

A tendência à sobreapreciação da taxa de câmbio no Brasil

LUIZ CARLOS BRESSER PEREIRA

O crescimento do PIB de 5,4% em 2007 gerou no Brasil um clima de euforia econômica como há muito não se via no país. De repente, não era mais apenas o governo, e sim um número considerável de analistas econômicos que afirmavam que o país afinal retomara o crescimento econômico sustentado depois de 27 anos de crises e de baixas taxas de crescimento. Embora o quadro econômico tenha melhorado, essa tese é a meu ver apressada. A economia brasileira encontra-se em situação muito melhor do que estava no tempo da crise da dívida externa e da alta inflação inercial (1980-94), e melhor do que nos 10 anos que se seguiram ao Plano Real, mas esse avanço não nos autoriza a afirmar que a economia brasileira deu a volta por cima. Como se trata de uma economia capitalista, e as economias capitalistas são intrinsecamente dinâmicas, há crescimento, mas não estamos ainda em condições de afirmar que esse crescimento nos próximos anos será satisfatório – compatível com as possibilidades reais da economia brasileira. O crescimento a que estamos assistindo nos últimos anos é fruto de dois fatores que não são sustentáveis: num primeiro momento, o fator desencadeador foi o extraordinário aumento dos preços das *commodities* exportadas pelo Brasil; e depois, a partir de 2004, o aumento do mercado interno causado pela política distributiva do governo através do aumento do salário mínimo,

da Bolsa Família, e do crédito consignado. É verdade que existem outras indicações de retomada do desenvolvimento: a taxa de investimento cresceu em 2007 à taxa de 16% e em 2008 já deverá ser de 19% do PIB; a taxa de lucro aumentou substancialmente nos últimos anos, enquanto a taxa de salários vem aumentando desde 2003 à mesma taxa da produtividade, e a falta de mão de obra qualificada é patente em vários setores da economia; o endividamento externo reduziu-se fortemente em relação às exportações, e as reservas internacionais do país são superiores a US\$ 200 bilhões. Mas, em contrapartida, a taxa de câmbio apreciou-se desde janeiro de 2003 até outubro de 2008, e o país entrou em déficit de conta-corrente, ao mesmo tempo em que a crise financeira internacional atingia a economia brasileira. Primeiro, através da baixa dos preços das *commodities* exportadas pelo país, ou, em outras palavras, da deterioração das relações de troca do país. Segundo, através da queda dos preços das ações na Bolsa de Valores. Essa queda é consequência das saídas de capitais, que, embora não reflitam desconfiança dos investidores na economia brasileira, são preocupantes num momento em que o país volta a uma situação de déficit em conta-corrente e, portanto, de aumento do endividamento externo. Terceiro, através de uma nova crise cambial que ocorre em outubro de 2008, ao mesmo tempo em que, no exterior e no país, a crise financeira se agrava e assume caráter de pânico. Repetindo-se o ciclo cambial terminado em 1998 e em 2002, a taxa de câmbio, que baixara até R\$ 1,55 por dólar, volta a se depreciar radicalmente, estando no início de dezembro em torno de R\$ 2,40 por dólar, não obstante as compras de dólar pelo Banco Central. Também a quarta forma de a crise financeira atingir o país – o setor real da economia – já estava clara no início de dezembro. Terminava assim mais um ciclo de apreciação cambial e crise da economia brasileira.

No plano do mercado interno, entretanto, continuava a existir a possibilidade de um modelo de crescimento baseado no consumo de massa. Essa era uma perspectiva muito atraente, que já se manifestava desde 2004, em função do aumento da demanda interna causado pela Bolsa Família, pelo crédito ao consumo garantido pela folha de pagamento das empresas, e pelo aumento do salário mínimo. É verdade que a de-

preciação do real não contribui para isso, mas é preciso considerar que a taxa de juros média da economia continua muito alta. Ao contrário, portanto, do que ocorre nos países desenvolvidos, que já estão na área da armadilha da liquidez, o governo brasileiro tem um amplo espaço de manobra para baixar a taxa de juros. Não há por que se preocupar com a inflação, pois o afrouxamento da demanda já é evidente, e a queda dos preços das *commodities* neutraliza o efeito inflacionário da depreciação.

A questão central que se coloca hoje para a economia brasileira é saber, primeiro, se taxas de crescimento em torno de 5%, como as que vêm ocorrendo nos três últimos anos, são sustentáveis a longo prazo; segundo, se essa taxa já bateu no teto – corresponde ao PIB potencial – ou se é possível esperar taxas mais elevadas. Minha resposta às duas questões antes da crise de outubro de 2008 já era negativa: primeiro, a política econômica praticada no Brasil não assegura a manutenção das taxas atuais, na medida em que a taxa de juros continua excessivamente alta, e a taxa de câmbio, sobreapreciada; segundo, essas taxas são menores do que as taxas às quais o Brasil poderia potencialmente crescer se utilizasse mais intensamente seus recursos naturais e sua mão de obra barata para competir internacionalmente. Depois de outubro, a taxa de câmbio depreciou-se, mas a previsão continua a mesma – agora porque a economia brasileira está sendo atingida em cheio pela crise global.

O Brasil continuará, portanto, a crescer abaixo de seu potencial. Durante 50 anos o Brasil cresceu a uma taxa média próxima de 7% ao ano. O desenvolvimento, entretanto, perdeu *momentum* no início dos anos 1980 com a grande crise da dívida externa. Por mais de 20 anos o Brasil permaneceu quase estagnado. Nos primeiros 14 anos após o início da crise havia também o problema da alta inflação inercial, que o Plano Real resolveu, em 1994, ao neutralizar a inércia inflacionária e estabilizar os preços no país. Esse plano, entretanto, e a política econômica que se seguiu nos governos Cardoso e Lula não lograram tirar o país da armadilha dos altos juros e do câmbio sobreapreciado. É essa armadilha que impede que as taxas de acumulação de capital e de poupança cresçam da forma necessária para que o país dobre suas taxas de crescimento. Nos últimos três anos, as taxas de crescimento melho-

raram, mas continuam a ser aproximadamente a metade da dos países de renda média dinâmicos da Ásia. Se esse crescimento houvesse sido alcançado graças à superação do obstáculo fundamental ao desenvolvimento acelerado do país – a armadilha da alta taxa de juros e do câmbio apreciado –, poderíamos afirmar que o desenvolvimento econômico fora retomado, e talvez pudéssemos supor que a nova taxa média de 5% ao ano seria uma taxa-teto – um limite ao crescimento potencial. Mas para que isso fosse lógico ou verdadeiro, teríamos ainda que adotar a suposição de que não haveria possibilidade de aumento da taxa de investimento e de poupança. Entretanto, está claro que a taxa alcançada nos últimos três anos é inferior ao verdadeiro produto potencial do país. O crescimento potencial do Brasil não é de 3,5%, como os economistas convencionais costumavam afirmar, nem de 5%, como eles passaram a declarar quando viram as taxas de crescimento subirem para esse nível. Dados os recursos naturais, a disponibilidade de técnicas altamente eficientes, a capacidade técnica e empresarial do país, e a possibilidade real de serem aumentadas as taxas de investimento e poupança, essa taxa é pelo menos de 7% – e certamente mais do que isso nos primeiros anos de uma verdadeira retomada do desenvolvimento econômico. Não há razão econômica de caráter estrutural ou cultural para que a China, a Índia e a Rússia cresçam muito mais rapidamente do que o Brasil. As taxas de investimento e de poupança poderão ser substancialmente mais altas do que são hoje, dentro de um prazo relativamente pequeno, se forem criados estímulos aos investimentos que acendam o “espírito animal” dos empresários. Por outro lado, a relação produto/capital ou a produtividade do capital poderá ser mais alta do que tem sido nos últimos anos se os novos investimentos incorporarem mais livremente o progresso técnico disponível internacionalmente. Nada disso hoje ocorre porque a política macroeconômica adotada continua a deprimir permanentemente o crescimento da economia brasileira.

Neste capítulo discutirei essencialmente dois pontos: primeiro, a possibilidade e necessidade de uma estratégia nacional de desenvolvimento; segundo, as razões pelas quais a taxa de juros média da economia brasileira é alta demais e, principalmente, a taxa de câmbio não é

competitiva. Como a questão da taxa de juros está hoje bem discutida, concentrar-me-ei no problema da taxa de câmbio e na tese que venho defendendo sobre sua tendência à sobreapreciação nos países em desenvolvimento. Por último, discutirei uma estratégia nacional de desenvolvimento econômico que seja capaz não apenas de enfrentar a armadilha macroeconômica, mas também de oferecer uma visão ampla das perspectivas de desenvolvimento econômico e de *catching up* para o Brasil.

Necessidade e possibilidade de uma estratégia

Falta ao Brasil uma estratégia nacional de desenvolvimento orientada ao mesmo tempo para as exportações e para o consumo de massa, e que tenha como base uma política macroeconômica capaz de superar a armadilha da alta taxa de juros e do câmbio sobreapreciado. Essa afirmação parte do pressuposto de que as taxas de juros e de câmbio podem ser administradas pelo governo – pressuposto que não é partilhado pelos economistas convencionais. Para a teoria econômica neoclássica, esses dois preços macroeconômicos são endógenos – são determinados pelo mercado, não podendo ser alterados pela política econômica. Isso explica por que esses economistas não têm outra recomendação no plano macroeconômico a não ser repetir a verdade óbvia de que o governo deve manter a despesa pública sob controle e garantir o equilíbrio fiscal. Para um economista neoclássico, não se pode falar em estratégia de desenvolvimento econômico, pois ele insiste em afirmar, apesar de toda a evidência em contrário, que uma estratégia, além de ser desnecessária, dada a excelência da coordenação econômica realizada pelo mercado, é também impossível porque o formulador de política econômica não tem poder para influenciar os preços macroeconômicos.

Se essa atitude não tem base na realidade, isso não significa que estejam corretos os economistas intervencionistas, que supõem que o Estado pode substituir o mercado na coordenação do sistema econômico. Apenas nas fases iniciais do desenvolvimento econômico isso pode ocorrer até certo ponto, porque cabe ao Estado realizar poupança forçada e investir diretamente na infraestrutura econômica do país. Ultrapassada, porém, essa fase, a coordenação eficiente da economia só poderá ser

realizada pelo mercado, cabendo ao Estado o papel de regular e corrigir as falhas mais gritantes dos mercados. E cabe à política macroeconômica o papel de administrar, entre essas falhas, a taxa de juros e a taxa de câmbio. Não apenas visando a estabilidade macroeconômica, mas também o desenvolvimento econômico, porque uma taxa de juros média moderada e uma taxa de câmbio competitiva são dois instrumentos fundamentais para aumentar as taxas de investimento e de poupança do país.

Isso significa que, também ao contrário do que pensa a teoria convencional, as taxas de investimento e de poupança não são endógenas. Essas duas taxas não podem ser mudadas pela política econômica de uma hora para outra, mas podem ser gradualmente mudadas. É sabido que os brasileiros não têm os “hábitos” de poupança dos orientais, e que as taxas de investimento e de poupança de um país são determinadas a longo prazo também por esses hábitos. Mas não exclusivamente. A curto prazo, em termos keynesianos, havendo desemprego e capacidade ociosa, o investimento determina a poupança. A taxa de investimento, por sua vez, é determinada pelas expectativas de lucro ou, mais precisamente, pela diferença entre a taxa de lucro prevista e a taxa de juros corrente. Logo, quanto mais satisfatórias foram as expectativas de lucro numa economia, maiores serão, a curto prazo, suas taxas de investimento e de poupança. Por outro lado, em termos de macroeconomia (e diferentemente do que ocorre no campo da microeconomia), sabemos que o longo prazo é a somatória das taxas de longo prazo. Conclui-se, portanto, que o Brasil poupa pouco não porque os brasileiros são “gastadores”, mas porque desde o início dos anos 1980 as oportunidades de investimento são insatisfatórias, de forma que não houve o suficiente estímulo para investir. Os economistas convencionais preferem pensar em termos lineares, com a poupança determinando o investimento, e assim concluem que os brasileiros pouparam pouco porque gastam excessivamente em termos individuais e coletivos (através dos gastos sociais). Esta, entretanto, é uma obviedade apenas em termos contábeis, *ex post*. Em termos econômicos, que são sempre *ex-ante*, a taxa de investimento e a de poupança aumentarão gradualmente na medida em que se materializem boas perspectivas de lucro. Com o aumento da taxa de in-

vestimento e o conseqüente crescimento da renda, a propensão média a consumir diminuirá, e aumentará a poupança. Esse processo tem, naturalmente, um limite na absorção do desemprego e da capacidade ociosa. É só quando isso ocorre que a poupança passa a ser, autonomamente, uma limitação ao investimento e ao desenvolvimento econômico. Essa ocorrência é antes a exceção do que a regra, mas é sempre uma possibilidade – o que torna necessário que a sociedade e seu Estado definam instituições que promovam a poupança, como os fundos de aposentadoria. Os hábitos de poupança de um povo aumentam tanto através da promoção do investimento quanto através de reformas institucionais que estimulem as famílias a poupar.

Colocado o problema nesses termos, fica claro por que o desenvolvimento econômico só se tornará sustentado quando o Brasil superar a armadilha macroeconômica que, do lado da demanda, impede ou dificulta a materialização de oportunidades lucrativas de investimento. Só a partir do momento em que a taxa média de juros for moderada e a taxa de câmbio se estabilizar em um nível efetivamente competitivo (o nível que chamarei de “equilíbrio industrial”) o país poderá usar seu potencial do lado da oferta para crescer aceleradamente. Inicialmente aproveitará a capacidade ociosa e o desemprego existentes; em seguida, logrará aumentar as taxas de investimento e poupança de maneira sustentada; com isso, o próprio desenvolvimento econômico se tornará sustentado.

Em certos momentos, o ponto de estrangulamento do crescimento de um país pode estar do lado da oferta e relacionar-se com a função de produção do país. Na medida em que os economistas neoclássicos não veem problemas do lado da demanda que – nesse caso, acompanhando a opinião dos economistas clássicos – a oferta automaticamente cria, eles concentram sua atenção nas “faltas” de insumos para o crescimento. O insumo em falta pode ser a educação insuficiente, ou a falta de desenvolvimento tecnológico, ou a carência de técnicos e de empresários, ou a infraestrutura econômica deficiente; ou, então, o problema pode estar na falta de um sistema financeiro interno que permita a transferência de poupanças dos capitalistas inativos para os empresários. Esses dois tipos de problemas, entretanto, não explicam as taxas modestas do crescimento

do país. Se considerarmos o elevado grau de desenvolvimento do sistema financeiro brasileiro, fica fácil perceber que o gargalo não está nesse ponto (a não ser que coloquemos do lado da oferta uma variável que pertence ao lado da demanda – a taxa de juros). Por outro lado, não há dúvida que existem problemas nas áreas da educação e do desenvolvimento científico e tecnológico, mas é preciso considerar, de um lado, que o avanço que o Brasil realizou nesses campos nos últimos anos foi muito grande, e, de outro, que os recursos humanos ociosos no Brasil são enormes. O mesmo se diga em relação à competência técnica e empresarial. Sem prejuízo da importância de se investir nessas áreas, só se poderia falar em ponto de estrangulamento causado pela educação e, mais genericamente, por todas essas “faltas” de insumos para o desenvolvimento econômico se houvesse um razoável pleno emprego dos recursos humanos existentes no país – coisa que certamente não é verdadeira.

Uma terceira explicação seria a de que o problema está nas instituições. Foi essa a explicação que a ortodoxia convencional privilegiou nos últimos 20 anos; foi essa a razão que a levou a afirmar que todo o problema do desenvolvimento econômico se resolveria se fossem adotadas reformas institucionais orientadas para o mercado. Hoje já está claro que essa tese era apenas ideológica. Naturalmente instituições adequadas são necessárias para o desenvolvimento, mas, primeiro, essas reformas precisam fortalecer o Estado, em vez de enfraquecê-lo, porque, se reduzirem sua capacidade de promover políticas orientadas para o desenvolvimento econômico, enfraquecerão também o mercado. O mercado é uma maravilhosa instituição de regulação automática da economia, mas essa instituição só produzirá os bons resultados econômicos que dela esperamos se for devidamente regulada e garantida pelo Estado. Há reformas que parecem fortalecer o mercado, mas que afinal o enfraquecem. Pense-se, por exemplo, em abertura comercial que ignore que um dos papéis das tarifas aduaneiras era neutralizar a doença holandesa, e não simplesmente garantir a indústria infante. Ou em privatização de atividades que geram grandes rendas ricardianas. Ou, ainda, na privatização de empresas naturalmente monopolistas. Nesses casos, é duvidoso que reformas orientadas para o mercado fortaleçam o mercado.

As instituições brasileiras não são atrasadas

Por outro lado, é um equívoco pensar que as instituições brasileiras sejam “atrasadas”. O grau de desenvolvimento das instituições tende a ser proporcional ao grau de desenvolvimento econômico de um país. Nos tempos de Marx, as instituições tendiam a se atrasar em relação ao desenvolvimento econômico e social. Enquanto as instituições continuavam feudais, a realidade econômica e social da Inglaterra ou da França já era capitalista. Mas, desde que se formaram os modernos Estados-nação, o quadro mudou. É mais fácil realizar reformas do que mudar a estrutura econômica e social de um país. Por isso, as instituições, principalmente nos países em desenvolvimento, tendem a marchar adiante das estruturas. Por isso, durante o Império e a Primeira República, nossas instituições eram um exemplo de mimetismo cultural – eram instituições liberais numa economia escravista no Império e ainda latifundiária na Primeira República. Apenas a partir de 1930 passamos realmente a atualizar nossas instituições. As constituições de 1946 e 1988 foram marcos desse processo de institucionalização ou de definição de um direito autenticamente nacional. Hoje, o grau de desenvolvimento das instituições brasileiras é proporcional ao grau de desenvolvimento econômico do país. Se compararmos nossas instituições com as dos países desenvolvidos, verificaremos que aqui o atraso econômico é muito maior do que o institucional.

O problema real do lado da oferta: infraestrutura

No plano da oferta existe apenas um problema realmente grave: é o da infraestrutura. O desmonte do Estado promovido pelo neoliberalismo só foi bem-sucedido nessa área; os engenheiros foram banidos do serviço público; a capacidade do governo de investir foi diminuída. Na área social, o fato de a transição democrática de 1985 ter ocorrido ao mesmo tempo em que a onda ideológica neoliberal se tornava dominante no mundo impediu que as reformas neoliberais interrompessem a construção de um Estado social no Brasil. No plano da infraestrutura, entretanto, não houve esse fator a deter a tese do Estado mínimo, de forma que hoje o Programa de Aceleração do Crescimento (PAC), lançado pelo

governo em janeiro de 2007, encontra problemas técnicos e gerenciais para se concretizar. O governo brasileiro, entretanto, está consciente que qualquer estratégia de desenvolvimento econômico do país passa por uma grande ênfase nos investimentos em infraestrutura.

O problema está do lado da demanda: como se define a estabilidade macroeconômica

Excluída a questão da infraestrutura, o problema fundamental e urgente que a economia brasileira enfrenta está do lado da demanda; está no fato de que o Brasil não alcançou até hoje uma verdadeira estabilidade macroeconômica e, por isso, não estimula devidamente o investimento e a poupança. A estabilidade macroeconômica não se define apenas em termos de inflação baixa, mas também em termos de taxa de juros moderada, taxa de câmbio competitiva, razoável pleno emprego, equilíbrio intertemporal das contas do Estado (equilíbrio fiscal) e equilíbrio intertemporal das contas da nação (equilíbrio em conta-corrente). Não é por acaso que a lei que criou o Federal Reserve Bank dos Estados Unidos afirma textualmente que seus objetivos são o controle da inflação, o emprego e taxas de juros moderadas. A taxa de juros deve, sem dúvida, variar a curto prazo, na medida em que é o instrumento fundamental de política monetária, mas em média deve ser moderada. Caso contrário, além de representar um custo fiscal elevado para a sociedade e de se constituir em obstáculo direto ao investimento, é também um obstáculo indireto na medida em que causa a apreciação da taxa de câmbio. A exigência de uma taxa de câmbio competitiva para que haja verdadeira estabilidade macroeconômica, por sua vez, se deve não apenas ao fato de que ela é necessária para equilibrar as contas externas do país, mas também porque é essencial para que haja estímulo aos investimentos voltados para as exportações. Uma taxa de câmbio “competitiva”, portanto, não é apenas a que assegura o equilíbrio externo; é também a taxa de câmbio que viabiliza economicamente indústrias de bens comercializáveis que utilizem a tecnologia mais avançada sem necessidade de qualquer proteção tarifária.

Talvez um economista convencional aceite a ideia de que uma taxa de câmbio competitiva e uma taxa de juros moderada sejam necessárias

para que haja equilíbrio macroeconômico, mas isso pressupõe que ambas as taxas são determinadas pelo mercado – são endógenas. Em termos de taxa de juros, essa tese é paradoxal, já que essa taxa é também considerada como o “único instrumento de que dispõe o Banco Central” para fazer política monetária. Além disso, esse não é um pressuposto realista, já que estamos vendo os bancos centrais administrarem amplamente a taxa de juros. Se, para o economista neoclássico, a taxa de juros é determinada pelo mercado, correspondendo à “taxa natural de juros” (a taxa a partir da qual não há aceleração da inflação), como pensar na taxa de juros como o grande instrumento de política monetária? É evidente que o formulador de política monetária não tem liberdade absoluta para definir a taxa de juros, mas a experiência dos bancos centrais mostra que ele tem ampla liberdade e que, no processo de aplicação da regra de Taylor, pode levar a taxa de juros rapidamente de níveis reais elevados para níveis negativos.

A tese de que também a taxa de câmbio de longo prazo é endógena não chega a ser paradoxal, já que a ortodoxia monetarista não prevê o uso da taxa de câmbio como instrumento de política monetária. Não é paradoxal, mas é igualmente falsa, já que todos os países administram em graus variados suas respectivas taxas de câmbio a longo prazo. É claro que o longo prazo a que estou me referindo é um prazo de cinco a 10 anos. Se supuséssemos que o “longo prazo” em que a taxa de câmbio é necessariamente endógena é de 50 ou de 100 anos, nossos economistas neoclássicos talvez tivessem razão, mas sua razão seria irrelevante. Foi pensando num prazo desse tipo que Keynes afirmou que, “a longo prazo, todos estaremos mortos”.

Objetivo em relação à taxa de juros

Meu pressuposto, portanto, é o de que tanto a taxa de juros quanto a taxa de câmbio são instrumentos de política – e não apenas de política monetária, mas também de política de desenvolvimento econômico. São instrumentos que não podem ser administrados a bel-prazer do formulador de política econômica, já que são também preços. Mas, como são preços que o mercado não regula de forma satisfatória, como são preços

para os quais não há um conceito de equilíbrio evidente, é essencial que sejam administrados de forma equilibrada. Em relação à taxa de juros, a existência de uma taxa natural de juros abaixo da qual a inflação se acelera é tão fantasiosa quanto a tese da existência de uma taxa natural de desemprego a partir da qual, também, a inflação se acelera. Os capitalistas inativos desejam sempre uma taxa de juros a mais alta possível, e os empresários, a mais baixa possível. Diante desses desejos opostos, o papel do formulador de política deve ser buscar com moderação uma taxa de juros a mais baixa possível. Ou, em outras palavras, deve buscar uma taxa de juros média moderada.

Objetivo em relação à taxa de câmbio: *fix or float*?

Quanto à taxa de câmbio, veremos, quando analisarmos a tendência à sobreapreciação da taxa de câmbio, que o objetivo do formulador de política econômica deve ser buscar uma taxa próxima à de “equilíbrio industrial” – entenda essa taxa como aquela que permita que as empresas que utilizem tecnologia no estágio da arte internacional sejam competitivas sem qualquer proteção tarifária. De acordo com uma análise superficial, poderíamos afirmar que a taxa de câmbio poderá ser administrada se o regime cambial for fixo, e que não poderá sê-lo se o regime for flutuante. Entretanto, essa alternativa *fix or float* é falsa. Na verdade, não há regimes completamente fixos nem completamente flutuantes. Todos são administrados em diversos graus, direta ou indiretamente. E essa graduação na administração não varia apenas de país para país – em cada país varia também conforme os tempos sejam normais (quando a flutuação é possível), ou anormais, de crise generalizada, e a administração se torna inevitável. Além disso, quanto menores forem as economias dos países, maior será a necessidade de administração. No limite, um país muito pequeno não terá moeda própria – o que significa que seu regime cambial é fixo: a moeda implícita do país é por definição igual à moeda estrangeira usada como moeda corrente no país. Ultrapassado esse limite, os países ainda pequenos têm uma alternativa semelhante à dos países mínimos, que é atrelar-se à moeda forte vizinha; o regime continua fixo. Só a partir do momento em que o país tem dimensão

suficiente para ter uma moeda de verdade – uma moeda nacional – é que esse país poderá deixá-la flutuar. Entretanto, para se convencer de que essa instituição fundamental da soberania nacional pode ficar ao sabor do mercado, o país teria que estar convencido de que a taxa de câmbio é um preço determinado num mercado quase perfeito dominado por agentes racionais. Ora, se mesmo os países ricos sabem que isso não é verdade para suas economias, que são muito maiores e, portanto, menos sensíveis à especulação com ativos e com as próprias moedas que caracterizam os mercados de câmbio, não é difícil prever que os países em desenvolvimento também o saberão. Poderão adotar uma taxa de câmbio flutuante, mas terão o que os economistas convencionais chamam depreciativamente de “medo de flutuar” – que, ao contrário do que se sugere, não é uma atitude covarde, mas a expressão do realismo e do compromisso com o interesse nacional dos formuladores de política econômica dos países em desenvolvimento.

Em suma, não obstante a maravilhosa capacidade dos mercados de coordenarem as economias capitalistas, o desenvolvimento econômico só ocorre de acordo com o potencial real do país se houver uma estratégia nacional de desenvolvimento que, além de manter as contas do Estado (fiscais) e as contas da nação (correntes) equilibradas intertemporalmente, seja capaz de manter a taxa de juros em nível moderado e a taxa de câmbio não sobreapreciada, mas competitiva. Certamente dessa estratégia deverão constar muitos outros acordos, em particular aqueles relativos aos problemas do lado da oferta, dos quais o da educação é o principal, mas o acordo principal terá que ser do lado da demanda. E terá que incluir, também, o problema da distribuição da renda. Se no país já houver uma igualdade razoável, como acontece em muitos países europeus e no Japão, esse problema não será central. Se, entretanto, se tratar de país marcado pela desigualdade, como é o caso do Brasil, o objetivo de reduzir a desigualdade e aumentar a homogeneidade social passa a ser crucial. Especialmente se se tratar, como é também o caso do Brasil, de uma democracia. Porque nas democracias os pobres têm direito ao voto, e qualquer estratégia nacional de desenvolvimento deve incluir a satisfação crescente de suas necessidades e, assim, a diminuição gradual das desigualdades.

Neutralização da tendência à sobreapreciação da taxa de câmbio

O problema econômico fundamental que o Brasil hoje já enfrenta e enfrentará com dramaticidade ainda maior nos próximos anos, à medida que as reservas de petróleo do pré-sal comecem a ser exploradas, é a tendência à sobreapreciação da taxa de câmbio. Antes, entretanto, de examinar esse problema, quero brevemente discutir as razões pelas quais a taxa de juros permanece há tantos anos em níveis elevados no Brasil. Como esse é um tema já bastante conhecido, serei breve.

A taxa média de juros no Brasil permanece em níveis muito elevados, ainda que declinantes, há muitos anos. Declinantes porque já estiveram, em termos reais, em torno de 20%, baixaram para 10%, chegaram a 7% no início de 2008 e estão hoje em torno de 8%. Diante desse declínio, poderíamos, em termos neoclássicos, afirmar que essas taxas elevadas foram taxas “naturais” nos seus respectivos momentos. Por outro lado, como o pressuposto desse tipo de teoria econômica é que a taxa de juros é endógena, continuaríamos apenas recomendando mais ajuste fiscal, porque estaria no excesso de gasto público a causa fundamental do nível elevado da taxa “natural” de juros. Não é essa, entretanto, a causa principal do nível da taxa de juros no Brasil, e sim o fato de que não há interesse da parte de amplos setores da sociedade brasileira nem dos países ricos em que essa taxa seja mais baixa (e a taxa de câmbio, conseqüentemente, mais competitiva). Aos rentistas não interessa porque vivem de juros; ao setor não interessa porque vivem de comissões dos rentistas; às empresas multinacionais não interessa porque um câmbio apreciado lhes permite enviar para suas matrizes muito mais dólares, euros ou ienes com o mesmo resultado em reais; aos países ricos não interessa uma taxa de câmbio competitiva porque, nesse caso, comprarão mais e venderão menos ao Brasil. Essa causa que ofereço é uma causa de “economia política”, ou seja, é uma causa que leva em consideração o poder e os interesses dos atores políticos em jogo. E pressupõe que os grupos acima referidos possuem um poder maior – que eles são hoje hegemônicos na sociedade brasileira e, portanto, capazes de definir a orientação básica das políticas públicas. A alta inflação de 1980-94 tornou os brasileiros reféns da inflação, de forma que esses

grupos, que se tornaram dominantes no Brasil no início dos anos 1990, no bojo da grande crise da dívida externa dos anos 1980 e da hegemonia neoliberal dos anos 1990, podem usar a ameaça da volta da inflação para justificar sua política monetária. Assim, quando a economia entra em fase de desaquecimento e se abre uma oportunidade de baixa da taxa de juros, o Banco Central, que representa esses interesses, diminui lentamente essa taxa, e quando, por algum motivo, deixa de reduzi-la, ela se encontra em nível muito superior ao prevalecente em economias nacionais semelhantes. Quando, entretanto, se trata de aumentar a taxa de juros porque a economia começou a se aquecer, o Banco Central pressurosamente toma a iniciativa a partir do nível elevado em que essa taxa se encontrava e a aumenta rapidamente.

Cheguei a essa conclusão sobre a taxa de juros quando escrevi, com Yoshiaki Nakano, em 2002, o artigo intitulado “Uma estratégia de crescimento com estabilidade”. Estou convencido de que o que os economistas convencionais fazem para explicar as altas taxas de juros é uma repetição da fábula do lobo e do cordeiro à beira do riacho. O lobo encontra o cordeiro no riacho e, mesmo estando colocado acima da corrente de água, reclama que o cordeiro está sujando a água; o cordeiro observa que isso não é verdade, já que está bebendo abaixo do lobo; este alega outra causa para sua reclamação, e o cordeiro argumenta que é igualmente falsa; e assim vai até que o lobo come o cordeiro. No Brasil, o patrimônio público é o cordeiro. Até 2001, a explicação imediata para a taxa de juros alta era “o risco Brasil”; quando se verificou que esse risco era maior em países com taxa de juros menor, afirmou-se que era o déficit público ou então a carga tributária; quando se percebeu que nem uma nem outra explicação se sustentava nas comparações internacionais, passou-se para a “insegurança jurisdicional”; quando essa explicação também se tornou vazia, dado o fato de que países muito mais inseguros do que o Brasil em momentos anteriores da história do país em que as atividades econômicas conviviam com taxas de juros mais baixos, voltou-se para a inflação: a taxa de juros é alta no Brasil porque é essa a taxa “natural” de juros. Mas ao voltar-se a essa tese, além de se voltar a uma taxa

fantasiosa, voltava-se ao começo da série de argumentos, porque afinal todos aqueles argumentos igualmente fantásticos procuravam explicar por que a taxa “natural” era tão alta.

A todas essas razões, entretanto, é preciso acrescentar o fato de que a sociedade brasileira e seus políticos têm medo de baixar a taxa de juros. Têm medo porque ficaram escaldados com a alta inflação que experimentaram. Têm medo porque economistas “de peso” e agências internacionais como o FMI e o Banco Mundial no exterior apoiam com entusiasmo a política de juros brasileira. Têm medo porque somos uma sociedade dependente cujas elites estão com frequência aliadas não ao povo brasileiro, mas às elites dos países ricos.

O problema da taxa de juros, entretanto, já está bem discutido no Brasil desde 2002. E foi em grande parte graças a essa discussão que o poder da coalizão política beneficiada pelos juros altos perdeu força, e começou-se a perceber que há uma alternativa de política econômica mais de acordo com os interesses nacionais e que, ao contrário do que insistia em afirmar a ortodoxia convencional, nada tem de populista. É até mais austera do que a política convencional porque, além de exigir equilíbrio fiscal, exige superávit na conta-corrente.

Em relação à taxa de câmbio, entretanto, é necessário aprofundar a discussão. Iniciei-a igualmente em 2002, com Nakano, através do *paper* “Economic growth with foreign savings?”, em que mostrávamos que a política de crescimento com poupança externa apreciava o câmbio. Continuei a discutir o tema nos trabalhos seguintes, principalmente no *paper* com Paulo Gala “Por que a poupança externa não promove o crescimento” (2007); resumi toda a discussão e acrescentei o problema da doença holandesa e da tendência à sobreapreciação da taxa de câmbio em meu livro *Macroeconomia da estagnação* (2007). Finalmente, logrei desenvolver um modelo abrangente da doença holandesa no *paper* “The Dutch disease and its neutralization: a Ricardian approach” (2008). No presente trabalho, a partir da tese da tendência à sobreapreciação da taxa de câmbio, que engloba os dois modelos sobre a taxa de câmbio (a crítica ao crescimento com poupança externa e doença holandesa), aplico pela primeira vez esse modelo geral à economia brasileira.

A tendência à sobreapreciação da taxa de câmbio é uma tendência estrutural que ocorre em todos os países em desenvolvimento, ainda que com diferentes intensidades. A tendência é estrutural porque deriva de dois fatos que fazem parte da própria estrutura das economias subdesenvolvidas: taxas de juros e de lucro mais elevadas do que nos países ricos, devido à relativa escassez de capitais e à doença holandesa. A primeira causa atrai capitais em excesso para os países em desenvolvimento e causa a apreciação da taxa de câmbio; a segunda – a doença holandesa – tem na sua própria definição a sobreapreciação da taxa de câmbio.

A essas duas causas estruturais somam-se quatro causas originadas de políticas públicas perversas. São elas a política de crescimento com poupança externa, a política de combate à inflação com âncora cambial, a política de “aprofundamento financeiro” e o populismo cambial. Poupança externa é, por definição, déficit em conta-corrente. Quando o país decide deliberadamente incorrer em déficits em conta-corrente para financiar seu desenvolvimento econômico, isso implica uma taxa de câmbio mais apreciada do que aquela que haveria se a conta-corrente estivesse equilibrada. Portanto, quanto mais o país recorrer à poupança externa, mais apreciada será a sua taxa de juros; e, conseqüentemente, menos efetivo será o financiamento dos investimentos, já que a apreciação da taxa de câmbio causa uma elevada taxa de substituição da poupança interna pela externa, ou, em outras palavras, causa um desvio substancial dos recursos adicionais para o consumo, e não para o investimento. A política de âncora cambial para reduzir as taxas de inflação foi amplamente praticada nos anos 1990; seus efeitos são óbvios e graves ou, em certos casos, gravíssimos, como foi o caso da Argentina com o sistema de *currency board*. Quanto à política de aprofundamento financeiro (*capital deepening*), é a política de aumento direto da taxa de juros que foi proposta já nos anos 1970, quando muitos países em desenvolvimento usavam taxas negativas de juros para crescer. Embora ainda hoje os países ricos frequentemente experimentem períodos de taxas básicas de juros negativas, aos países em desenvolvimento essa prática estaria “proibida” pela teoria do aprofundamento financeiro a eles recomendada. Finalmente, a quarta causa originada de política econômica a

agravar a tendência à sobreapreciação da taxa de câmbio é o populismo cambial – uma prática que, ao contrário das duas anteriores, não tem o apoio explícito dos países ricos, mas o teve de forma indireta nos anos 1990, quando as políticas de crescimento com poupança externa e de âncora cambial foram adotadas pelo FMI. O populismo cambial é uma forma de populismo econômico, ao lado do populismo fiscal. Enquanto este se define pelo fato de o Estado gastar mais do que arrecada para facilitar a reeleição do político no poder, o populismo fiscal se caracteriza pelo fato de o Estado-nação gastar mais do que arrecada, com essa mesma finalidade.

Há uma diferença básica entre a doença holandesa e essas causas relacionadas com a política econômica. Enquanto a doença holandesa só pressiona a taxa de câmbio até que ela desça ao nível da taxa de equilíbrio corrente, ou seja, até o nível em que a taxa de câmbio equilibra intertemporalmente a conta-corrente, as causas de política econômica podem pressionar a taxa de câmbio no sentido de sua apreciação até o país entrar em crise de balanço de pagamentos.

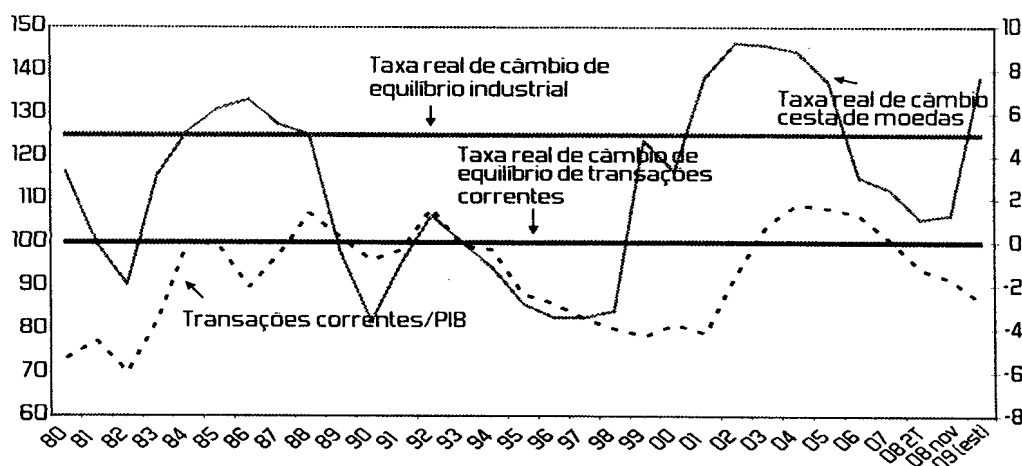
A doença holandesa é uma grave falha de mercado derivada das rendas ricardianas que o país obtém de seus recursos naturais abundantes e, sob determinadas condições, de sua mão de obra barata. Em virtude dessas rendas, a taxa de câmbio se aprecia enquanto a rentabilidade em moeda local das empresas estiver assegurada. Em consequência, a taxa de câmbio de equilíbrio corrente se afasta da taxa de câmbio de “equilíbrio industrial” – ou seja, a taxa de câmbio que viabiliza indústrias de bens comercializáveis usando tecnologia no estado da arte. A gravidade da doença se mede pela diferença entre essas duas taxas de equilíbrio.

Como a doença holandesa se caracteriza pelo equilíbrio a longo prazo da conta-corrente, para que a taxa de câmbio fique abaixo desse nível é necessário que as políticas de apreciação façam a sua parte. Não havendo qualquer interferência do governo para evitar o processo, mas, pelo contrário, estando ele empenhado em promover o crescimento com poupança externa, combater a inflação com âncora cambial, realizar o aprofundamento financeiro e reeleger-se à custa do populismo cambial, a queda da taxa de câmbio continuará abaixo do equilíbrio corrente,

um déficit em conta-corrente se materializará, e a dívida externa do país crescerá. Durante um bom período, entretanto, apesar do déficit em conta-corrente e da adoção de um regime de câmbio flexível, a taxa de câmbio continuará substancialmente apreciada, e a dívida externa continuará aumentando. Quando, afinal, essa dívida se torna “muito grande”, na perspectiva dos credores externos, ou começa a crescer a uma “taxa muito elevada”, esses credores externos – que, até então animados com os juros altos, conservavam sua confiança na economia do país – mudam subitamente de opinião, suspendem a rolagem da dívida externa, e o país entra em moratória branca, em *default*. É a crise de balanço de pagamentos. Em consequência, a taxa de câmbio se deprecia, subindo verticalmente e ultrapassando a própria linha correspondente à taxa de equilíbrio industrial. Depois de algum tempo, que será tanto menor quanto mais pronto for o socorro externo, que chega antes para salvar os credores externos do que o próprio país, o ciclo recomeça, novamente manifestando-se a tendência à sobreapreciação da taxa de câmbio.

Espero que essa teoria da tendência à sobreapreciação da taxa de câmbio seja submetida a testes empíricos por pesquisadores competentes. Eles terão problemas porque, quanto mais competentes e mais autônomos em relação aos países ricos forem os governos dos países em desenvolvimento, mais eles intervirão visando neutralizar essa tendência, não adotando aquelas quatro políticas acima referidas, mas neutralizando a sobreapreciação causada pela doença holandesa. No caso do Brasil, não apresento um teste econométrico para demonstrar a tese, e sim a figura abaixo, com dados sobre a taxa de câmbio e a conta-corrente do país entre 1980 e 2008, na qual está claro o ciclo de apreciação gradual e depreciação rápida no momento da crise que caracteriza a tendência à sobreapreciação da taxa de câmbio. Na figura, o índice 100 da taxa de câmbio de equilíbrio corrente corresponde à média do período 1988-93, no qual a conta-corrente do país permaneceu razoavelmente equilibrada. O equilíbrio industrial é estimado 25% acima do corrente porque no período 1980-2008 a balança comercial de bens manufaturados torna-se equilibrada quando a taxa de câmbio se situa nesse patamar 25% mais depreciado.

Taxa real de câmbio em relação a uma cesta de moedas e saldo em transações correntes



Fonte: Ipeadata (para taxa real de câmbio em relação à cesta de moedas) e Bacen (para saldo em transações correntes/PIB). As taxas de câmbio de equilíbrio de transações correntes e industrial são estimativas do autor. A primeira é igual a 100 no período 1988-93, em que a conta-corrente está equilibrada.

Em 1980, a taxa de câmbio estava em pleno processo de apreciação devido à sua prefixação, decidida para magicamente alterar as “expectativas de inflação”. Essa política monetarista, semelhante à adotada um pouco antes por Martinez de Hoz na Argentina, só que menos violenta, provoca um grande aumento do endividamento externo do país e é abandonada em 1981, diante da recusa dos credores externos de continuarem a refinar a dívida brasileira. A quebra do México em setembro do ano seguinte agrava a crise, tornando inevitável a desvalorização do cruzeiro: era a crise cambial. A desvalorização, entretanto, não ocorreu de forma atabalhoada, mas foi decidida e implementada com êxito em fevereiro de 1983, evitando-se, assim, o *default*. A taxa de câmbio sobe fortemente e ultrapassa a linha que corresponde ao equilíbrio industrial.

Em seguida, a partir da depreciação súbita, começa a lenta apreciação. A primeira linha de equilíbrio a ser cruzada é a de equilíbrio industrial – o que só ocorreria em 1987 porque naquela época se adotava um sistema de *crawling peg* ou de minidesvalorizações diárias que dificultava a sobreapreciação.¹

¹ Nesse ano, assumindo então o Ministério da Fazenda no início de maio, decidi imediatamente uma desvalorização cambial de cerca de 10%, apesar do fato de que a inflação estava explodindo.

Nos dois anos seguintes, porém, o governo Sarney perde o controle da economia e, não obstante a forte apreciação do cruzado que então ocorre, o país caminha para a hiperinflação. Essa apreciação torna a depreciação que se segue (1991/92), já no governo Collor, inevitável. No início de 1990, quando a economia já estava em hiperinflação (taxa de inflação de 72% em fevereiro), o Plano Collor interrompe o processo, ao mesmo tempo em que deprecia o cruzeiro. Entretanto, o congelamento de preços, acompanhado de violento e necessário ajuste fiscal e monetário, equivocadamente não incluía uma tabela de conversão das contas a pagar das empresas que neutralizasse a inércia inflacionária.² Em consequência, provoca um violento desequilíbrio nos preços relativos que, ao ser necessariamente corrigido nos meses seguintes pelo mercado, determinaria o fracasso do plano. Em consequência, o cruzeiro volta a gradualmente se apreciar e, em 1992 (desde 1991 sob o controle do FMI), volta a cruzar a linha de equilíbrio corrente.

O Plano Real, em 1994, neutraliza a inflação inercial, mas não altera a tendência à sobreapreciação: pelo contrário, a aprofunda. O processo de apreciação continua até 1998, quando uma crise de balanço de pagamentos o interrompe, e o real se desvaloriza. Entretanto, talvez porque o país tinha sido socorrido pelos Estados Unidos e o FMI, e porque toda a “lógica” do período pós-Plano Real, segundo a qual o país “devia crescer com poupança externa”, não fora alterada pela crise, a desvalorização não foi suficiente para tirar o país do déficit em conta-corrente (indicado pela linha pontilhada na figura). Na verdade, não se pode sequer falar de um *overshooting*, pelo fato de a taxa de câmbio haver apenas chegado ao nível do equilíbrio industrial. O ajuste do câmbio causado pela crise de 1998 foi, portanto, insuficiente. Em consequência disso, bem como da permanência do déficit em conta-corrente e de um terceiro fator de

² Para se ter uma ideia do desequilíbrio dos preços relativos provocado pela falta da *tablita*, cito o caso dos Supermercados Pão de Açúcar. Como a empresa comprava a um prazo médio de 28 dias e vendia à vista, os preços do seu contas a pagar já embutiam a inflação prevista. Ao se congelarem os preços, sem que fosse aplicada a tabela de conversão, o prejuízo da empresa foi imenso: US\$ 75 milhões, segundo me informou seu diretor financeiro, no dia seguinte ao congelamento. Como o Pão de Açúcar, muitas outras empresas tiveram enormes prejuízos, enquanto aquelas que vendiam a um prazo maior do que compravam tiveram grandes lucros.

ordem política – a insegurança que, no segundo semestre de 2002, a provável eleição de Luís Inácio Lula da Silva provocava no sistema financeiro internacional –, o país sofre nova crise de balanço de pagamentos. Agora, sim, temos um clássico *overshooting*, e a desvalorização brutal eleva a taxa de câmbio muito acima do nível de equilíbrio industrial. Durante quase dois anos a taxa de câmbio permaneceria nesse nível. Porém, a partir de 2004 a confiança volta a reinar nos mercados financeiros internacionais, e a tendência à sobreapreciação da taxa de câmbio volta a se manifestar. Já em 2005 a taxa de câmbio ultrapassa a linha de equilíbrio industrial. Empurrada pela doença holandesa, que naquele ano se agravava com a elevação dos preços das *commodities* exportadas pelo Brasil, a taxa de câmbio continua a se apreciar.

Entretanto, principalmente porque o governo passava a adotar uma política determinada de compra de reservas para evitar a sobreapreciação, esta, que em dólares parecia muito forte, na verdade não o era tanto em termos de uma cesta de moedas porque, no mesmo período, ocorria a depreciação do dólar diante das demais moedas. Dessa forma, em 2008, como vemos na figura, ainda que a taxa de câmbio houvesse há muito ultrapassado a linha do equilíbrio industrial (o que explica o fato de a desindustrialização voltar a se manifestar), ela não atingira ainda a linha de equilíbrio corrente. Encontrava-se, entretanto, em déficit em conta-corrente desde o final de 2007. Isso não é surpreendente porque, embora a linha cheia da taxa de câmbio seja um bom previsor do déficit em conta-corrente, não é um previsor perfeito. Além disso, como na figura a taxa de câmbio é medida na escala da esquerda, e a do déficit em conta-corrente na escala da direita, a localização das duas linhas tem um caráter parcialmente arbitrário; por isso, o ponto que prevê o começo do déficit na curva da taxa de câmbio real não precisa coincidir com o ponto em que a curva do déficit em conta-corrente indica zero de saldo em conta-corrente. Em outubro, com a quebra do banco de investimento Lehman Brothers, a crise financeira global se transforma em pânico, as bolsas de valores caem verticalmente, assim como o preço das *commodities*, ao mesmo tempo em que uma crise cambial ocorre nos países mais vulneráveis, entre os quais o Brasil: em alguns dias, o real

se deprecia em cerca de 50%, encerrando-se assim o ciclo clássico da tendência à sobreapreciação da taxa de câmbio. Podemos dizer que essa crise cambial foi até certo ponto antecipada pela crise financeira global. Como as projeções de déficit em conta-corrente eram cada vez maiores, os credores, atemorizados pela crise, decidiram suspender a rolagem da dívida externa do país, antes que este voltasse a se endividar de maneira insustentável.

A fase de pânico foi superada em novembro, mas a crise financeira continua forte e está agora se transformando em crise do setor real da economia. Os governos procuram neutralizar seus efeitos mais negativos, mas estes serão tanto maiores quanto mais frágil financeiramente for a economia do país. Nos países ricos a crise é bancária, e os mais atingidos serão os que deixaram seus bancos menos regulados, como é o caso dos Estados Unidos e da Grã-Bretanha. Já nos países em desenvolvimento a crise financeira é uma crise de balanço de pagamentos; não foram os bancos que emprestaram e especularam de forma irresponsável, mas foram os países que se fragilizaram internacionalmente ao permitir que sua taxa de câmbio se apreciasse e seu déficit em conta-corrente alcançasse níveis elevados. Estão nesse caso, entre outros, os países do Leste europeu, o México e a África do Sul, que sofreram forte depreciação de sua moeda. Em contrapartida, os países asiáticos e a Argentina estão em condição mais confortável porque não permitiram a apreciação do seu câmbio; sofrerão também os efeitos da crise financeira, mas não são, eles próprios, fonte de crise porque não seguiram o conselho da ortodoxia convencional, que aconselhava os países em desenvolvimento a “crescer com poupança externa”.

O Brasil fica numa situação intermediária. Sofreu também uma crise cambial, porque deixou que sua taxa de câmbio se valorizasse. A apreciação tinha, naturalmente, o apoio da ortodoxia convencional interna e externa, que saudava a volta do Brasil à condição de déficit em conta-corrente como a volta à “condição natural das coisas” para os países em desenvolvimento. O déficit em conta-corrente, porém, ainda não estava elevado, não havendo, portanto, um problema de dívida externa insustentável, mas isso não impediu que a crise cambial também se ex-

pressasse na depreciação violenta do real. Dada a sobreapreciação anterior do real, o déficit em conta-corrente aumentava de forma explosiva. O fato não passou despercebido pelo mercado financeiro internacional, que se deu conta de que em 2008 esse déficit chegaria perto de 3% e em 2009 estaria próximo de 5% do PIB. O Brasil deixou, assim, de ser um mercado seguro para os aplicadores, que não hesitaram em suspender a rolagem dos seus créditos. Ao contrário das crises de 1998 e de 2002, essa foi uma crise financeira “antecipada”.

Ao contrário, também, das duas crises anteriores, o país contava com reservas internacionais elevadas, superiores a US\$ 200 bilhões. Mas isso não impediu que a crise se desencadeasse, porque essas reservas foram, no plano interno, construídas com base não em superávits em conta-corrente, como é o caso, por exemplo, da China, mas com base em endividamento externo; e, no plano interno, não decorreram de superávit fiscal em reais, mas de endividamento público interno. Entre 2001 e julho de 2008, as reservas internacionais do Brasil aumentaram em US\$ 167,8 bilhões. Nesse período, porém, o saldo de transações correntes acumulado foi de apenas US\$ 6,8 bilhões, de forma que 96,4% do aumento de reservas foram obtidos pelo país com financiamento externo financeiro e patrimonial (investimentos diretos). Como não houve superávit público, 100% desse aumento foram financiados com dívida interna. Não é surpreendente que essas reservas não fossem seguras.

Em síntese, pela quarta vez, em menos de 30 anos, a tendência à sobreapreciação da taxa de câmbio voltou a manifestar-se. A primeira ocorreu no início dos anos 1980; a segunda, após a depreciação de 1983; a terceira, após a depreciação de 1990 (mais fraca); e a quarta, a partir da depreciação de 1999-2002. Em 2008, a taxa de câmbio substancialmente abaixo da linha de equilíbrio industrial até outubro significava que a doença holandesa, que nos anos 1990 causava desindustrialização, voltara a causá-la nos anos 2000. Como essa taxa não desceu abaixo da taxa de equilíbrio corrente, o déficit em conta-corrente na antevéspera da crise cambial não era ainda pronunciado. Mas a dimensão da depreciação mostra que o mercado financeiro internacional perdeu a confiança no real, dada a forte tendência de crescimento do déficit

em conta-corrente brasileiro. A apreciação anterior não chegou a causar maior estrago porque a indústria brasileira continua ainda a contar com uma proteção tarifária que parcialmente neutraliza a doença holandesa do lado da importação. E também porque o mercado interno, estimulado pelo aumento do salário mínimo e do crédito consignado, bem como pelo aumento dos valores distribuídos pela Bolsa Família, substituiu provisoriamente o externo na garantia de um mercado para a indústria.