

8

TENDÊNCIA À SOBREVALORIZAÇÃO DA TAXA DE CÂMBIO

Nos capítulos anteriores discutimos a determinação da taxa de câmbio; no Capítulo 5 mostramos que ela depende, no longo prazo, do *valor* da taxa de câmbio; no Capítulo 6, como depende da *doença holandesa*; e no Capítulo 7, como depende de políticas econômicas habituais e equivocadas nos países em desenvolvimento com o apoio das agências internacionais de crédito que apreciam a taxa de câmbio. Enquanto a doença holandesa só é responsável por apreciar a taxa de câmbio até o equilíbrio corrente, as duas políticas habituais são manifestações do populismo econômico e apreciam a taxa de câmbio adicionalmente, levando o país a déficits em conta-corrente crônicos e elevados. O resultado é a existência nos países em desenvolvimento de uma tendência histórica que é fundamental para a macroeconomia desenvolvimentista: a tendência à sobrevalorização cíclica e crônica da taxa de câmbio.

Keynes mostrou que nas economias capitalistas existe uma insuficiência crônica de demanda que limita as oportunidades de investimento e propôs políticas para neutralizar essa tendência. Sua teoria mudou a história da economia e da política econômica, porque refutou de maneira definitiva uma teoria tão “lógica” quanto irrealista – a teoria que a oferta cria sua própria procura, não podendo haver insuficiência de demanda e crises econômicas cíclicas. Mas nos países em desenvolvimento a previsão da macroeconomia keynesiana de que os investimentos ocorrerão e o pleno emprego será mantido desde que a política econômica garanta uma demanda agregada sustentada também não se revelou realista. Por uma razão muito simples; porque nesses países, devido à tendência à sobrevalorização cíclica e crônica da taxa de câmbio, a taxa de câmbio pode permanecer sobrevalorizada no longo prazo, e, portanto, leva as empresas a considerar a taxa de câmbio corrente, sobrevalorizada, como a taxa de câmbio “normal” no país, e concluir que o investimento planejado não é econômico. Nessa situação, quando

realizam seus cálculos, elas logo percebem que suas margens de lucro serão reduzidas ou mesmo negativas, e não investirão, mesmo que contem com a tecnologia mais avançada do mundo no seu setor. Se a taxa de câmbio fosse apenas volátil, como supõe a teoria macroeconômica tanto ortodoxa quanto keynesiana, não haveria razão para a empresa não investir. Mas quando a taxa de câmbio pode estar apreciada no longo prazo, ela não garantirá às empresas tecnologicamente competentes *acesso* tanto ao mercado interno quanto ao mercado externo, e os investimentos, que são sempre uma decisão de médio prazo – o médio prazo correspondendo ao período em que a tendência da taxa de câmbio é mais importante em provocar decisões de investimento do que suas flutuações.

Uma boa teoria econômica é geralmente simples; ela estabelece relações simples entre as variáveis econômicas. Mas as novas teorias geralmente exigem tempo para serem compreendidas e aceitas, não apenas porque a teoria é nova, mas também porque seu pressuposto é novo. É isto o que acontece com tese central da macroeconomia desenvolvimentista de que a taxa de investimento depende da taxa de câmbio. Isto só é válido se abandonamos o pressuposto comum à teoria convencional sobre a taxa de câmbio de que ela é volátil, mas apenas no curto prazo; no longo prazo ela flutuaria em torno do equilíbrio. Se reconhecermos que esse pressuposto é falso, que a história econômica tem mostrado que a taxa de câmbio com frequência se mantém apreciada no longo prazo, compreenderemos que as empresas considerem a taxa de câmbio corrente como a taxa correta quando decidem sobre um novo investimento, não obstante essa seja uma taxa sobrevalorizada, uma taxa inferior, no longo prazo, ao equilíbrio industrial ou competitivo. E não nos será difícil perceber que entre os países em desenvolvimento existe uma tendência à sobrevalorização cíclica e crônica da taxa de câmbio, ou seja, a taxa de câmbio de mercado tende a se comportar de maneira cíclica, desvalorizando-se abruptamente nas crises de balanço de pagamentos e depois se apreciando cronicamente até que nova crise e nova desvalorização abrupta encerre o ciclo.

Assim, quando dizemos que não basta que haja demanda sustentada para que haja desenvolvimento econômico acelerado e *catching up* ou alcançamento, que adicionalmente é necessário que as empresas tenham acesso a essa demanda, tanto no mercado externo quanto interno, estamos deduzindo esta afirmação da tendência histórica à sobrevalorização cíclica e crônica da taxa de câmbio. Elas carecem de acesso à demanda não por motivos institucionais (porque, por exemplo, o consumo de certos bens foi proibido no país), mas por uma razão econômica: porque a taxa de câmbio está frequentemente sobrevalorizada no longo prazo nos países em desenvolvimento. A taxa de câmbio garante ou bloqueia o acesso das empresas tanto ao mercado externo quanto ao interno. Por isso é aplicável a ela a metáfora do interruptor de luz. Se a taxa de câmbio permanecer cronicamente sobrevalorizada, empresas competentes, que usam tecnologia no estado da arte mundial, ficarão desconectadas de seus mercados; o acesso aos mercados para os quais elas foram projetadas e implantadas será negado; elas deixarão de ser competitivas não porque sejam ineficientes, não porque lhes falta

competitividade técnica, mas em virtude de um preço macroeconômico relevante fixado incorretamente pelo mercado.

Tendência à sobrevalorização

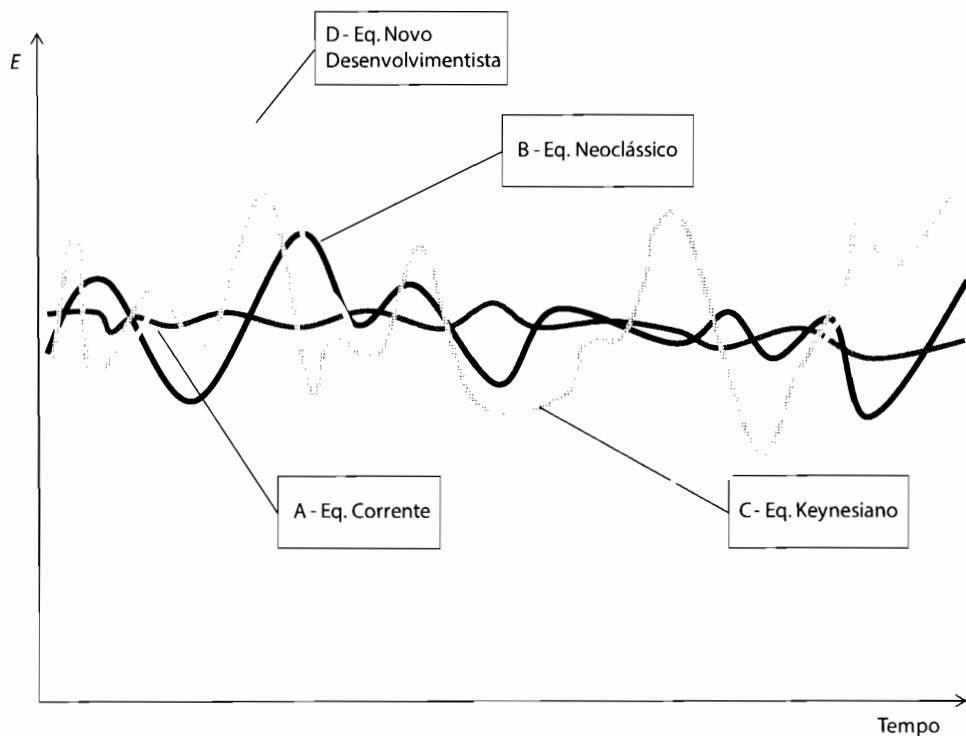
Quando dizemos que a taxa de câmbio é ciclicamente sobrevalorizada, queremos dizer que há uma tendência à sobrevalorização, mas que, obviamente, essa tendência é limitada; depois de algum tempo ela encontra um *piso*, um limite, a partir do qual não consegue mais se valorizar. Esse piso, no país que tem doença holandesa, é a taxa de câmbio que inviabiliza economicamente mesmo a produção e exportação das commodities que lhe dão origem, que representa prejuízo mesmo para as empresas mais eficientes que produzem essas commodities. A partir daí a taxa de câmbio de mercado permanece por algum tempo nesse nível ou um pouco acima dele – em um nível que está causando a diminuição das exportações do país e o aumento das importações. Dado o regime de taxas flutuantes que estou supondo em todo o livro, se as leis do mercado funcionassem nesse momento, a taxa de câmbio deveria começar a se depreciar, e não haveria a apreciação. Mas não é o que acontece. Seguindo a tendência à sobrevalorização cíclica e crônica da taxa de câmbio, ela se aprecia, entra na área de déficits em conta-corrente elevados e nela permanece por vários anos. A explicação para isto é a financeirização que caracteriza o capitalismo contemporâneo. A taxa de câmbio não permanece no equilíbrio corrente porque forma-se uma bolha de crédito.

Por vários anos a taxa de crescimento do déficit em conta-corrente em relação ao PIB é maior do que a taxa de crescimento das exportações em relação ao mesmo PIB. Em consequência, a relação dívida externa-PIB passa a aumentar gradualmente, o que cria uma instabilidade potencial. Essa instabilidade só se transforma em realidade quando os credores, que estavam eufóricos em financiar o país independentemente de sua capacidade de honrar sua dívida, começam a perder a confiança, dados os altos déficits em conta-corrente e o aumento da relação dívida externa-PIB. É nesse momento que o aumento da vulnerabilidade externa do país o força a adotar a política do *confidence building* – a política de aceitar as recomendações e pressões vindas dos países credores para que pratiquem determinadas reformas e ajustes econômicos que não necessariamente atendem a seus interesses nacionais. Finalmente, à medida que aumenta o endividamento em moeda estrangeira, a confiança dos credores quanta à capacidade do país de pagar suas dívidas diminui e, a partir de um certo momento, transforma-se em poucos dias em desconfiança, eles suspendem a rolagem da dívida do país, e uma crise financeira eclode e se expressa no socorro do FMI, em moratória geralmente “branca” (não declarada formalmente) e em forte e abrupta desvalorização da moeda nacional. Essa crise cambial ou “parada súbita” acontece porque se torna então óbvio para todos os credores que eles, de um lado, e as empresas do país devedor, de outro, estavam todos

envolvidos em um tipo de situação financeira que Hyman Minsky chamou de “finança Ponzi”, em que novas dívidas estavam sendo usadas para pagar não o principal, mas os juros da dívida existente.

Resumimos a tendência à sobrevalorização cíclica e crônica da taxa de câmbio e os três níveis de equilíbrio da taxa de câmbio no Gráfico 8.1.

Gráfico 8.1 A tendência à sobreapreciação da taxa de câmbio de mercado



No Gráfico 8.1, E é a taxa de câmbio. A curva A corresponde ao nosso conhecido equilíbrio corrente – o nível ou valor da taxa de câmbio que, dados os termos de troca e os custos unitários relativos da mão de obra do país, equilibra intertemporalmente sua conta-corrente. Corresponde ao valor da taxa de câmbio em torno do qual a taxa de câmbio de mercado flutua não de forma bem comportada, mas segundo a forma cíclica que acabamos de resumir. As três curvas em torno dessa linha representam, respectivamente, o comportamento típico da taxa de câmbio de mercado segundo a teoria econômica neoclássica (curva B), a macroeconomia keynesiana (curva C) e a macroeconomia desenvolvimentista (curva D): a curva neoclássica flutua suavemente em torno do equilíbrio; a curva keynesiana segue um padrão volátil em torno do equilíbrio mas, como no caso da curva neoclássica, os desalinhamentos não apontam para nenhuma

direção em particular. Na verdade, nos países em desenvolvimento, a taxa de câmbio de mercado tem uma tendência à valorização e a respectiva curva segue uma trajetória cíclica, mostrada no Gráfico 8.1. Vemos pelo gráfico como essa curva se desvaloriza no momento de crise de balanço de pagamentos, quando o inevitável ajuste e a respectiva desvalorização cambial ocorrem, independentemente de ser a desvalorização causada pelo mercado, ou como uma exigência do FMI. Em seguida ela começa a se apreciar. Primeiro, puxada pela doença holandesa não neutralizada, ela se aprecia, atravessa o equilíbrio industrial e desce até o equilíbrio corrente, parando aí porque a doença holandesa é compatível com o equilíbrio intertemporal da taxa de câmbio. Mas as nossas duas políticas habituais operam então e a taxa de câmbio de mercado mergulha no déficit em conta-corrente, atravessa a linha do equilíbrio de dívida externa, e afinal chega a seu piso, passando então a flutuar um pouco acima dele. Nesse nível, o déficit em conta-corrente/PIB será maior do que a taxa de crescimento do PIB – o que significa que a dívida externa estará crescendo em relação ao PIB. Não obstante, os credores externos continuarão felizes, o que caracteriza a formação de uma bolha de crédito. Somente uma bolha de crédito – tão comum em finanças – pode explicar por que o regime de flutuação cambial não corrige o desalinhamento e traz a taxa de câmbio de volta ao equilíbrio corrente. Durante certo tempo os credores mantêm confiança na capacidade do país e de seu Estado reembolsar os empréstimos, embora essa confiança tenha deixado de ser racional. Na verdade, depois de um período de saúde financeira que se segue às crises financeiras (e a acentuada desvalorização que elas acarretam), o país agora experimenta fragilidade financeira – uma condição “especulativa” (nos termos de Minsky). Os credores continuam a confiar, mas não incondicionalmente. Agora o país devedor terá que jogar o jogo da “construção da confiança”; terá de seguir as políticas recomendadas por eles, sobretudo o aumento da taxa de juros e o ajuste fiscal, mas, como o déficit em conta-corrente continua alto porque a taxa de câmbio está sobrevalorizada, a relação da dívida externa do país continua a se deteriorar e, finalmente, seguindo o conhecido comportamento de manada, os credores externos perdem confiança, suspendem a rolagem da dívida, e uma nova crise de balanço de pagamentos ou crise financeira se materializa.

Assim, a trajetória da taxa de câmbio não é a suave flutuação em torno do equilíbrio que os economistas neoclássicos esperam, nem a volátil flutuação prevista pelos keynesianos, mas uma flutuação cíclica e crônica, que torna a taxa de câmbio de mercado sobrevalorizada no longo prazo e termina em uma crise de balanço de pagamentos. O comportamento de bolha impede a taxa de câmbio de mercado de flutuar suavemente em torno do equilíbrio. É uma crise de balanço de pagamentos em vez de um mercado bem-comportado, que determina o fim do ciclo. Mas não é apenas o mercado que deixa de fazer sua tarefa em razão do comportamento de bolha. Como vimos no Capítulo 7, determinadas políticas econômicas habituais, políticas que são geralmente adotadas pelos países em desenvolvimento independentemente de serem ortodoxas ou keynesianas,

são uma causa ativa do processo cíclico. Referimo-nos a políticas econômicas como o uso da taxa de câmbio como âncora para controlar a inflação. São políticas econômicas irresponsáveis, são manifestação de populismo cambial, isto é, são políticas determinadas pela preferência pelo consumo imediato que são causa de déficits em conta-corrente.

Observe-se que a sobrevalorização descrita no Gráfico 6.1 não é apenas cíclica; é também uma sobrevalorização crônica e não simétrica, ou seja, a taxa de câmbio está sobrevalorizada por um tempo muito maior do que o curto período após a crise financeira em que ela é depreciada.

Observe-se também que nesse modelo há uma relação direta entre a taxa de câmbio e o déficit ou o superávit em conta-corrente. Não podemos, entretanto, inferir uma relação de causa e efeito, porque, primeiro precisamos saber qual variável foi objeto de uma decisão de política econômica, ou seja, a variável que desempenhou o papel de variável independente. Suponhamos que a taxa de câmbio se apreciou e o déficit em conta-corrente do país aumentou. Se essa valorização resultou de um choque externo, ela foi endógena, e o aumento do déficit em conta-corrente é uma consequência da valorização. Mas quando o governo *decide* que o país pode e deve crescer com poupança e endividamento externo, está decidindo que vai ter um déficit em conta-corrente, e essa decisão então corresponde à variável exógena que causa a valorização. Ambas as situações terão efeitos sobre todo o sistema econômico, mas esta última, por ser uma decisão de política, tende a ser mais duradoura e, portanto, tem maior impacto sobre a estrutura produtiva da economia.

Observe-se finalmente no Gráfico 6.1 que as curvas do equilíbrio industrial e do equilíbrio corrente refletem o valor da taxa de câmbio, e como este varia de acordo com o índice comparativo do custo unitário do trabalho, elas também variarão segundo essa crise. Assim, se a produtividade do trabalho desse mesmo país aumentar menos do que a dos seus concorrentes, o equilíbrio industrial aumentará, e a doença holandesa se agravará. Foi o que aconteceu no Brasil nos últimos 25 anos em consequência do fato de o país ter deixado de neutralizar sua doença holandesa ao realizar sua abertura comercial em 1990-1991. Além de este grande erro ter tirado competitividade econômica das empresas industriais, provocando desindustrialização, levou as empresas a investir menos e a perder competitividade. Da mesma forma, se os salários na indústria de transformação de um país aumentarem mais do que os salários dos seus concorrentes, sua competitividade econômica cairá, mesmo que tenha mantido sua competitividade técnica intacta. Foi o que aconteceu com a França, por exemplo, em relação à Alemanha, a partir de 2003, quando os alemães fizeram um acordo social de não aumento de salários em troca de garantia de emprego.

É importante observar que as duas políticas habituais que causam a valorização das taxas de câmbio dos países em desenvolvimento são políticas geralmente adotadas pelos políticos locais com a aprovação e a pressão das instituições financeiras internacionais.

Como reconheceu Olivier Blanchard (2013: 2) em um artigo com um título sugestivo (*A política monetária nunca mais será a mesma*), a ortodoxia tradicionalmente apresentou três argumentos contra os ajustes da taxa de câmbio, isto é, desvalorizações: “O primeiro é que, na medida em que os tomadores domésticos tomaram emprestado em moeda estrangeira, a desvalorização tem efeitos adversos sobre os balanços e leva a uma diminuição da demanda interna que poderá mais do que compensar o aumento das exportações. O segundo é que muito da desvalorização nominal pode simplesmente se traduzir por maior inflação. O terceiro é que amplos movimentos na taxa de câmbio podem levar a distúrbios, tanto na economia real quanto nos mercados financeiros.” Mas ele acrescenta: “As evidências, entretanto, são de que os dois primeiros são muito menos relevantes do que foram em crises anteriores. Graças a medidas macroprudenciais, ao desenvolvimento do mercado de capitais em moeda local e à flexibilidade da taxa de câmbio e, assim, a uma melhor percepção do risco cambial pelos tomadores, a exposição em moeda estrangeira nos países com mercados emergentes é muito mais limitada do que foi em crises anteriores.”

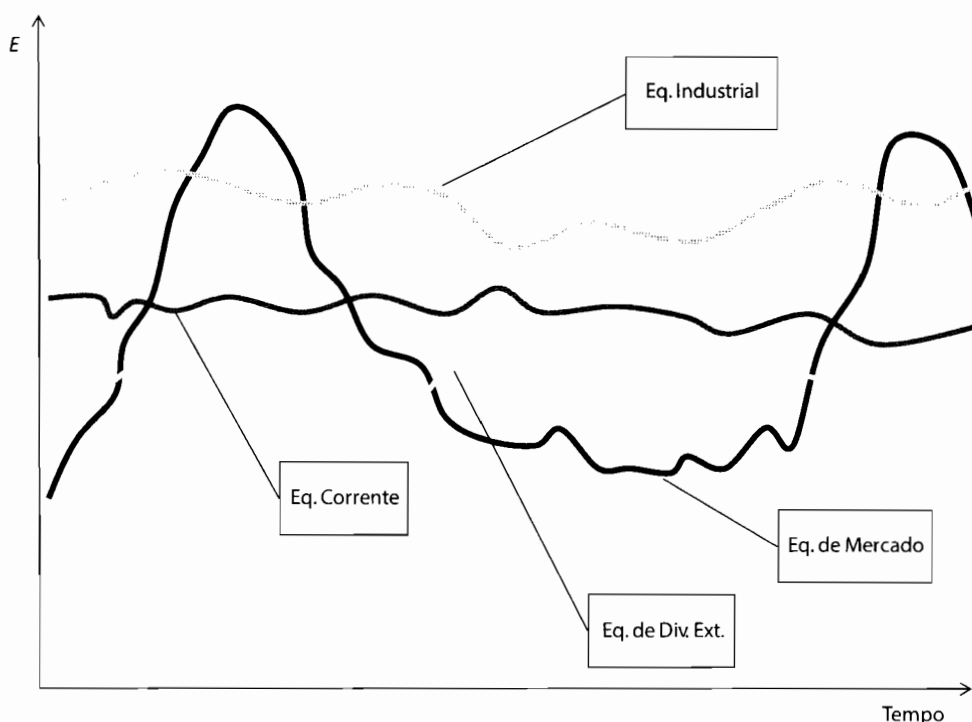
Mas a resistência às desvalorizações não provém apenas do lado liberal, mas também do lado desenvolvimentista. Quando enfatizamos a necessidade de neutralizar a tendência à sobrevalorização cíclica e crônica da taxa de câmbio, isto significa que estamos recomendando a curto prazo uma desvalorização da taxa de câmbio (o que não significa um choque) e, a longo prazo, a adoção de uma política cambial destinada a *manter* a taxa de câmbio de mercado flutuando em torno do equilíbrio industrial, a qual só pode ser um imposto sobre a exportação de commodities se for o caso de doença holandesa. Além da resistência dos economistas liberais, temos também a resistência dos economistas desenvolvimentistas. Eles reconhecem a incapacidade do mercado de manter a taxa de câmbio competitiva, mas geralmente hesitam em recomendar a desvalorização porque, no curto prazo, ela implica uma diminuição dos salários (na verdade, de todos os rendimentos) e um aumento da inflação. Discutimos esse problema ao longo deste livro.

Qual dos três equilíbrios para o valor da taxa de câmbio?

Além do equilíbrio corrente e o equilíbrio industrial, há um terceiro “equilíbrio” para a taxa de câmbio: a “taxa de câmbio de equilíbrio de dívida externa”. Esse é um falso equilíbrio, mas é o conceito adotado equivocadamente pela grande maioria dos economistas quando pensam em países em desenvolvimento. É a taxa de câmbio que, dada uma relação dívida externa-PIB considerada constante (digamos, 40%), corresponde a um déficit em conta-corrente que mantém essa relação constante. É a taxa de câmbio que os economistas convencionais geralmente *recomendam* aos países em desenvolvimento, porque é uma taxa que, a um só tempo, evita que o país caia em crise de balanço de

pagamentos e permite que ele adote a tão recomendada por eles política de crescimento com poupança ou endividamento externo, que, como já vimos, interessa muito mais aos países ricos do que aos países em desenvolvimento, para os quais é geralmente prejudicial. A “taxa de câmbio de equilíbrio fundamental”, de John Williamson e William R. Cline (2011), embora calculada de maneira mais sofisticada, corresponde basicamente à taxa de câmbio de equilíbrio de dívida externa. A prática, dos economistas e bancos centrais dos países em desenvolvimento de comparar o déficit em conta-corrente do país com a entrada de investimentos diretos que financiam esse déficit, e concluírem que a economia desse país está “em equilíbrio” quando os dois valores estão próximos é uma manifestação informal da existência e da importância da taxa de câmbio de equilíbrio de dívida externa.

Gráfico 8.2 Os três equilíbrios e a taxa de câmbio de mercado



Destes três equilíbrios creio já ter ficado claro que o único equilíbrio que obedece à lei fundamental da Teoria Econômica – à lei que afirma que uma empresa que usa tecnologia no estado da arte mundial deve ser competitiva – é o equilíbrio industrial. Que, portanto, é também o equilíbrio competitivo – o equilíbrio que o mercado não assegura, mas que a política cambial deve buscar. Uma política cambial que tenha uma

perna estrutural, capaz de neutralizar a doença holandesa, que tenha uma segunda perna de longo prazo, que consista na rejeição do populismo cambial e da preferência pelo consumo imediato que está embutido nas duas políticas habituais de valorização cambial, e que tenha uma terceira perna de curto prazo, na qual estejam incluídas as políticas cambiais de livro-texto (a política de juros e a de compra e venda de reservas) e o controle de capitais quando este for necessário.

Uma taxa de câmbio competitiva não significa que é uma taxa de câmbio “relativamente depreciada”; ao contrário, é uma taxa de equilíbrio, o equilíbrio de mercado entendido no sentido *forte* do conceito: há equilíbrio quando empresas eficientes geram lucro suficiente para continuar a investir. O conceito da taxa de câmbio de equilíbrio é importante, porque uma taxa de câmbio competitiva é fundamental para o crescimento econômico, na medida em que funciona como uma espécie de interruptor de luz que “liga” ou “desliga” as empresas tecnológica e administrativamente competentes em relação à demanda global. Uma taxa de câmbio é competitiva se estimular o investimento voltado para a exportação, evitar a competição desleal de empresas estrangeiras no mercado local e aumentar poupança interna proporcionalmente. Uma taxa de câmbio sobrevalorizada é uma taxa de câmbio que deixa de satisfazer a essas três condições.

O equilíbrio de dívida externa é mais facilmente identificado como o equilíbrio desejável para quem não entende ou não quer entender o que é a doença holandesa e acredita que os países em desenvolvimento devem crescer com poupança externa. O equilíbrio corrente é satisfatório para aqueles que rejeitam a política de crescimento com endividamento externo mas não reconhecem a doença holandesa. Finalmente, para quem reconhece tanto o problema da maldição dos recursos naturais quanto o da tentativa de crescer com poupança externa, só o equilíbrio industrial é satisfatório.

Vale lembrar que se o país conseguir neutralizar a doença holandesa mudando seu valor ou preço necessário do equilíbrio corrente para o equilíbrio industrial, tornando-os iguais, o país terá, por definição, um superávit em conta-corrente, uma vez que a neutralização envolve deslocar o valor da taxa de câmbio do equilíbrio corrente para o equilíbrio industrial que corresponde a superávit em conta-corrente. Isso significa que outros países incorrerão em déficits em conta-corrente – algo que não é um problema para os países ricos que se endividam em sua própria moeda. Mas, desses países, somente os Estados Unidos aceitaram déficits em conta-corrente sem protestar. Os outros países, principalmente a Alemanha e o Japão, e, em geral, a ortodoxia liberal resistem fortemente aos déficits. O comportamento criminoso da Alemanha em insistir em realizar grandes superávits em conta-corrente em relação a seus colegas da Zona do Euro é um bom exemplo dessa resistência e dessa falta de espírito de cooperação internacional.

A relação entre o déficit em conta-corrente e a taxa de câmbio é uma relação de dupla via, e tanto uma como a outra variável pode ser a variável independente. Geralmente acreditamos que há uma única direção na relação entre a taxa de câmbio e a conta-corrente: quando a taxa de câmbio se aprecia, o déficit em conta-corrente aumenta ou

o superávit em conta-corrente diminui. Mas podemos, e *devemos*, pensar também no outro lado da equação. Se o Estado adotar a política de crescimento com poupança ou endividamento externo, o resultante déficit em conta-corrente fará com que a taxa de câmbio se aprecie, em razão dos ingressos de capital. Se os déficits em conta-corrente resultarem da decisão de crescer com poupança e endividamento externo, eles serão a variável exógena que determina a valorização da taxa de câmbio. Por outro lado, se a valorização da taxa de câmbio for causada pela adoção dessa taxa como uma âncora contra a inflação, essa taxa será a variável independente, e o déficit em conta-corrente, a variável dependente.

Independentemente de qual seja a variável determinante e qual a determinada, relação entre a taxa de câmbio e o déficit em conta-corrente é uma relação muito forte. Quanto maior for o déficit em conta-corrente mais apreciada estará a taxa de câmbio e vice-versa. Mas isto não significa que a relação seja uma linha reta. Ela será uma linha *sinuosa*, porque, como já vimos, ela reflete o valor da moeda estrangeira, o qual depende do índice comparativo do custo unitário do trabalho – um índice que está sempre mudando.

Resumo

A taxa de câmbio é o mais estratégico dos preços macroeconômicos. Ela determina não apenas as importações e as exportações, mas também o investimento, a poupança, os salários, o consumo e a inflação. A presença nos países em desenvolvimento de uma tendência cíclica e crônica à sobrevalorização da taxa de câmbio torna-a ainda mais estratégica. Sua existência levanta o problema do acesso à demanda. A presença de demanda não é suficiente para garantir que as oportunidades de investimento existam e que o investimento aconteça: é necessário também ter acesso à demanda. A macroeconomia desenvolvimentista deste livro tenta se concentrar no problema desse acesso. Se não houvesse tendência à sobrevalorização, poderíamos ainda pensar que ou a taxa de câmbio flutua suavemente em torno do equilíbrio, como proposto pela teoria econômica neoclássica, ou de maneira volátil, como imaginado pela teoria econômica keynesiana. Na verdade, a volatilidade da taxa de câmbio é acompanhada de uma tendência; a valorização só é interrompida pela crise.

A tendência se expressa em ciclos de valorização, durante os quais uma bolha de crédito é inflada; quando a bolha finalmente explode temos uma nova crise de balanço de pagamentos ou crise financeira. As causas da sobrevalorização são tanto estruturais, como a doença holandesa não neutralizada, quanto relacionadas a políticas, como os ingressos excessivos de capital, a política de âncora cambial e a prática de juros elevados. As duas políticas implicam populismo cambial – o país e não apenas seu Estado passa a gastar mais do que arrecada de forma irresponsável. Todos esses fatores fazem com

que o preço de mercado da taxa de câmbio se desvie de seu valor. Este capítulo serve de introdução aos que se seguem e que discutem essas causas.

Questões

1. Explique o argumento segundo o qual a tendência à sobreapreciação da taxa de câmbio pode impedir o acesso à demanda.
2. Por que ao invés de pensarmos em uma taxa de câmbio que oscila ao longo do tempo, podemos considerar que a taxa de câmbio pode apresentar um movimento de apreciação crônica ou de longo prazo? Quais são os motivos que levariam a esse comportamento da taxa de câmbio?
3. Explique o conceito de taxa de câmbio de equilíbrio da dívida externa, que os economistas geralmente recomendam. Ele se diferencia da taxa de câmbio competitiva ou de equilíbrio industrial que este livro recomenda?
4. O impacto da valorização cambial sobre o resultado em transações correntes é bastante conhecido. Mas e o impacto no sentido contrário é possível, isso é, pode o déficit em transações correntes resultar em valorização cambial? Em que situação?