

## CÂMBIO E EMPREGO: O BRASIL DEPOIS DO REAL

*Airton Gustavo dos Santos<sup>1</sup>*

### Resumo

*O objetivo deste trabalho é verificar a possível relação entre apreciação cambial e emprego, no Brasil, a partir da edição do Plano Real até o ano de 2007. Para tanto, é necessário conhecer o comportamento das taxas de juros, da política tributária e os objetivos de mais curto prazo da política econômica do governo. A atual valorização do Real frente ao Dólar norte-americano, tida por muitos analistas econômicos como exagerada e prejudicial ao desenvolvimento da indústria, constitui um tema polêmico que encontra opiniões diferentes, tanto na academia quanto nas instituições que representam os vários setores produtivos nacionais que mantêm relações comerciais com outros países. O presente estudo apresenta dados estatísticos que permitem uma análise com a maior isenção possível da questão apresentada.*

---

1. Airton Gustavo dos Santos é economista graduado pela FEA-USP e pós-graduado em Economia Política pela FEA-PUC-SP, técnico do DIEESE (Departamento Intersindical de Estatística e Estudos Sócio-Econômicos) e professor da Faculdade São Luís. E-mail: airton@metalurgicos.org.br

## **Palavras-chave**

*Taxa de câmbio, Produto Interno, valorização, exportação, importação, fluxo de capitais.*

## **Abstract**

*This study aims to verify the possible relationship between exchange rate appreciation and employment in Brazil – from the launch of the Real Plan to 2007. For that, knowledge of interest rate behavior, tax policy and short-term objectives of the government's economic policy is necessary. The current appreciation of the Brazilian Real against the American Dollar, considered by many economics analysts as excessive and harmful to the development of the industrial sector, characterizes a controversial discussion, not only in the academia, but also in the institutions that represent several national productive sectors which keep commercial relations with other countries. This study shows statistical data that allow a highly objective analysis of the issue.*

## **Key words**

*Exchange rate, Domestic Product, appreciation, export, import, capital flow.*

## **Resumen**

*El objetivo del trabajo es verificar la posible relación entre apreciación del cambio y empleo, en Brasil, a partir de la edición del Plano Real hasta el año de 2007. Para tanto, es necesario conocer el comportamiento de los tipos de interés, de la política tributaria y los objetivos de más corto plazo de la política económica del gobierno. La actual valorización del Real frente al Dólar norteamericano, tenida por muchos analistas económicos como exagerada y perjudicial al desarrollo de la industria, constituye un tema polémico que encuentra distintas opiniones, tanto en la academia cuanto en las instituciones que representan los varios sectores productivos nacionales que mantienen relaciones comerciales con otros países. Este estudio presenta datos estadísticos que permiten un análisis con mayor exención posible de la cuestión presentada.*

## **Palabras-clave**

*Tasa de cambio, Producto Interno, valorización, exportación, importación, flujo de capitales.*

### Considerações Iniciais

Os fundamentos macro da economia mantêm-se em patamares estáveis. A dívida externa do setor público, em termos líquidos, é negativa, uma vez que a quantidade de reservas supera muito as melhores médias históricas; a inflação é baixa e sob controle; a Balança Comercial acumula superávits sucessivos, o que leva a resultados positivos em conta-corrente; a dívida interna encontra-se estável em relação ao PIB e satisfatoriamente financiada; o tesouro gera os superávits fiscais desejados e a taxa de juros básica se reduz. Todos esses indicadores forçam a queda, inédita, do risco-país, o que nos aproxima rapidamente do almejado *grau de investimento*, classificação que reduz o risco do país e o coloca em posição privilegiada para receber investimentos estrangeiros.

Esses resultados, construídos ao longo dos últimos dez anos, não ocorreram sem custos. Por mais inverossímil que possa parecer, essa solidez econômica não foi obtida com a expansão da economia. Pelo contrário, a trajetória desses indicadores difere de dois outros mais importantes e intimamente dependentes: crescimento e emprego. Tal aparente contradição encontra explicação na nova lógica que passa a vigorar a partir da consolidação do capital financeiro, com fluxos quase irrestritos, como fator dinâmico da acumulação capitalista.

A partir do final dos anos 1980 e início da década de 1990, uma outra concepção passou a orientar o pensamento econômico por meio do chamado *Consenso de Washington* que, em síntese, apregoava que o crescimento de um país não mais poderia ser obtido com base em emissões inflacionárias ou de endividamentos externos e internos, que mais tarde poderiam provocar crises cambiais e/ou fiscais. Ou seja, sem que antes se cuidasse de certos fundamentos que, se bem tratados, levaria a uma situação posterior de crescimento sustentado. Em outros termos, acabaria a “síndrome” do *stop-and-go* (*vôo da galinha*), característica das economias latino-americanas nos últimos anos. O combate à inflação era o foco central da política econômica com vista à estabilização. No Brasil, vários esforços foram realizados nesse sentido.

A *âncora cambial*, desestatização, abertura comercial, livre movimentação de capitais, altas taxas de juros reais, expressivos superávits primários, desregulamentação do mercado de trabalho, entre outros, foram os mecanismos utilizados na busca da estabilização. Os países que

*Quadro 1. Variação do PIB, PIB Industrial, Balança Comercial e Inflação (1996-2006)*

Ano	Variação do PIB (%)	Variação do PIB Industrial (%)	Balança Comercial (US\$ milhões)	Taxa de Inflação (INPC/IBGE) (%)
1994	5,33	8,05	10.466	2.111,63
1995	4,42	4,72	-3.466	65,96
1996	2,15	1,07	-5.599	15,52
1997	3,38	4,24	-6.753	5,99
1998	0,04	-2,59	-6.624	3,79
1999	0,25	-1,91	-1.283	4,85
2000	4,31	4,83	-753	6,22
2001	1,31	-0,62	2.642	7,49
2002	2,66	2,08	13.126	10,20
2003	1,15	1,28	23.824	16,96
2004	5,71	7,89	33.640	6,27
2005	2,94	2,15	44.758	5,76
2006	3,70	2,78	46.086	2,81

Fontes: IBGE; IBRE/FGV

adotaram integralmente essa receita, honrosas exceções, não lograram o êxito almejado. Bem ou mal obtiveram a estabilização, mas não passaram disso. O crescimento não ocorreu na medida esperada e, em muitos casos, houve queda no Produto Interno. Os países da América Latina são os exemplos mais acabados desse processo. Por outro lado, as nações que escolheram outros caminhos, obtiveram melhores resultados. São os casos de Índia, China e demais países do sudeste asiático.<sup>2</sup>

O Brasil, na esteira de outras economias latino-americanas, implantou, em 1994, o Plano Real e adotou todas as medidas preconizadas pela

---

2. Ver: Doodley, MP *et alli*. An Essay on the revived Bretton Woods System. In: *Working Paper. National Bureau of Economic Research* – [www.nber.org/papers/w9971](http://www.nber.org/papers/w9971)–, em que os autores diferenciam dois comportamentos, um asiático e outro latino-americano, em relação ao processo de estabilização e crescimento: a *trade account region* (Ásia) e a *capital account region* (América Latina).

concepção então vigente. A estabilização, num primeiro instante, foi obtida com sacrifício do crescimento, das contas externas e das reservas cambiais. Na eminência do total esgotamento das reservas e da já inoperante política de juros altos, o governo decretou o fim do câmbio fixo. Um acordo com o FMI e bancos internacionais evitou o colapso cambial. Adotou-se, então, a âncora nominal, com câmbio flutuante e regime de metas de inflação, sempre a priorizar a estabilização. Garantiu-se, dessa forma, a manutenção de baixos níveis de inflação e, desta vez, sem aumento do passivo externo. A exemplo do que já ocorrera nos cinco primeiros anos do Plano, os juros elevados, alta carga tributária e câmbio valorizado nos levaram à estabilização dos preços, a superávits em conta corrente<sup>3</sup> e a certa estabilização da relação dívida/PIB. Persistiam, no entanto, o baixo crescimento econômico e altas taxas de desemprego.

A estabilização dos preços, as altas taxas de juros, a valorização das *commodities* (minerais e agrícolas), o baixo crescimento da economia, a plena liberdade de fluxo de capitais e a situação de grande liquidez internacional contribuíam e facilitavam a estabilização e o bom comportamento dos chamados fundamentos macroeconômicos. A essa estabilidade econômica, somou-se o fim da crise de confiança de 2002, após o governo eleito garantir a continuidade da política econômica do governo anterior. Essas duas perspectivas, econômica e política, proporcionaram, a partir de 2003, a retomada das valorizações cambiais, interrompida em 2001 e 2002 (ver Tabela 3). Seja pela balança comercial, por aplicações em *portfólio* seja por investimentos diretos, o país começou a acumular uma inusitada quantidade de divisas.

Se a entrada massiva de divisas contribuiu para a estabilização dos preços, a eliminação da dívida pública indexada ao câmbio e no resgate da dívida externa, concorreu, também, para uma forte apreciação real do câmbio. O câmbio real afeta as exportações líquidas. A taxa de câmbio real é um dos aspectos que impacta a competitividade do país. Na ausência de ganhos de produtividade, aquecimento da economia mundial

---

3. Câmbio valorizado não leva a superávits correntes, pelo contrário. No entanto, a intensa entrada de divisas devido às altas taxas de juros internos e aos superávits comerciais decorrente da grande procura e conseqüente elevação de preços das *commodities* exportadas pelo País levaram, mesmo com valorizações cambiais, a resultados positivos em conta-corrente.

ou aumento expressivo na demanda por determinado(s) produto(s), que eventualmente compensem a valorização cambial, *altas na taxa real de câmbio trarão como consequência uma redução das exportações líquidas e elevação no déficit em conta-corrente*. (Miles e Scott, 2005, p.?)

Evidente que o desempenho da economia não depende apenas do câmbio real, apesar da extrema importância dessa variável. Aspectos econômicos e não-econômicos interferem nessa análise: taxa de juros; marcos regulatórios; estrutura tributária; segurança jurídica; educação da população; estabilidade de preços; qualificação da mão de obra; estabilidade política; transporte, comunicação, entre outros, são fatores que qualificam um país a ser destinatário de investimentos que dinamizem sua economia. Este estudo propõe-se a investigar mais detidamente a relação entre a *apreciação cambial e o comportamento do emprego no Brasil*. A investigação restringe-se a medir os efeitos entre o comportamento do câmbio e do nível de emprego na economia, desde a implantação do Plano Real até a recente e expressiva valorização da moeda nacional.

## Câmbio e Emprego no Plano Real

### *Âncora Cambial*

O Plano Real, em sua concepção inicial, utilizou o mecanismo de âncora cambial para obter a estabilização de preços. Por esta forma, a taxa de câmbio entre a nova moeda, o real, e o dólar, seria fixa, na paridade de US\$ 1,00 x R\$ 1,00. Adota-se, então, o regime de câmbio fixo, que seria sustentado pelo Banco Central, apoiado em reservas cambiais de cerca de US\$ 40,5 bi e numa política de juros altos que estimulavam a entrada de capitais especulativos no país.

Essa política atrelava o real ao dólar, uma forma de dolarização da economia, porém menos radical que a situação argentina, onde o governo garantia a plena conversibilidade entre as duas moedas (na prática, o *currency board*), ao instalar, naquele país, um regime bi-monetário. Essa diferença foi fundamental para os destinos das duas economias.

A âncora cambial era a chave-mestra da estabilização dos preços. Para que ela funcionasse satisfatoriamente e atingisse os objetivos, era necessário que se mantivesse e até aprofundasse a abertura da economia às importações (já iniciada no Governo Collor), com a redução das alíquotas do Imposto de Importação e permitisse o livre fluxo de capitais

no mercado financeiro e de ativos. Uma maior abertura às importações provocaria um aumento no grau de concorrência do mercado interno, restringiria o poder dos oligopólios e inibiria os aumentos dos preços. A liberdade de fluxo de capitais, por sua vez, proveria os recursos cambiais necessários para manter níveis de importação que garantissem a estabilidade dos preços.

### *Sobrevalorização da Moeda*

*Desde o início de 1992 até junho de 1994, a moeda brasileira já vinha apresentando uma tendência à valorização gradual em termos reais. Nesse período de dois anos e meio, a taxa de câmbio bilateral com o dólar, deflacionada pelo diferencial de inflação entre o Brasil e os Estados Unidos, registrou apreciação de 7% ou 8%, tomando-se como deflatores o INPC ou o IPA-DI, respectivamente. (Nogueira Batista Jr., 2000)*

Ao *ancorar* uma moeda a outra para que seu comportamento, em termos de poder de compra, seja idêntico ao da moeda tomada como referência, não há garantias que isso realmente aconteça ou que seja imediato<sup>4</sup>. Na maioria das vezes, esse ajustamento acontece com certo atraso, isto é, as desvalorizações (inflação) das duas moedas, durante certo tempo, não acontecem no mesmo ritmo e provocam a sobrevalorização cambial da moeda ancorada. Isso ocorreu com o real recém implantado. A paridade inicial (US\$ 1,00 x R\$ 1,00) sancionou a valorização ocorrida nos dois anos anteriores e permitiu sua continuação, uma vez que a inflação do real permaneceu superior à do dólar. O quadro se agrava com a entrada de capitais especulativos, que aumentou a oferta da moeda norte-americana e valorizou ainda mais o real. De acordo com Batista Jr., nos seis meses que se seguiram à implantação do Plano, o real se valorizou 30% em relação ao dólar.

A valorização cambial, somada à redução das alíquotas de importação e às altas taxas de juros, compõem uma mistura nada estimulante ao crescimento econômico e ao emprego. Nesse sentido, apontar uma relação estrita de causa e efeito entre câmbio e emprego, neste contexto em que muitas variáveis intervêm, é uma tarefa que requer prudência,

---

4. Mesmo porque os serviços (*non-tradeables*) não têm seus preços contidos na mesma velocidade que as mercadorias (*tradeables*).

mesmo porque, entre sua implantação em 1994 e o fim da âncora cambial – por consequência, fim do câmbio fixo – no início de 1999, houve mudanças significativas que estabeleceram períodos distintos na evolução do Plano.

### *As Fases do Plano*

Nos primeiros nove meses do Plano Real, os resultados foram bastante positivos em vários aspectos. A inflação arrefeceu e a alta dos preços se desacelerou (46,6% em junho/94 para 3,34% em agosto/94 – IGP-DI), o que interrompeu um processo de hiperinflação que ameaçava desestabilizar a economia. O nível de atividade aumentou com redução nas taxas de desemprego; a renda apresentou uma expressiva recuperação, com crescimento que há muito não se via; ocorreu uma leve melhora na distribuição e pequena redução da pobreza.

Essa fase de prosperidade foi logo interrompida com a ameaça de uma crise cambial, decorrente da sobrevalorização do real. A partir de novembro de 1994 até junho de 1995, a balança comercial apresentou déficits. Em março de 1995, para interromper a fuga de capitais, provocada pela crise mexicana, o governo adota medidas recessivas, com o corte no crédito, elevação na taxa de juros, aumento das alíquotas de importação de vários produtos, redução ou retirada do IOF para capitais especulativos, entre outras. Os efeitos foram imediatos sobre o emprego e a produção industrial, que inicia uma longa queda.

*(.) o nível de emprego caiu, pela décima vez consecutiva, na primeira semana de junho, depois de ter crescido de setembro de 1994 a abril de 1995, e a taxa de desemprego para a RMS, segundo a pesquisa SEADE/DIEESE, depois de declinar de 15,4% para 12,6% de maio a dezembro de 1994, voltou a subir para 13,5% em 1995. O IBGE, por sua vez, constatou uma queda de 11,8% na produção industrial do país, quando comparados os meses de maio e abril de 1995, a quinta queda consecutiva, e a maior, desde o início do Plano.<sup>5</sup> (Filgueira, 2000, p.?)*

A desaceleração da indústria não chega a atingir imediatamente outros setores devido à inércia provocada pelo intenso crescimento do PIB,

---

5. Filgueira, L. “*História do Plano Real*”. São Paulo. Boitempo Editorial. 2000.



que chegou a mais de 10% no primeiro trimestre do ano e garantiu um crescimento anual de 4,2%. Em 1996 há uma outra inflexão. A inflação continua a se desacelerar, mas o crescimento, juntamente com desconcentração de renda, são interrompidos. O desemprego passa a evoluir de forma dramática e agrava-se a cada choque de juros, aplicado para manter a política de sobrevalorização cambial, a âncora que garantia a estabilidade dos preços. Segue-se à crise mexicana a asiática, ocorrida em 1997 e a russa, um ano depois. Em ambos os casos o governo segue o mesmo caminho: choque de juros e manutenção do real sobrevalorizado. Neste último caso, da crise russa, a elevação dos juros não conseguiu frear a fuga de capitais, embora seus efeitos sobre o emprego e a renda tenham sido devastadores. Neste ano (1998), o PIB praticamente fica estagnado, com crescimento de 0,2%. O rendimento médio dos ocupados começa a regredir e o desemprego supera os recordes dos últimos quinze anos.

A essa altura, o governo celebra um acordo com o Fundo Monetário Internacional – FMI, Banco Mundial, BIRD e bancos privados internacionais e obtém linhas de crédito que totalizam US\$ 41,0 bi, necessários para recompor reservas e evitar o colapso cambial, uma vez que o déficit em conta corrente no balanço de pagamentos atingiu a marca inédita de 4,4% do PIB. As condições para a sustentação do Plano se deterioraram e, em janeiro de 1999, o mercado impõe a mudança do regime cambial que passa de fixo para flutuante. Há uma maxidesvalorização do real: é o fim da âncora cambial.

O câmbio, que já se apresentava valorizado em torno de 8,0% nos dois últimos anos que antecederam a implantação do Plano, permaneceu na mesma trajetória, com valorização real de 33,0% nos cinco anos compreendidos entre 1994 e 1998. Este fato começou a afetar as contas externas a partir de 1995, quando o saldo comercial do País passou a apresentar déficits constantes e crescentes. Um exame mais detido do quadro acima mostra que os objetivos ou, pelo menos, a primeira meta do Plano de estabilização foi alcançada: a queda do ritmo inflacionário foi vertiginosa. Medida pelo IPA-DI, a taxa de inflação caiu de 1.029,36% em 1994 para 1,51% em 1998. Com reflexos negativos, como é possível observar, para a indústria e o emprego. O PIB industrial, por exemplo, apresentou uma taxa média de crescimento reduzida, de somente 3,04%, enquanto a taxa de desemprego passou de 5,06%, em 1994, para 7,60% em 1998.

*Tabela 2. Indicadores Macroeconômicos (1994/1998)*

Ano	Câmbio Nominal * (R\$/US\$)	Variações Nominais (%) (a)	IPA-DI (%) (b)	Variações Reais da Taxa de Câmbio (%) (a/b)	Taxa de Crescimento do PIB Industrial(%)	Saldo da Balança Comercial (US\$ milhões)	Taxa de Desemprego Brasil (PED) (%)
1994	0,8720	-12,80	37,54(1)	-36,60	8,05	10.466	12,95
1995	0,9177	5,24	6,39	-1,16	4,72	-3.466	12,58
1996	1,0060	9,62	8,09	1,41	1,07	-5.599	15,63
1997	1,0780	7,15	7,78	-0,58	4,24	-6.753	16,65
1998	1,1606	7,66	1,51	6,05	-2,59	-6.624	19,70
Totais		16,04	73,04	-33,00	Média: 3,04	Média: -2.395	Média: 15,50

Fontes: IBGE; IBRE/FGV; PED

(\*) Câmbio Comercial para Venda – médias anuais

(1): Variação acumulada no 2º semestre (jul/dez)

Obs. (-) significa valorização cambial.

É importante salientar que o câmbio, apesar de funcionar como “âncora” da estabilização, necessitava de uma outra variável importante para que ele pudesse desempenhar seu papel de estabilizador. Essa variável era a taxa de juros.

*As elevadas taxas de juros reais praticadas em todo o período exercem o duplo papel de atrair recursos externos e conter o crescimento econômico, impedindo possíveis pressões inflacionárias. Em 1998, a taxa média anual de juros reais chega a 26,20%. Em 1995 a taxa real atinge seu máximo para o intervalo considerado, 33,10%. (DIEESE, 1999)*

Se a valorização cambial constrangia as contas externas, as elevadas taxas de juros mantinham a economia desaquecida, ambas concorrendo para a estabilização.

### **Do fim da âncora cambial à nova fase de valorização**

A introdução do câmbio flutuante, no início de 1999, provoca, de imediato, uma desvalorização cambial, a retomada da inflação e uma recuperação nas taxas de crescimento do PIB industrial. A partir

de 2001 os saldos da Balança Comercial já apresentam superávits. O desemprego, no entanto, continua nos patamares anteriores.

*Tabela 3. Vários Indicadores Macroeconômicos (1999/2007)*

Ano	Câmbio Nominal (R\$/US\$)	Variações Nominais (%) (a)	IPA-DI (%) (b)	Variações Reais do Câmbio (%) (a/b)	Saldo da Balança Comercial (US\$ milhões)	Taxa de Crescimento do PIB Industrial (%)	Taxa de Desemprego (PED) (%)
1999	1,8147	56,35	16,58	34,12	-1.283	-1,91	21,35
2000	1,8302	0,85	18,11	-14,61	-753	4,83	19,92
2001	2,3504	28,42	12,60	14,04	2.642	-0,62	19,98
2002	2,9212	24,28	16,66	6,53	13.126	2,08	20,11
2003	3,0783	5,37	27,56	-17,39	23.824	1,28	21,78
2004	3,0751	-0,11	10,46	-10,58	33.640	7,89	20,41
2005	2,2855	-25,67	5,57	-31,24	44.758	2,15	18,96
2006	2,1499	-5,93	4,29	-10,22	46.086	2,78	17,93
2007	2,0888*	-2,84	0,64*	-3,49	8.698**	3,0**	15,70*
Total		79,95	182,38	-36,67		23,26	Média: 19,57

Fontes: IBGE;IBRE/GV;PED

Obs.: (-) significa valorização cambial. (\*) Desemprego no mês de julho.

(\*\*) Primeiro Trimestre

Entre 1999 e o primeiro quadrimestre de 2007, houve uma valorização brutal do real frente ao dólar de 36,67%. A partir de 2004, conforme mostra o quadro, além da valorização real, há, também, uma apreciação nominal, com a cotação caindo de R\$ 3,0751, em 2004, para R\$2,0888 no ano de 2007.

A taxa de inflação, medida pelo IPA-DI, mostra uma relação muito grande entre o movimento do câmbio e o comportamento dos preços. O IPA é consistentemente decrescente a partir de 2003, acompanhando de perto a valorização cambial. O súbito aumento do índice em 2003 – de 16,66% em 2002 para 27,56% no ano seguinte – pode ser explicado pelas desvalorizações cambiais ocorridas em 2001

e 2002 (21,48%), que afetaram seu comportamento, muito sensível ao câmbio.

Se a relação entre valorização cambial e preços aparece como um dado positivo e claramente perceptível, o mesmo não ocorre com relação aos outros indicadores que aparecem no quadro.

Observe-se, em primeiro lugar, o comportamento do PIB industrial. Seu desempenho é extremamente fraco, ao acumular um crescimento total de 23,26% no período, com média anual de 2,35% que, além de baixa, tanto em relação as nossas taxas históricas quanto se comparada aos países emergentes, chega a apresentar variações negativas nos anos de 1999 e 2001 e crescimento de 1,28% em 2003. Atinge picos de 7,89%, em 2004, e 4,83% em 2000. Essas flutuações grandes e repentinas revelam, de um lado, a existência de um cenário adverso ao investimento e emprego e, de outro, a ausência, pelo menos não perceptível, de uma estratégia de médio ou longo prazo que reconheça a necessidade de retorno a taxas de crescimento que promovam a inclusão social e a redução da pobreza. Enquanto a taxa de câmbio se valoriza, tanto em termos reais como nominais, a partir de 2003, as taxas de crescimento do PIB – Produto Interno Bruto (ver Quadro 1), mesmo que em baixos patamares, apresentam, também, consideráveis flutuações, o que revela claramente a dificuldade de se obter, ao mesmo tempo, crescimento e estabilização.

O desemprego, por sua vez, sofre pouca alteração neste período, embora permaneça em patamares muito elevados. A taxa de desemprego, medida pela PED, apresenta uma média de 20,58% no período compreendido entre 1999 e 2004. No biênio 2005/06, essa taxa recua para a média de 18,44%.

Parece claro, não só pelo acima exposto, mas também corroborado por boa parte daqueles que se dedicam à análise da economia brasileira, que o câmbio e os juros, da forma como se comportam e se combinam, restringem melhor desempenho econômico do país, fato que se reflete claramente nas altas taxas de desemprego. Soma-se a esse problema, a alta carga tributária que incide sobre a sociedade. É preciso esclarecer, no entanto, que um dos componentes responsáveis pela carga tributária elevada são as taxas de juros, uma vez que é necessário obter um excesso de receita em relação às despesas (superávit primário) para financiar o déficit operacional (ou nominal) que o Estado

mantém em suas finanças. A rolagem da dívida pública (cerca de 50% do PIB) é extremamente onerosa, pois está estruturada em títulos de curto prazo e, em sua maioria, pós-fixados. Para que não haja percalços na administração dessa dívida, o setor público é obrigado a oferecer prêmios elevados para a captação de recursos no mercado. Outra justificativa para patamares tão altos de juros é que ele serviria de freio para a elevação dos preços, o que evitaria aquecimento excessivo da economia. A administração de elevadas taxas de juros também serve a uma estratégia para a atração de capitais externos.

Para uma melhor avaliação das implicações do câmbio na economia são tomados dois períodos para a análise: o primeiro, entre 1994/98, com taxa fixa de câmbio e o segundo, a partir de 1999, em que o câmbio é flutuante. A análise do câmbio remete aos resultados da balança comercial e a taxa de juros ao desempenho da economia, mais especificamente, o setor industrial. Altas taxas de juros constroem o crescimento e o emprego. Câmbio valorizado inibe as exportações e reduz a demanda agregada, o produto, e, conseqüentemente, o emprego. Em um cenário no qual essas duas variáveis se compõem e concorrem para a desaceleração da economia<sup>6</sup>, não se pode apressar conclusões sobre qual das duas teve maior influência no aumento do desemprego.

A Tabela 2 nos apresentou uma taxa média de desemprego preocupante. Chama a atenção, no entanto, a tendência firme de aumento dessa taxa a partir de 1995 e as constantes mudanças de seus patamares: 12; 15; 16 e 19. (variação de 56,6% entre 1995/98). Os Saldos da Balança Comercial, por sua vez, sofreram grande influência da valorização do Real (33,0% no período, conforme Tabela 2), ao apresentar déficits crescentes entre 1995 e 1997. Em 1998 houve uma leve e inexpressiva recuperação, com saldo negativo pouco menor que o ano anterior. Com exceção de 1997, as taxas de variação do PIB decrescem desde 1994, ano em que o Produto cresce 5,90%, e diminui a partir daí, até chegar a 1998, quando apresenta crescimento praticamente

---

6. A sobrevalorização cambial, ao mesmo tempo em que prejudica as exportações, incentiva as importações. Em termos de resultado agregado, empregos perdidos no setor exportador poderiam ser compensados no importador. Tal não ocorre quando as taxas de juros são elevadas e provocam desaquecimento econômico, o que reduz, dessa forma, as importações. Este era o cenário no período 1994/98.

nulo de 0,20%. As taxas de juros reais flutuam em patamares elevados ao chegar, em 1995, a 33,1%, com média de 23,36% no período.

Não se pode, com base na análise do comportamento dessas duas variáveis, isolar uma delas, juros ou câmbio, e apontá-la como determinante para o fraco desempenho do PIB e do emprego. Pode-se concluir que ambas, indistintamente, não se comportam no sentido de promover crescimento e emprego. Pelo contrário, tanto a valorização cambial quanto o patamar elevado das taxas de juros, tal como se apresentam, funcionam como fator inibidor de qualquer possibilidade de aquecimento da economia.

O fim do câmbio fixo, no início de 1999, irá alterar, sensivelmente, o comportamento do setor externo, que passa de deficitário para superavitário. A temida explosão inflacionária não acontece, embora tivesse havido aumento na aceleração dos preços, mais nos preços por atacado que no varejo. Isso porque ainda persistiam as altas taxas de juros; elevado índice de desemprego e a renda média da população era insuficiente para exercer pressão de demanda.

*Tabela 4. Juros, Câmbio, PIB, Balança Comercial e Emprego. (1994/8)*

Ano	Taxa de Juros (%)	Taxa de Câmbio Real Índice jan. 99:100(1)	Taxa de Crescimento do PIB (%)	Balança Comercial – Saldo (US\$ milhões) (%)	Taxa de Desemprego (PED) (%)
1999	19,03	103,23	0,25	-1.283	21,35
2000	16,19	85,60	4,31	-753	19,92
2001	19,05	95,48	1,31	2.642	19,98
2002	23,03	98,71	2,66	13.126	20,11
2003	16,92	93,07	1,15	23.824	21,78
2004	17,50	88,77	5,71	33.640	20,41
2005	18,24	68,23	2,94	44.758	18,96
2006	12,49	67,41	3,70	46.086	17,93
2007	12,58*	62,40	4,5 (2)	12.986*	15,70*
Médias	17,22	84,76	2,94	21.215	19,57

Fontes: IBGE;IBRE/GV

(\*) Taxa de desemprego para o mês de julho

(1) Cesta de Moedas: Euro; US Dólar; Yene; Peso Argentino e Libra esterlina. Deflacionado pelo IPA.

(2) Projeção

A taxa básica de juros sofre expressiva redução. De uma média de 23,36%, do período do câmbio fixo, ela se reduz para 17,22% a partir de 1999, quando passa a vigorar o câmbio flutuante. O câmbio, por seu turno, se desvaloriza fortemente em 1999, experimenta leves flutuações até 2002 e, daí em diante, inicia um consistente e acentuado movimento de valorização. O índice médio do câmbio real para o período considerado (1999/mai.2007) é de 84,76, o que representa, portanto, uma defasagem média de 15,24%.

Ambos os indicadores evoluíram positivamente no que diz respeito às condições para o crescimento. Houve uma desvalorização do real e uma queda nas taxas de juros. Não obstante, tanto a desvalorização cambial quanto a queda nos juros não foram suficientes para promover maior crescimento da economia. Isso se reflete no comportamento do PIB: aumento médio de 3,34% entre 94/98 e 2,94% no período de 99/2007 (já considerada a previsão de crescimento de 4,5% em 2007), embora a indústria não tenha apresentado a mesma tendência, pelo contrário, houve um crescimento médio de 2,11% com câmbio fixo e 4,20% com o câmbio flutuante.

De qualquer forma, as performances, nos dois períodos, não foram boas. Situaram-se abaixo dos níveis médios mundiais e muito abaixo da média dos países emergentes. Evidente que a competitividade da economia fica mais limitada. Contudo, as exportações cresceram e os saldos da balança comercial registraram superávits recordes. Isso se deveu ao aquecimento no mercado de *commodities* produzidas pelo Brasil, tendo a China como grande consumidora. O aquecimento deste mercado e a conseqüente elevação de preço das mercadorias, juntamente com a entrada de capitais de curto prazo, levaram a grande entrada de divisas e a valorização do real. Os reflexos da valorização da moeda nacional, no entanto, impactaram de maneira diferente os diversos setores da indústria. Os setores mais afetados procuraram montar estratégias de produção e logística que fortalecessem sua competitividade. Essas estratégias incluem

*a reestruturação da indústria com a substituição de bens intermediários fabricados internamente por bens importados. Como resultado desse ajustamento, ampliou-se substancialmente a participação de insumos importados na produção doméstica, com conseqüente enfraquecimento dos elos intermediários das cadeias de produção. (Carta IEDI nr. 273)*

Boa parte do setor industrial, principalmente a indústria de transformação, tem sentido os reflexos da valorização. A despeito de o saldo da balança comercial ser positivo, suas taxas de crescimento têm sido decrescentes. Isso denota a perda da competitividade da economia e da indústria em particular. Os saldos comerciais cada vez mais decorrem das exportações de *commodities*, que encontram demanda e preços crescentes no mercado mundial. Se esses saldos, de um lado, deixam confortável o setor externo da economia, de outro, provocam, juntamente com a arbitragem das taxas de juros, uma excessiva valorização do real que impacta a competitividade da indústria e desarticula certas cadeias produtivas.

A indústria de transformação reduziu seu saldo comercial em 8,0%, ao passar de US\$ 23.089 para US\$ 21.236 entre 2005 e 2006. Já, na comparação entre o primeiro semestre de 2007 com mesmo período de 2006, o saldo se reduziu em 11,0%. Esses sinais são preocupantes e provocou reação por parte do governo, com a edição de uma Medida Provisória<sup>7</sup> com medidas que beneficiam alguns setores considerados mais atingidos pela valorização da moeda.

### Considerações Finais

Embora existam argumentos recorrentes acerca do impacto da apreciação do real sobre a atividade econômica, mais especificamente, sobre a indústria, tal consequência não fica clara a partir das evidências apresentadas neste estudo. Em primeiro lugar, há de se destacar o alto índice de desemprego que perpassa todo o período analisado. Se considerarmos, conforme mostrado, que a moeda brasileira já estava valorizada ainda antes da introdução do Real e assim continuou, mesmo com a desvalorização ocorrida em 1999, é razoável considerar que o câmbio não é o único responsável pelo baixo dinamismo e fraco crescimento da economia. Isso fica claro quando se verifica os crescentes saldos comerciais e superávits em conta corrente obtidos quando da taxa de câmbio real valorizada. A economia brasileira, principalmente a indústria, adquire ganhos de produtividade que, de alguma forma, têm compensado a apreciação cambial.

---

7. Medida Provisória (MP) nr. 382, de 24.07.2007, que visa estimular setores prejudicados pela valorização cambial.



É importante lembrar, também, que o agro-negócio nacional já é um paradigma mundial de alta produtividade.

Se há ramos da indústria que eventualmente sofrem mais com a valorização cambial, não é menos verdade que alguns custos, logísticos, financeiros, burocráticos etc., também prejudicam suas eficiências. Daí a Medida Provisória baixada pelo governo que concede financiamentos e facilidades fiscais para esses segmentos.

Quanto ao emprego, verificou-se que, no agregado, poucas alterações ocorreram. É interessante observar que as flutuações do mercado de trabalho, ao longo desse período, não guardam nítida relação com as oscilações cambiais. Pelo contrário, nos últimos dois anos em que a questão cambial apareceu como uma ameaça à competitividade da economia, as taxas de desemprego, medidas pela PED, declinaram de um patamar de 20% em 2004 para patamares de 18% e 17% em 2005 e 2006, respectivamente. O desemprego, ainda, situa-se em patamares muito elevados, porém, mostra uma tendência de queda. Coincidentemente, essa situação ocorre com reduções mais significativas e persistentes na taxa de juros básica e apreciação cambial. Uma possível conclusão é a de que, para a aceleração do ritmo de crescimento da economia e conseqüente aumento do emprego, a redução dos juros seja mais importante que a desvalorização cambial. Sabemos, todavia, que juros mais baixos podem significar menor entrada de capitais no mercado financeiro e menor possibilidade de apreciação do cambio. Essa combinação, desta vez virtuosa, aqueceria a economia e provocaria seu crescimento.

### Referências Bibliográficas

Carta IEDI nr. 273

DIEESE (1999). Cinco Anos de Plano Real. *Paper*. Junho.

DOODLEY, M. P. *et alli*. (2003). An essay on the revived Bretton Woods Systems. In: *Working Paper. National Bureau of Economic Research*. Mass. USA.

FILGUEIRA, L. (2000). *História do Plano Real*. São Paulo: Boitempo.

MILLES, D e SCOTT, A. (2005). *Macroeconomia – Compreendendo a Riqueza das Nações*. São Paulo: Ed. Saraiva.

NOGUEIRA BATISTA JR., P. (2000). *A Economia como ela é*. São Paulo: Boitempo.

Recebido em: novembro de 2007

Aprovado para publicação em janeiro de 2008