods. No que tange às políticas cambiais, o que se viu foi uma desvalorização forçada da Libra italiana, do Marco alemão e do Yen japonês como forma de incentivar a reconstrução e, por parte da nova potência, os EUA, instaurou-se o padrão ouro-dólar, imposto ao resto do mundo.

A perda de competitividade da economia norte americana nos anos 60 fez, no entanto, com que os anos 70 trouxessem a necessidade de uma reestruturação da ordem econômica internacional. Em outros termos, o padrão monetário estabelecido em Bretton Woods não mais servia aos interesses dos EUA e um novo alinhamento se fez necessário. Frente à recusa das demais potências de uma ação coordenada, a postura adotada pelo governo americano foi de desmontar unilateralmente o sistema de Breton Woods, resultando em um período de alta turbulência do sistema internacional. Vivia-se um momento de especulação com crescimento da liquidez e da demanda efetiva no mercado mundial, e isso viria a se refletir nos movimentos das taxas de juros americanas.

A desvalorização do dólar e os choques do petróleo levaram a uma explosão inflacionária que pediu a alta da taxa de juros realizada em 1979 por Paul Volcker. A política restritiva adotada controla o momento especulativo, controla os altos níveis de inflação, e coloca os EUA como inquestionáveis no centro do poder econômico internacional, na medida em que, o dólar passa a ser por si só referência de câmbio internacional, sem mais ter a necessidade de ser lastreado em ouro. (SERRANO, 2001;TAVARES, 1985).

Neste contexto, pretende-se aqui explanar sobre as posições adotadas por regiões emergentes quanto às suas políticas cambiais. Após descrição comparativa da trajetória da

política cambial na América Latina, deve-se descrever a estratégia adotada por diversos países asiáticos desde então, e, por fim, tem-se a intenção de discorrer brevemente sobre a política cambial de países africanos.

Frente à alta dos juros americanos adotada pelo Federal Reserve de Volcker, em 1979, os países latino-americanos, que até então viviam momentos de euforia econômica, vêem sua alegria murchar pelo crescimento assombroso de suas dívidas externas. Ocorre que as altas taxas de crescimento vividas durante os anos 70 foram baseadas em financiamentos externos a juros flutuantes. Assim, no momento de saldar suas dívidas, essas economias se depararam com taxas de juros sem precedentes, levando ao fim da chamada década do milagre.

O que passa a se observar na maioria dos países latino-americanos é um misto de processos inflacionários com crises de balanço de pagamentos. Quanto à questão cambial, a sobrevalorização foi usada ao longo dos períodos da chamada industrialização por substituição de importações. A princípio esta estratégia permitia que se importassem bens de capital e reduzia o incentivo à produção de commodities. Em um segundo momento, contudo, quando a indústria nacional estava relativamente estabelecida, a estratégia se alterou e passando a ser mais interessante um câmbio menos apreciado, na defesa da competitividade da indústria nacional.

No período tratado, o câmbio passa a ser usado como instrumento de estabilização do viés inflacionário resultante da política fiscal ativa, mesmo após os problemas de balanço de pagamentos, resultantes das crises do petróleo e da reação americana via alta da taxa de juros básica. Esse tipo de postura foi classificado por alguns autores como populismo econômico, preferido a um arrocho fiscal, que em geral costuma gerar impopularidade política.

O uso de âncoras cambiais se caracteriza pela fixação do preço de bens *tradables*. Já a estratégia do uso de ‘tablitas’, por

exemplo, se dá pela desvalorização nominal abaixo da variação dos índices gerais de preços, afetando as expectativas inflacionárias. Como ressalta Gala (2007b):

O controle da inflação via administração cambial depende quase que exclusivamente da redução de preços dos bens comercializáveis. Programas de estabilização baseados nessa estratégia terão sucesso se conseguirem reduzir os preços dos não comercializáveis a partir do controle de preços dos bens comercializáveis. Quanto maior for a inércia de preços no setor de não comercializáveis, maior a probabilidade de ocorrência de desalinhamentos cambiais e crises no balanço de pagamentos.

Na América Latina, as experiências de Argentina e Chile no final dos anos 70 mostram, contudo, um sério perigo do uso de estratégias cambiais para planos de estabilização de preços. O que se observou nestes casos foi que o uso de desvalorizações cambiais menores que o aumento de preços internos resultou em um novo problema de balanço de pagamentos, além do que, não contiveram a inflação persistente nos bens *non tradables*. A mesma Argentina, durante os anos 90, depois da relativamente bem implantada caixa de conversão e do programa de estabilização no início dos 1990, viu seu câmbio real se apreciar consideravelmente após a volta do fortalecimento do dólar e da flexibilização cambial do Brasil no início do segundo governo de Cardoso, em 1999.

Dornbusch (1995) analisou durante a transição das décadas de 70 e 80 (78-82) os planos de estabilização do México e do Chile, que, após fortes apreciações cambiais, viram suas economias ruírem em bruscos problemas de balanço de pagamentos no que ficou conhecido como a Crise da Dívida. O autor ressalta que a posição chilena de usar uma política cambial competitiva como resposta à crise teria gerado frutos

melhores do que os que colheriam o México, que torna a buscar uma política cambial para estabilização de preços em 1987.

Junto ao novo plano de estabilização do México, de 1987, os planos de estabilização da Argentina, em 1991, e o plano real, no Brasil, em 1994, foram nas três maiores economias da região os principais planos de estabilização baseados em estratégias cambiais. Bem como os dois planos citados no parágrafo anterior, esses planos resultaram em fortes crises externas, mas, à semelhança do plano chileno, lograram relativo sucesso no que tange à busca pela estabilização de preços.

Quanto ao seu impacto no crescimento do produto das economias tratadas, o que se observou em geral foi um aumento do produto, resultante do aumento dos salários reais e do consumo. No entanto, o endividamento externo, que sustentava a expansão fiscal e do nível de investimento, acabou gerando o colapso do balanço de pagamentos. Como ressaltado na parte anterior do artigo, a crise de BP afeta o crescimento econômico e acaba com o período de bonança inicial gerado pelo plano.

De modo geral, nota-se que a estratégia latino-americana de apreciação cambial como meio de conter o processo inflacionário que dominou a região durante grande parte do período dólar flexível, sempre afetou o crescimento do produto de forma ambígua e, no fim das contas, geralmente negativa. Embora em um primeiro momento possa se observar uma taxa positiva e relativamente mais alta do crescimento do produto com a implantação dos planos, o que se observa em um prazo mais longo é que os problemas com as contas externas acabam por frear este êxito inicial. O que costumou ser observado até a década de 1990 foi que as estratégias de fixação cambial não foram usadas de modo a tornar as economias nacionais competitivas, pelo contrário, foram implantadas gerando um processo recessivo e problemas de BP nesses países.

Nos anos 2000, as economias latino-americanas tenderam a usar um câmbio flexível, sem administração declarada pelos bancos centrais, embora se saiba que bancos centrais, como o do Brasil, atuam ativamente da redução da variância das trajetórias cambiais fazendo uso do argumento de acúmulo ou redução de reservas.

Uma visão diferenciada do uso de políticas cambiais como ferramenta de política econômica pode ser obtida pela análise histórica de países do sudeste e do leste asiáticos. Durante o período do padrão dólar flexível, as economias asiáticas cresceram em patamares espetaculares e por períodos longos, de forma consistente. É importante notar que se trata de uma região emergente, das quais muitas economias se assemelhavam às economias latino-americanas por volta dos anos 60, quando os EUA começavam a perder força competitiva e o sistema de Breton Woods começava a ruir. No entanto, a história que se segue se distancia longamente da que se viu descrita nos parágrafos que trataram a economia latino-americana.

De 1965 a 1990 as oito maiores economias da região cresceram numa média anual de 5,5%, e durante a década de 90, mesmo com a crise asiática, cresceram acima da média mundial e da América Latina. O êxito das políticas econômicas adotadas por esses países é alvo de extenso debate sobre quais das posturas adotadas por tais governos foram realmente responsáveis pelo sucesso. De modo geral, no entanto, o debate costuma girar em torno do papel de influência do Estado na economia. Para o que aqui se pretende tratar, analisaremos como se deu a política cambial na estratégia de desenvolvimento de alguns desses países durante o período do padrão dólar-flexível.

Enquanto economistas de viés heterodoxo defendem que o intervencionismo estatal teria sido fundamental ao sucesso das políticas econômicas da região, economistas mais ortodoxos

defendem o alinhamento à abertura externa como ponto favorável ao forte e constante crescimento observado. Nesta segunda linha, destacam-se, por exemplo, aqueles ligados ao Banco Mundial. No entanto, as duas correntes parecem convergir ao assumir que a estratégia cambial teria sido fundamental para fortalecer a competitividade das economias asiáticas na sua estratégia de *export-led growth*. O próprio Banco Mundial, em relatório de 1993, destaca que economias como Taiwan, Coreia e Indonésia desvalorizaram propositalmente suas taxas de câmbio, o que lhes permitiu expandir suas exportações, caminho pelo qual se deu a maior parte do crescimento sustentado por essas economias no período.

A estratégia econômica do *export-led growth* foi seguida principalmente por Formosa, Coreia do Sul, Hong Kong e Cingapura desde os 1970, Malásia, Indonésia e Tailândia a partir dos 1980 e, mais recentemente, pela China. Embora com o tempo a estratégia cambial tenha sido alterada, conforme as economias se desenvolviam, há de se ter em mente que em praticamente todos os casos ela foi fundamental à expansão inicial da indústria exportadora. Além desses, é importante ressaltar que em momento anterior o Japão também fez uso de uma subvalorização do iene, quando da reconstrução da 2ª guerra mundial.

A relação dos primeiros países, conhecidos como os primeiros ‘tigres asiáticos’, obteve seu êxito com a valorização excessiva do iene a partir de 1985, após o Acordo do Plaza, quando fluxos de capitais japoneses se destinam às economias do sudeste asiático na forma de investimento em setores exportadores. Muitas vezes tratava-se de setores que serviam de base para a indústria japonesa mais desenvolvida que garantiam sua sobrevivência muito também pelo câmbio desvalorizado desses países com relação ao iene e, conseqüentemente, ao dólar. Com o tempo, estas indústrias dos ‘tigres asiáticos’

também se desenvolveram, com o aumento da expansão do investimento em capital humano e o *learning by doing* resultante de processos de engenharia reversa de produtos japoneses de mais alta tecnologia.

A partir de 1987, alguns ‘tigres’, como Coréia e Formosa, passam a ter algumas medidas liberalizantes sob pressão americana, o principal destino de suas exportações à época, que acabam com o sistema de preferências existente até então, já que o contexto geopolítico de fim da Guerra Fria não mais o tornava necessário. Dentre tais medidas, percebe-se um movimento de flexibilização das taxas de câmbio, que viria a impulsionar a economia dos chamados “novos tigres”, como descreve Medeiros (MEDEIROS, 1997) abaixo:

A valorização das moedas dos quatro tigres (Coréia, Formosa, Cingapura, Hong-Kong) no final da década bem como o término do tratamento preferencial concedido pelos EUA, conduziu a um movimento semelhante de deslocamento industrial e de subcontratação em países como Tailândia, Malásia, Indonésia e Filipinas, ampliando e redefinindo a divisão regional de trabalho a partir de movimentos seqüenciais de investimento combinando substituição de importações e promoção de exportações.

O que se nota é uma continuação da estratégia de crescimento baseado em exportações, sendo levada adiante pelas demais economias da região. Além destas, Medeiros ressalta ainda o papel da China, que por suas particularidades políticas e populacionais descreve uma trajetória ligeiramente diferente e mais robusta, que permanece em ascensão até os dias atuais e surge como aspirante a nova potência segundo alguns autores na medida em que já ocupa o papel de segunda maior economia mundial. Sobre a China, diz Medeiros:

Articulado a este movimento, mas possuindo sua própria autonomia geopolítica, a ascensão da China no comércio internacional vem impulsionando, desde estes anos, uma ampla expansão do comércio regional diretamente associado com os investimentos estrangeiros oriundos dos centros financeiros asiáticos especialmente localizados em Hong-Kong.

A China abandona – com restrições – a posição fechada ao mercado internacional adotando uma postura voltada às exportações semelhante às adotadas pelas demais economias da região em momentos anteriores, contudo numa escala exorbitantemente maior. O mesmo pode-se falar com respeito à sua política cambial. Apesar do pouco conhecimento a respeito da real estratégia econômica por trás do Partido Comunista Chinês, o que até então se vê presente é uma manutenção do câmbio forçosamente desvalorizado, e o acúmulo de reservas gigantesco. Recentemente esta postura vem sendo questionada pela comunidade internacional na medida em que afeta diretamente a competitividade no mercado global, e desestabiliza a recuperação de economias nacionais da crise de 2008. Os pormenores deste debate devem, no entanto ficar guardados para maior elaboração na quarta parte deste artigo.

Cabe, por fim, explicar brevemente sobre a política cambial adotada pelos países africanos no período abordado. Bem como as economias Latino-Americanas, as economias da África Sub-Saariana apresentaram um desalinhamento no manejo das políticas cambiais ao longo dos últimos 30 anos, que resultou quase sempre em sobrevalorização cambial dificultando a inserção internacional via exportações. À exceção de Maurício e da Tunísia, nenhuma outra economia sub-saariana ou do norte africano apresentou um crescimento considerável das exportações no período analisado.

Em estudo realizado por Sekkat e Varoudakis (2000), pode-se observar para o período que vai de 1970 a 1995 países

como Nigéria, Zâmbia, Gana e Tanzânia apresentaram uma taxa de câmbio extremamente sobrevalorizadas. Chama a atenção que processos de abertura externa como o ocorrido em Gana, nos anos 1980, não resultou em melhorias como se observou, por exemplo, nos países asiáticos à mesma época. Em Gana, a abertura externa, embora em princípio tenha gerado um impulso positivo na trajetória do PIB, gerou no longo prazo uma invasão de produtos externos devido às limitações tecnológicas apresentadas pelas indústrias locais.

Sekkat e Varoudakis chamam atenção para o fato que a difícil situação política de grande parte dos países africanos dificulta a coordenação fiscal e monetária necessária para a implantação de estratégias cambiais significativas. No entanto, o estudo destes autores mostra que países que lograram algum sucesso da estratégia de conter a apreciação cambial obtiveram maiores taxas de crescimento econômico relativamente aos demais justamente por meio do aumento das exportações. Neste sentido, ainda, os autores encontraram economias com deficiências estruturais que devem ser consideradas como ressalvas a um êxito de uma suposta política cambial a ser adotada.

IV O DEBATE RECENTE: ‘GUERRA CAMBIAL’ TENTATIVAS DE COORDENAÇÃO E O PADRÃO DÓLAR FLEXÍVEL

Após a crise americana de 2008, uma nova situação econômica se impôs sobre o sistema internacional vigente. A recuperação das economias abaladas naquele momento ainda não se deu por completo e a busca por tal vem a esbarrar recentemente no debate sobre as políticas cambiais de países emergentes.

Ocorre que, seguindo a estratégia cambial já adotada anteriormente por outros países asiáticos, a China obteve ao longo das últimas décadas um crescimento espetacular, ao ponto de que ‘crescimento chinês’ já se transformou em expressão

padrão para simbolizar crescimento a altas taxas percentuais. Somada à estratégia cambial, a China contou com o desejo do sistema financeiro internacional de explorar seu imenso mercado interno, bem como com uma mão de obra razoavelmente educada, extremamente abundante e, acima de tudo, barata, o que acabou por fazer da China o que Birchall (2010) caracterizou como a “fábrica do mundo”. O progresso alcançado ao longo dos últimos anos fez com que os produtos chineses invadissem os mercados internacionais, atuando nos mais diversos setores, desde a exportação de bens manufaturados de alta tecnologia para os EUA, passando por produtos pirateados para América Latina e pela exportação de serviços como obras de infraestrutura na África.

Mais especificamente, o que se passa na China é que, como uma economia aberta, a taxa de câmbio se mostra uma variável fundamental na determinação da parcela da poupança doméstica e da poupança externa, uma vez que a manutenção de uma taxa de câmbio mais competitiva ao mesmo tempo estimula os investimentos nos setores de *tradables* e inibe o déficit em transações correntes. Além disso, a presença do setor público bancário forte garante o financiamento ao investimento estimulado pela maior competitividade, fazendo com que este corresponda, desde 2003, a taxas de mais de 40% do PIB anual (PAULA, 2010).

A relevante alta das exportações chinesas atraiu para a economia asiática uma quantidade enorme de divisas. Em paralelo, o Banco Central do país vem ‘imprimindo moeda’, visando a compra de dólares no intuito de manter a competitividade de seus produtos com a estratégia cambial de um câmbio desvalorizado. Cabe observar que, em setembro de 2010, as reservas chinesas já atingiam o montante de 2,648 trilhões de dólares (WOLF, 2010).

Em resumo, a situação da política monetária internacional entrou no seguinte impasse: enquanto países

centrais realizam políticas fiscal e monetária expansionistas visando a recuperação da crise, a China expande suas emissões, desvalorizando propositalmente o Yuan, moeda local.

Os demais países emergentes sofrem então a mesma pressão sofrida pela China. O capital das economias centrais corre em busca de maiores rendimentos rumo às economias com maiores potenciais de crescimento e a tendência à apreciação cambial se fortalece. Neste sentido, as economias emergentes que, tal como a China, têm ‘margem de manobra’ e autonomia para controlar a entrada de capitais e segurar as taxas de câmbio mantêm seus níveis de crescimento seguindo esta estratégia. No entanto, economias como o Brasil, onde a administração da política cambial em tese não existe, devem absorver toda esta pressão nos preços de suas moedas. Ou seja, devem ver suas taxas de câmbio se apreciar num sentido em que – como explanado ao longo do artigo – pode se mostrar perigoso à manutenção de um crescimento sustentável.

Como visto talvez somente na década de 20, o Brasil viveu ao longo dos anos 2000 uma relativa ‘paz’ quando se refere a problemas de restrição externa. O que se alerta frente ao que se convencionou chamar de “guerra cambial” de 2010 é que esta paz parece estar perto do fim. Nem mesmo as reservas em níveis recordes parecem ser suficientes para amenizar o impacto da vulnerabilidade externa quando o assunto tange a disputa cambial entre as duas maiores economias do mundo.

É por tal razão que economistas brasileiros apresentam-se engrossando o coro americano em busca de uma tentativa de coordenação internacional da política cambial. É este o último tema que se pretende abordar no presente artigo, antes de encerrar o texto e apresentar as considerações finais.

Em julho de 1944, 40 países compunham as “Nações Aliadas” em Breton Woods, quando Keynes propôs a criação da Clearing Union, um Banco Central internacional que emitiria uma suposta moeda interbancária global chamada bancor. A

proposta, que buscava um melhor ajustamento dos desequilíbrios de balanço de pagamentos entre economias nacionais superavitárias e deficitárias, foi rejeitada principalmente pela comissão americana, que representava a nova potência global. Como tal proposta no âmbito cambial, outras tentativas de coordenação internacional em outros campos como a Liga das Nações e o acordo de não proliferação nuclear, na busca pela paz internacional; os protocolos de Kioto e Copenhague, na busca pela sustentabilidade; as rodadas da OMC, na busca pela coordenação do comércio internacional; não lograram o êxito desejado.

O que a observação histórica nos leva a perceber é que costuma valer sobre os demais interesses o argumento realista de proteção do Estado. Como alegava Morgenthau (1978), “a sociedade internacional não é organizada”, logo não há de se esperar dela uma solução global. Embora grupos, como o G-20, debatam exaustivamente e inúmeros economistas proponham saídas comuns geniais para o problema ‘coletivo’ da ‘guerra cambial que ameaça a ordem econômica internacional’, a busca pelo bem-estar social de cada nação tende a prevalecer sobre um acordo global. Por outro lado, Ocampo (2010a) chama atenção ao fato do perigo dos desacordos internacionais com relação aos movimentos cambiais produzirem, em poucos dias, impactos maiores no comércio internacional que laboriosos acordos firmados no âmbito da OMC. Tal observação ganha mais relevância no momento em que se atribui tal movimento cambial como essencialmente determinado por fluxos financeiros, que não atuam na suposta correção dos desequilíbrios comerciais, mas, pelo contrário, flutuam independentemente, podendo agravar essas distorções via câmbio.

Neste sentido, fica dada uma situação limite, na qual a própria adoção de políticas cambiais ativas aparece como provável única saída individual a ser tomada pelos países emergentes, na busca pela competitividade. Os custos políticos

da adoção de políticas cambiais declaradas por países que, como o Brasil, optaram por uma economia liberalizada e aberta ao mercado externo pode ser alto. Por tal razão, medidas de controle indireto da entrada de capitais e do fluxo de divisas vêm sendo adotadas por essas economias, como estratégias paliativas contra um possível problema de balanço de pagamentos. Como sugestão de exemplo, Ocampo (2010a) cita o uso da correção dos ganhos, através da arbitragem das taxas de juros, no sentido de conter o ingresso de capitais financeiros nas economias emergentes, como possível estratégia de proteção aos efeitos da ‘guerra cambial’. O autor enxerga nesta saída uma alternativa de coordenação internacional, na medida em que uma regulamentação financeira internacional se mostraria de muito difícil obtenção. Mas vale a ressalva do mesmo autor em outro artigo de que “(...) most importantly, regulations are a complement to sound macroeconomic policies, not a substitute for them” (OCAMPO, 2010b).

No estudo da política internacional, os autores realistas costumam supor que a defesa dos interesses nacionais pode tender a levar ao chamado equilíbrio de poder. Sem fazer referência ao equilíbrio geral econômico neoclássico, resta esperar para ver se a chamada ‘guerra cambial’ do campo econômico terá como resultado um equilíbrio favorável ao desenvolvimento sustentado das economias emergentes. Até então, mostra-se interessante, a partir da análise histórica, o posicionamento ativo no uso de políticas econômicas de diferentes sortes na promoção do desenvolvimento e não uma posição passiva de exposição aos riscos da vulnerabilidade externa. Fato é que, seja qual for a medida de política econômica adotada por essas economias emergentes, ela afetará, direta ou indiretamente, a estratégia cambial e os fluxos internacionais deste país. Assim, estas se tornam, inevitavelmente, peças fundamentais na montagem de uma economia em desenvolvimento.

A respeito das ditas esperanças, supostamente sustentadas pelo presidente do Banco Central americano na epígrafe deste trabalho, enquanto a utópica cooperação não ocorre, é importante que os países emergentes saibam ter a independência e autonomia internacional no manejo de suas políticas econômicas que a própria instituição presidida por Bernanke alega ter.

REFERÊNCIAS

ARAÚJO, E. C. **Política cambial e crescimento econômico: teorias e evidências para os países em desenvolvimento e emergentes.** Tese de doutorado apresentada ao Programa de Doutorado em Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro. 2009.

BARRO, R. J.; SALA-I-MARTIN, X.. **Economic growth.** 2. ed. New York: MIT Press, 2004. 654 p.

BARBOSA-FILHO, N. H. **Exchange rates, growth and inflation.** Presented in the Annual Conference on Development and Change ACDC, Campos do Jordão, Brazil, November, 2006.

BALASSA, B. Export and economic growth: further evidence. **Journal of Development Economics**, n. 5, p. 181-189, 1978.

BHAGWATI, J.. **Essays in development economics: Dependence and Interdependence.** Oxford : Basil Blackwell, 1985.

BIRCHAL, S. Ironias do Destino. **Valor Econômico**, 16/11/2010.

CHANG, Ha-Joon. **Kicking away the ladder: development strategy in historical perspective.** London: Anthem, 2002. 187 p.

CLARIDA, R.; GALI, J. ; GERTLER, M. Optimal Monetary Policy in Closed vs Open Economies: An Integrated Approach. In **American Economic Review Papers and Proceedings**, Maio, 2001.

DORNBUSCH, R.; EDWARDS, S. The macroeconomics of populism. In: DORNBUSCH, R.; EDWARDS, S. (Ed.). **The macroeconomics of populism in Latin America**. Chicago: Chicago University Press, 1995.

FIORI, J.L. Requiescat in pace. In **Valor Econômico**, de 25 de agosto de 2010.

FELER, R. D. Os **projetos de integração econômica na América do sul**: uma análise comparativa construtiva. *Trabalho desenvolvido orientação de FIORI, J. L.*. Rio de Janeiro: IE/UFRJ, 2007.

_____. A eficiência do comércio internacional como promotor de crescimento econômico – o caso sul-americano. **Revista Nexos Econômicos**, IV / N°6. 2010.

GALA, P. Real exchange rate levels and economic development: theoretical analysis and empirical evidence. **XXXV Encontro Nacional de Economia**, Recife, Pernambuco, 2007a.

_____. Dois padrões de política cambial: América Latina e Sudeste Asiático. **Economia e Sociedade**. Campinas, v. 16, n. 1 (29), p. 65-91, 2007b.

GOODFRIEND, M. How the World Achieved Consensus on Monetary Policy. In **Journal of Economic Perspectives**, Volume 21, N° 4, Fall. 2007.

JONES, C. I. **Introdução à teoria do crescimento econômico**. Rio de Janeiro: Campus, 2000. 178 p.

KRUEGER, A. Trade policy as an input to development. **American Economic Review**, p. 88-292, 1982.

KRUGMAN, P. R.; OBSTFELD, M.. **Economia internacional: teoria e política**. 6. Ed. São Paulo: Makron Books do Brasil, 1999. 809 p.

MEDEIROS, C. A.; **Alternative Models for South American Integration**. (mimeo). 2009. Disponível em <http://vi.unctad.org/joomla/files/vimeet/2009meeting/docs/wednesday/am/Alternatives%20Models%20for%20South%20American%20Integration%20Aguiar.doc> em novembro/2010.

_____. Globalização e inserção internacional diferenciada da Ásia e América Latina. In: TAVARES, M. C., FIORI, J. L. (Org.). **Poder e dinheiro: uma economia política da globalização**. 2. ed. Petrópolis: Vozes, 1997.

_____; SERRANO, F.. Inserção Externa, Exportações e Crescimento no Brasil. In. FIORI, J. L.; MEDEIROS, C. A.. **Polarização mundial e crescimento**. Petrópolis: Vozes, 2001. 344 p.

_____; SERRANO, F.. Padrões monetários internacionais e crescimento. In. FIORI, José Luís. **Estados e moedas no desenvolvimento das nações**. Petrópolis: Vozes, 1999.

MORGENTHAU, H. J.. **Politics Among Nations: The Struggle for Power and Peace**, Fifth Edition, New York: Alfred A. Knopf, 1978.

OCAMPO, J. A. Regras para as contas de capital. **Valor Econômico**, 19/11/2010a.

_____. Reforming the Global Reserve System. In GRIFFITH-JONES, Stephany; OCAMPO, José Antonio; STIGLITZ, Joseph E (eds.). **Time for a Visible Hand: Lessons from the 2008 World Financial Crisis**. New York: Oxford University Press, 2010b.

PAULA, L.F. Porque a China é a China. **Valor Econômico**, 12/11/2010.

RODRIK, D. **Time for a Visible Hand**: Theory and Evidence. http://www.brookings.edu/~media/Files/Programs/ES/BPEA/2008_fall_bpea_papers/2008_fall_bpea_rodrik.pdf . Revised, September 2008.

SEKKAT, K. & VAROUDAKIS, A.. Exchange rate management and manufactured exports in Sub-Saharan Africa. **Journal of Development Economics**, Elsevier, vol. 61(1), pages 237-253, February. 2000.

SERRANO, F. **Acumulação de Capital, Convergência e Polarização**: Notas Sobre o Curso de Teorias do Crescimento, mimeo, IE-UFRJ: 2008. Disponível em: http://franklinserrano.files.wordpress.com/2008/03/microsoft-word-nota_tecnica_sobre_teorias_do_crescimento_sem_anexo_com_secoes.pdf em dezembro/2009.

STIGLITZ, J. **No Time for a Trade War**. (2010). Disponível em <http://www.project-syndicate.org/commentary/stiglitz124/English> em novembro/2010.

TAVARES, M. C. (1985). **A retomada da hegemonia americana**. Reimpresso em TAVARES, M. C., FIORI, J. L. Poder e dinheiro. Rio de Janeiro: Vozes, 1997.

TAYLOR, L. Economic Openness: Problems to the Century's End. In.:BANURI, Tariq. **Economic Liberalization**: No Panacea. UNU-WIDER/Oxford University Press, 1991.

THIRWALL, A. Balance of payment constraint as an explanation of international growth rate differences. **Banca Nazionale del Lavoro Quaterly Review**. 128: 45-53. 1979

WILLIAMSON, J.. **A economia aberta e a economia mundial**: um texto de economia internacional. Rio de Janeiro: Campus, 1988. 394p.

_____. **Exchange rate policy and development.** Presented in Initiative for Policy

Dialogue Task Force on Macroeconomics, Columbia, New York. 2003.

WOLF, M. How to chart a course out of Sino-American storm. **Financial Times**, 16/11/2010.

ESTATÍSTICAS E SÉRIES TEMPORAIS

BANCO MUNDIAL (www.worldbank.org)

FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL (www.imf.org)