

Determinantes da taxa de câmbio e impactos desta sobre a estrutura e a competitividade industrial dos países

Marcos R. Vasconcelos¹

Eduardo Strachman²

Resumo

O presente trabalho constitui um exercício analítico, em que, utilizando a literatura pertinente, busca-se aventar as prováveis consequências do “processo de financeirização” da taxa de câmbio sobre as estruturas produtivas nacionais. Primeiramente, mostra-se como os fluxos internacionais de capital, observados nos anos 90, acabaram por gerar pressões apreciativas no valor internacional da moeda nacional de diferentes países, inclusive do Brasil. Em seguida, avalia-se, de forma estilizada, como a concretização dessas pressões afeta e estimula forças econômicas capazes de provocar mudanças, nem sempre benéficas, na estrutura produtiva dos países.

Introdução

A taxa de câmbio é reconhecidamente um dos principais condicionantes para a definição da forma e da dinâmica de interação entre a estrutura produtiva de um país e a do resto do mundo. Essa interação, por sua vez, delimita as trajetórias possíveis para as estruturas produtivas domésticas, entre outras razões, por ser um dos elementos definidores da competitividade das firmas de uma nação junto ao mercado internacional. Uma decisão de política cambial representa então, em maior ou menor grau, também uma decisão sobre os rumos futuros da estrutura produtiva de um país, pois afeta as decisões de preços, produção, investimento e consumo, tanto dos agentes econômicos domésticos como dos agentes internacionais, quando de suas relações com o país em questão.

Este artigo visa analisar a relação entre a taxa de câmbio e a estrutura produtiva doméstica, tendo como pano de fundo as transformações recentes da economia internacional e os seus efeitos sobre os determinantes

¹ Doutor – UNICAMP. Instituto de Economia (IE)/Professor – Universidade Estadual de Maringá.

² Mestre e doutorando em Economia – UNICAMP. Instituto de Economia (IE). Os autores são gratos aos comentários do Prof. Fernando Nogueira da Costa e dos pareceristas anônimos desta revista.

da taxa de câmbio. Antecipamos que os impactos do câmbio sobre a estrutura produtiva devem ser entendidos como potenciais, pois eles podem ser contrabalançados, ao menos parcialmente, pela implementação de uma série de medidas coordenadas no interior de uma política industrial nacional.

O presente artigo divide-se em duas partes, além desta introdução. Na primeira, procura-se apresentar novas interpretações para os determinantes das taxas de câmbio numa economia internacional de crescentes fluxos de capital interfronteiras, especialmente para os países chamados “emergentes”. Na segunda parte, discutem-se os possíveis efeitos de uma apreciação da taxa de câmbio sobre as decisões das empresas, bem como sobre a competitividade geral dos países.

1 A expansão dos mercados monetários/financeiros internacionais e os movimentos das taxas de câmbio

Os termos “globalização”, “mundialização do capital”, “financeirização da riqueza”, “autonomização do capital financeiro” – conceitos nem sempre bem definidos por diferentes correntes teóricas –, refletem, de uma maneira ou outra, o ascendente volume de riqueza transacionado inter e intra os diversos mercados monetário-financeiros nacionais, conformando, nestas duas últimas décadas do século XX, a construção de um verdadeiro mercado financeiro global.

São diversos os indicadores da expansão dos fluxos internacionais de capital neste período. No ano de 1975, as transações interfronteiras de títulos e ações nos países do G-7, excetuando a Alemanha, representavam, em média, menos de 5% dos seus respectivos produtos nacionais brutos. Porém, em 1997, estas já assumiam um valor entre uma (Japão) e seis (Itália) vezes o valor dos seus PNBs (*Bank for International Settlements* – BIS, 1998). Entre os anos de 1970 e 1997, o valor correspondente aos fluxos internacionais de investimentos em carteira multiplicou-se por 200 (Adams et al., 1998). Somente as transações com *securities* feitas entre agentes norte-americanos e não-residentes totalizaram a soma de US\$ 17 trilhões, em 1997.

Correlacionadas à ascensão dos fluxos financeiros interfronteiras, as carteiras de investimentos de diferentes agentes econômicos tornam-se cada vez mais plurimonetárias e as expectativas quanto à evolução das paridades entre as moedas nacionais transformam-se em um dos fatores fundamentais

para as decisões de aplicação da riqueza nos diversos mercados nacionais, entendidos estes como partes e sub-regiões do mercado financeiro internacional.³ Conforme salienta o BIS (1998), entre 1983 e 1996, a parcela de títulos de dívida pública detida por não-residentes passou de 14,9 para 35%, nos Estados Unidos, de 14,1 para 29,3%, na Alemanha, e de 10,7 para 23,8%, no Canadá. Por sua vez, entre 1980 e 1993, os fundos de pensão norte-americanos ampliaram de 0,7 para 5,7% a participação de títulos emitidos por não-residentes, em suas carteiras de aplicação, cujo valor neste último ano atingiu a soma de US\$ 3,2 trilhões (Adams et al., 1998). Dado o volume do giro financeiro diário de negócios no mercado de câmbio mundial torna-se praticamente inviável para qualquer banco central determinar unilateralmente o valor de sua moeda, ante as demais, sem certo grau de chancela do mercado. Basta dizer que, em 1995, este volume de giro diário tinha o valor de US\$ 1,2 trilhão e representava 84,3% da soma das reservas cambiais (exceto ouro) de todos os países (Adams et al., 1998).⁴

As operações de trocas de ativos financeiros e de moedas ocorrem, no mercado global, numa quantidade crescentemente acima daquelas realizadas com mercadorias e serviços. Embora as exportações mundiais de mercadorias e serviços tenham se expandido, no período de 1989 a 1994, a uma taxa anual média de 6% – a qual se configurou no dobro da taxa anual média de crescimento do produto mundial observada em igual período – e alcançado, em 1995, o valor anual de US\$ 6,1 trilhões, estas representavam apenas a soma de cinco dias e meio de negócios no mercado global de câmbio à época.⁵ Como ressalta Harvey (1995), isso espelha o fato de que as próprias moedas nacionais tornaram-se atraentes ativos, nos quais os agentes vêem oportunidades de auferirem ganhos via atividades especulativas e de arbitragem. Ademais, com as carteiras de aplicação tornando-se plurimonetárias, grande parte das mudanças nos preços dos ativos que as compõem não derivam de alterações nos seus “preços-fundamentais”, mas sim de alterações dos preços relativos das moedas nas quais são

3 O crescente volume e complicação dos mercados de derivativos cambiais, com seus instrumentos de *hedge*, é um sinal da atenção dos agentes à evolução das paridades cambiais.

4 Além disso, Harvey (1995) entende que o tamanho e a forma como o mercado cambial global está atualmente estruturado fomentam a volatilidade e os desalinhamentos crônicos na taxa de câmbio.

5 O valor *nocional* de uma operação de *swap*, de *futuro* ou de outras formas de derivativos, é o valor monetário padrão em que estes diferentes tipos de contrato são estabelecidos multiplicado pelo número de contratos fechados em cada operação. Adotado como base de cálculo para as variações do ativo subjacente, ele também fornece uma aproximação de qual é o nível de alavancagem nas operações com derivativos.

denominados. Por isto, os administradores destas carteiras despendem significativos esforços na tentativa de vaticinar as flutuações cambiais (Harvey, 1999).

Neste contexto, os fluxos de comércio internacional perdem a capacidade de influenciar de maneira direta os movimentos cambiais, embora continuem a ser importantes para a sua determinação. Nem sempre as decisões tomadas na órbita financeira, ou consideradas como mais compatíveis aos interesses nela prevalecentes, e que apresentam consequências importantes sobre as taxas de câmbio, estarão de alguma forma ligadas a ponderações quanto a seus impactos ou sua pertinência em termos de balança comercial, fluxos de comércio internacional e, por decorrência, de desempenho internacional da estrutura produtiva de cada país. Observa-se, portanto, a “financeirização” das taxas de câmbio (Chesnais, 1996). Surge daí um dos grandes problemas da gestão da política cambial no mundo contemporâneo: a taxa de câmbio cumpre importante papel na ligação entre as esferas financeiras e produtivas intra e interpaíses, porém seus movimentos são cada vez mais determinados por percepções e decisões ocorridas exclusivamente na órbita financeira. Às autoridades governamentais cabe atentar para tal ligação, via taxa de câmbio, entre a esfera financeira e a produtiva.

Movimentos e volatilidade das taxas de câmbio

Análises sobre os movimentos, nas últimas duas décadas, das principais paridades cambiais chegam à conclusão de que as taxas de câmbio aparentemente teriam uma espécie de “vida própria”, independente do comportamento de variáveis macroeconômicas, também chamadas de fundamentos cambiais (níveis de taxas de juros, oferta monetária, inflação relativa, nível de renda agregada, saldo em transações correntes etc.), isto é, apresentam movimentos não sustentados por mudanças nas condições econômicas subjacentes (Flood & Rose, 1995). Mas qual seria então a origem dos movimentos cambiais?

Como reconhecem diversos autores (Harvey & Quinn, 1996; Taylor, 1995, Flood & Rose, 1995), as próprias taxas de câmbio não estão imunes às percepções e às expectativas dos agentes econômicos. Até aí nada de novo. Já no começo da década de 50, Milton Friedman argumentava que as

expectativas dos agentes econômicos influenciariam os movimentos das taxas de câmbio (Friedman, 1953). No entanto, para Friedman, tais agentes atuariam como arbitradores sempre dispostos a conduzirem com rapidez as taxas de câmbio para os seus níveis de equilíbrio, definidos por variáveis macroeconômicas. Assim, as expectativas influenciariam no sentido de garantirem o retorno rápido das paridades cambiais para os seus níveis de equilíbrio, determinados por aqueles *fundamentos*. Ocorreria no mercado cambial uma espécie de “especulação estabilizadora”, capaz de garantir a estabilidade das taxas de câmbio em seus níveis de equilíbrio. Esta avaliação pressupõe, entre outras coisas, que os níveis de equilíbrio das paridades cambiais são de fácil definição e visualização para os agentes, dada a existência de uma relação estável e prognosticável entre os fundamentos macroeconômicos e as taxas de câmbio, na qual as expectativas dos agentes econômicos não poderiam intervir.⁶

Todavia, desde que as principais paridades cambiais passaram a flutuar, em 1971, as evidências mostram-se contrárias à hipótese de Friedman, e diferentes modelos de determinação cambial que pressupõem uma relação estável entre fundamentos macroeconômicos e taxas de câmbio, em regimes de câmbio flutuante, não conseguem explicar nem prever os movimentos destas variáveis, quando submetidos a testes econométricos (Meese & Rogoff, 1983; Meese, 1990). Do mesmo modo, estudos sobre crises cambiais e ataques especulativos, em contextos de câmbio administrado, chegam à conclusão de que é difícil explicar tais fenômenos observando apenas o comportamento dos fundamentos cambiais (Eichengreen, Rose & Wyplosz, 1995; Rose & Svensson, 1994).

Embora ainda não seja de pleno consenso, cresce, entre os estudiosos das taxas de câmbio, a idéia de que os movimentos destas variáveis, especialmente aqueles de curto prazo, pouco ou nada podem ser explicados pelo comportamento dos fundamentos. Assim, atualmente, quando se destaca o papel das expectativas e da especulação sobre as taxas de câmbio, ressalta-se que as expectativas especulativas podem se alterar mesmo sem a ocorrência de significativas mudanças nos fundamentos macroeconômicos. Como salienta Harvey (1999), as expectativas dos agentes não apenas guiarão as ações destes, mas, ao fazerem isto, também

⁶ Alan Stockman, por exemplo, é um dos mais conhecidos economistas a defender que mesmo os movimentos de curto prazo das taxas de câmbio estão associados a mudanças dos fundamentos. Ver, por exemplo, Stockman (1998).

acabariam por definir os estados futuros da economia. No caso específico das expectativas cambiais, estas, por determinarem as decisões de compra e venda dos agentes envolvidos em negócios com divisas, seriam fundamentais para as trajetórias futuras das taxas de câmbio. Mais especificamente, as taxas de câmbio flutuariam de acordo com as expectativas e os movimentos dos operadores do mercado de câmbio e dos agentes detentores de carteiras plurimonetárias, o que tem conduzido alguns economistas a deixarem de tratar a taxa de câmbio como uma variável na qual prepondera a dimensão macroeconômica (Frankel & Rose, 1994: 32-3). O nível das taxas de câmbio seria, então, o resultado de “profecias auto-realizáveis” dos agentes econômicos (Hopper, 1997).

Tal posicionamento é reforçado pela observação de que embora a volatilidade cambial seja muito menor em regimes de câmbio fixo do que naqueles de câmbio flexível, a volatilidade de algumas variáveis macroeconômicas, como oferta monetária e nível de produto, não apresenta significativa mudança de um regime cambial para outro (Flood & Rose, 1995). Essa e outras evidências indicam que não há um padrão preestabelecido ou uma ligação direta entre os chamados fundamentos cambiais e os níveis das paridades cambiais (Hopper, 1997).

Assim, uma das explicações para a crescente importância do “sentimento do mercado” na determinação dos movimentos das taxas de câmbio, em especial as de curto prazo, está associada à generalização do uso de “análises técnicas”, seja sob a forma de “técnicas grafistas” ou de “regras mecânicas”.⁷ Em ambas, atenta-se, fundamentalmente, para as variações correntes e passadas das paridades cambiais, com o intuito de se encontrarem os padrões recorrentes na flutuação destas paridades e, assim, ser capaz de vislumbrar as suas trajetórias futuras. Segundo Neely (1997), três princípios orientam e fundamentam o comportamento dos agentes que se utilizam de regras técnicas: 1) toda a informação relevante para a tentativa de se descortinarem oportunidades lucrativas na aferição da trajetória futura do preço de um ativo está incorporada no histórico dos seus preços passados e correntes; 2) estes preços seguem tendências; e 3) a história repete a si mesma, no sentido de que quando confrontados com situações semelhantes, em diferentes momentos do tempo, os negociadores de ativos agiriam de mesma forma. Tais princípios dão claramente um caráter extrapolativo para

⁷ Para uma boa descrição destes e de outros tipos de “análises técnicas”, ver Neely (1997).

as expectativas dos agentes que se utilizam de análises técnicas na execução de seus negócios com divisas.

Taylor & Allen (1992), ao realizarem pesquisa junto a 200 operadores cambiais atuantes em Londres, verificaram que técnicas grafistas são usadas para a formulação de prognósticos de curto e curtíssimo prazos. Para previsões concernentes ao horizonte de um único dia a uma semana, 90% dos agentes consultados declararam usar alguma forma de técnica grafista. Como as expectativas assentadas em técnicas grafistas são, em essência, como vimos, extrapolativas, elas acabam por fazer com que os agentes adotem estratégias de comercialização de divisas que são indutoras de um efeito reforçamento da tendência vigente, denominado de “efeito *bandwagon*”. No plano prático, tais técnicas resultam na adoção de mecanismos operacionais nos quais os sinais de compra de uma moeda conduzem à expectativa de futura apreciação desta, o que, por sua vez, impulsiona adicionais movimentos de compra – por exemplo, pelo funcionamento de programas automáticos de compra e venda assentados sobre “regras de filtro” –,⁸ movimentos que terminam por sancionar as expectativas pretéritas de apreciação e por reforçar a alta corrente. A presença deste efeito faz com que, virtualmente, em determinados períodos, estabeleça-se uma dinâmica cambial inerentemente instável e auto-reforçadora, decorrente de movimentos especulativos (Frankel & Froot, 1987; Schulmeister, 1990), produtora de desalinhamentos duradouros das paridades cambiais e sujeita a fortes reversões das tendências de preços relativos entre as moedas, em virtude destas características dos movimentos especulativos.

É evidente que, dependendo do regime cambial no qual sucedem os negócios cambiais, tal importância do “sentimento de mercado” e de suas alterações resulta em fenômenos diferenciados sobre a dinâmica cambial. Em regimes de câmbio flutuante, mudanças da percepção de risco cambial, entre outras, provocam instabilidade e desalinhamentos das taxas de câmbio, enquanto, em regimes de câmbio fixo, desdobram-se em ataques especulativos e crises de balanço de pagamentos.

⁸ “Regras de filtro” são meios de se retirarem sinais indicativos de compra ou venda de um ativo pelo deslocamento do preço deste em relação a um valor preestabelecido para ele.

Política cambial e ação do governo

Embora, como apontado acima, as autoridades governamentais não tenham mais a capacidade de confrontar o mercado e impor sozinhas as taxas de câmbio, elas ainda dispõem de alguma margem de manobra, podendo usá-la para atenuar a volatilidade cambial por meio da coordenação das expectativas cambiais dos agentes privados. Conforme for o uso dessa margem, ela pode se estreitar ou se ampliar, com o passar do tempo.

Por exemplo, em um contexto de ampla oferta de capital internacional, governos nacionais podem ser tentados a utilizarem a taxa de câmbio como âncora nominal de uma política antiinflacionária, fixando-a em um patamar prejudicial à competitividade internacional das firmas domésticas. Com isto, podem provocar crescentes déficits em transações correntes, financiados por superávits na conta de capital, os quais no longo prazo, se se tornarem insuficientes para cobrir este *gap*, podem debilitar a própria credibilidade da política cambial. Assim, as decisões de administradores de carteiras de ativos em direção à diversificação e internacionalização de suas aplicações podem induzir os governos dos países receptores de capitais a promoverem uma política cambial prejudicial à dinâmica das exportações domésticas.

Isso impõe a necessidade de discutir as escolhas de cada país e de suas autoridades governamentais em relação à condução da política cambial. Mais do que deliberar sobre a existência ou não de uma taxa de câmbio de equilíbrio, supostamente compatível com os chamados fundamentos cambiais, em especial aqueles supostos pela chamada paridade poder de compra, o mais relevante é discutir para quais objetivos de política econômica a taxa de câmbio deve contribuir. Ademais, deve-se buscar compreender o que cada escolha feita implicará de sacrifícios a outros objetivos no futuro. Há dilemas que precisam ser resolvidos.

Assim, se o regime cambial é flexível, os fluxos financeiros internacionais podem delinear movimentos de apreciação ou depreciação da moeda doméstica, caso sejam de entradas ou de saídas líquidas do país, acarretando impactos negativos e positivos, respectivamente, sobre a competitividade internacional do país e suas exportações líquidas.⁹ Ao

⁹ Uma maior volatilidade cambial pode, por si só, afetar negativamente os fluxos de comércio, pois como mostrou De Grauwe (1988), por meio da análise do comércio bilateral de dez países, há indícios de uma associação negativa entre comércio e volatilidade cambial.

mesmo tempo, tais movimentos, por condicionarem as próprias expectativas dos agentes, geram forças de retroalimentação dos fluxos internacionais de capital, pois a apreciação/depreciação esperada da moeda entra no cálculo de aplicação dos agentes, estimulando-os a ampliarem/reduzirem, em suas carteiras, os ativos denominados na moeda em questão.

Se o regime cambial é fixo ou administrado, tais fluxos podem, em uma condição de entrada líquida, causar a formação de “bolhas” de ativos, tanto financeiros quanto produtivos, acompanhadas de um aumento das operações “alavancadas” e dos passivos denominados em moeda estrangeira, e de aumentos da dívida pública, caso o governo faça operações de esterilização, com o objetivo de controlar a oferta de liquidez na economia. O resultado final é deixar o país mais exposto a choques externos e fragilizado diante de ataques especulativos futuros contra a sua moeda, ou seja, a uma reversão das expectativas. Portanto, todo este processo tende a torná-lo mais suscetível também ao “contágio” de crises cambiais ocorridas em outros países.

1.1 A construção da “nova ordem”

Esta “nova etapa” na história do capitalismo mundial começou a ser gerada nos anos 60, quando se iniciou a expansão dos fluxos de capitais financeiros entre os países.¹⁰ Nesta época, tais fluxos eram alimentados pelos desequilíbrios do balanço de pagamentos de alguns países, principalmente dos Estados Unidos. Porém, foi nos anos 80 que ocorreram a explosão e a emancipação dos fluxos financeiros em relação a qualquer necessidade de financiamento de balanço de pagamento (Plihon, 1995), bem como o desenvolvimento e alastramento de produtos financeiros capazes de reduzir, *ex-ante*, o “preço dos riscos” envolvidos no processo de “globalização” das carteiras de ativos financeiros e, assim, de estimular o avanço deste processo (Kregel, 1994).

¹⁰ Harvey (1995: 496-7), porém, salienta que as condições para a expansão dos fluxos financeiros internacionais começaram a ser geradas na própria “montagem” do Acordo de Bretton Woods, ao se permitir que as conversões entre as moedas nacionais pudessem se realizar via mercado e não, como queria Keynes, somente via bancos centrais. Tentou-se evitar isso implementando-se uma série de controles e restrições nos mercados bancários/financeiros domésticos, o que, todavia, acabou estimulando a internacionalização bancária e a criação de praças financeiras *offshore*.

A progressiva liberalização e desregulamentação dos mercados monetários/financeiros nacionais foi fundamental para a intensificação e sofisticação dos fluxos internacionais de capitais. Iniciado, ainda nos anos 60, pelos Estados Unidos, o movimento de liberalização e de desregulamentação financeira foi primeiramente acompanhado pela Alemanha, com o fim das restrições à compra de ativos financeiros alemães por investidores estrangeiros. Já no final da década de 70 foi a vez da Inglaterra e do Japão iniciarem a remoção de controles mais estreitos sobre os fluxos internacionais de capital e permitirem uma maior abertura dos seus sistemas bancários/financeiros. Foram seguidos, nessas medidas, pela Austrália e Nova Zelândia. Somente no final da década de 80, países como a França, Itália e Bélgica iniciaram também os seus processos de desregulamentação e de abertura de seus mercados monetários/financeiros aos operadores internacionais, aproximando-se dos Estados Unidos e da Alemanha (Akhtar, 1983; Frankel, 1993; Lima, 1995; Williamson & Mahar, 1998).

A eliminação, ou ao menos redução, das barreiras e dos controles de capital, observada em diversos países, nas décadas de 70 e 80 – em simultâneo com as inovações tecnológicas, em especial nas áreas de processamento de dados e de telecomunicações –, intensificaram e tornaram mais fluidos os movimentos dos capitais financeiros entre os países. Isso é confirmado pela tendência de redução, ao longo dos anos 80, do “diferencial coberto da taxa de juros” entre os países desenvolvidos (Frankel, 1992: 200).¹¹ Neste sentido, segundo Frankel, a equalização das taxas de juros reais entre esses países somente não ocorreu em virtude do aumento do “risco moeda”, que reflete o crescimento da volatilidade cambial – e, conseqüentemente, maior incerteza sobre os movimentos futuros dos valores de cada moeda nacional em relação às demais – observada no período. Apesar de não compartilharmos inteiramente desta crença, tal afirmação

11 O “diferencial coberto da taxa de juros” (*covered interest rate differential*) elimina, do diferencial de juros, os fatores relacionados às moedas nos quais os ativos são denominados, por meio de operações de *hedge cambial*. Com isto, as taxas de juros passam a se referir a ativos financeiros que, embora de países diferentes, podem ser considerados como denominados em uma moeda comum. Assim, as diferenças de taxas de juros entre dois países decorrem apenas daqueles fatores – sejam eles controles/restrições/custos, efetivos ou potenciais, sobre os fluxos financeiros internacionais, ou riscos de declaração de moratória etc. – referentes diretamente aos países, e não à moeda no qual os ativos são denominados.

mostra a direção das modificações possibilitadas por aquelas inovações tecnológicas.

Por outro lado, para alguns economistas (Goodhart, 1995), a economia mundial está apenas, em certos aspectos, voltando às condições reinantes no início do século XX, abortadas pela crise de 29. Assim, para Goodhart (1995), o fenômeno da “globalização dos mercados internacionais”, verificado nas últimas três décadas, consiste apenas em algo semelhante ao mercado global existente pré-Primeira Guerra Mundial. Ou seja, trata-se tão-somente da derrubada das barreiras à mobilidade internacional de produtos e capital, erguidas por diversos países, no período que se estendeu de 1914 à década de 60. Além disso, as eventuais consequências negativas de tal movimento não sobrepujariam, a priori, os seus potenciais benefícios para a dinâmica da economia mundial, não obstante poderem significar novos desafios às autoridades econômicas nacionais (Goodhart, 1995).

No entanto, outros economistas defendem medidas que reduzam a fluidez das transações e, conseqüentemente, a mobilidade dos capitais nos mercados monetários/financeiros internacionais. A necessidade de “colocar areia nas engrenagens das finanças internacionais” resultaria da instabilidade verificada nas taxas de câmbio e nos preços dos ativos financeiros, e da sucessiva ocorrência de movimentos especulativos causadores de perturbações macroeconômicas, limitadores da autonomia dos vários governos na condução de suas políticas monetárias domésticas (Eichengreen, Tobin & Wyplosz, 1995).¹² Mas há um certo ceticismo quanto às recomendações de medidas redutoras da mobilidade internacional do capital, sejam elas sob a forma de requerimentos de depósitos não remunerados, como contrapartida de operações externas, de impostos sobre as operações internacionais, ou de maiores requerimentos de reservas e fiscalização sobre os bancos. Levantam-se uma série de observações e questionamentos quanto ao sucesso de tais práticas ante a criatividade dos agentes que operam em mercados financeiros de elevado grau de sofisticação (Garber & Taylor, 1995).

Para Chesnais (1995), o crescimento de capital transacionado nos mercados monetários/financeiros é antes de tudo um sintoma da “crise de acumulação” do setor real da economia. Devido a essa crise, os capitalistas

¹² Baer et al. (1995) apresenta as propostas de vários autores para a consecução desse objetivo.

buscam, antes de tudo, salvaguardar suas “posições adquiridas”, aplicando os recursos no setor financeiro até que se aponte um novo “regime mundial de acumulação” (Chesnais, 1995: 1). Arrighi (1997) assume posição semelhante. Para ele, o presente momento de reestruturação do capitalismo, não como um mero episódio conjuntural, mas sim como a sinalização de uma “mudança de fase dos processos de acumulação do capital, em escala mundial, da expansão material para a expansão financeira” – a qual já foi observada em outros momentos históricos – tem sua origem no acirramento sem peias da concorrência intercapitalista, derivado, por sua vez, do vertiginoso crescimento da produção e do comércio mundial em anos recentes.

Assim, apesar de todas as mudanças organizacionais e institucionais a que empresas, Estados, indivíduos e famílias têm se submetido nas últimas décadas, para tentar garantir a valorização de sua riqueza na arena produtiva, a pressão concorrencial prevalece. A confiança quanto ao retorno dos investimentos produtivos, conseqüentemente, se reduz neste ambiente de alta competição e incerteza. Em reação, grandes massas de capital deslocam-se para os mercados financeiros em busca de valorização e são inflados pela trama de relações entre credores, devedores e especuladores. Como mostrou Arrighi em *O longo século XX* (Arrighi, 1995), todos esses aspectos estiveram, em alguma medida, presentes nas mudanças anteriores do processo de acumulação capitalista e das regiões que se sucederam na vanguarda deste processo: das cidades-estado italianas para a Holanda, desta para a Inglaterra, e dessa última para os Estados Unidos. Enquanto esta fase de “transição” não se completar, o capital continuará “transbordando” para a esfera financeira, a despeito de medidas tópicas na tentativa de reduzir sua fluidez nesta esfera.

Embora sujeitas a controvérsias, a questão é que tanto a avaliação de Goodhart quanto a de Chesnais e Arrighi dão margem para se esperar que países e regiões passem por períodos de influxo intenso de capital financeiro externo, mesmo que intercalados por momentos de fortes reversões destes fluxos em ocasiões de rupturas no “estado de confiança” do mercado financeiro internacional.

1.2. As consequências da entrada de capital

De modo geral, o afluxo de capital externo é considerado como benéfico ao país receptor. Afinal, trata-se de uma forma de financiamento dos investimentos domésticos e que, conseqüentemente, possibilita maiores taxas de crescimento econômico. Nessa interpretação, eventuais déficits presentes em transações correntes seriam eliminados, em um momento futuro, pela ampliação e modernização das estruturas produtivas domésticas, sucedendo o mesmo com o estoque de dívida acumulado, o qual seria liquidado pelos superávits gerados por esta mesma ampliação.

Contudo, os recursos obtidos podem também ser usados para meramente financiar aumentos nos gastos de consumo com bens importados. Porém, as autoridades econômicas possuem um certo grau de manobra – por meio, por exemplo, da utilização de tarifas alfandegárias ou de impostos sobre o consumo –, de forma a evitar que ocorra um déficit crescente em transações correntes, sem o acompanhamento de um crescimento no potencial produtivo doméstico.¹³

Convém ressaltar, para os propósitos do presente artigo, que uma das principais conseqüências dos influxos de capitais externos, em uma economia dita “emergente”, ocorre sobre a taxa de câmbio. Assim, a condução da política cambial é envolta por uma série de dificuldades. Primeiramente, o valor da taxa de câmbio fica muito mais suscetível aos ajustamentos promovidos pelos investidores internacionais – inclusive nas expectativas e em conseqüência das mudanças nestas –, tornando-se potencialmente mais instável. Ademais, tende a crescer o volume de recursos transacionados no mercado cambial doméstico, o que, muito provavelmente, resulta num aumento da volatilidade da taxa de câmbio.¹⁴

Enquanto ocorre a entrada líquida de capitais externos, a taxa de câmbio recebe pressões apreciativas ou há estímulos para o governo adotar uma política cambial de taxa de câmbio administrada, mantendo esta num patamar valorizado. Contudo, essas pressões podem ser amenizadas ou eliminadas por uma política ativa de esterilização dos influxos de capitais

13 Ressalte-se, todavia, que os países vêm, cada vez mais, podadas suas capacidades de adotar medidas unilaterais que afetem os fluxos de comércio internacional.

14 Segundo Frankel (1993: 349), Frankel & Froot (1990) e Ito. (1990), existem evidências que apontam a existência de uma correlação positiva, embora não uma relação de causalidade, entre volume de transações no mercado cambial e volatilidade da taxa de câmbio. Ver também Harvey (1995).

externos, na qual o banco central compre a um preço determinado as divisas que ingressam no país.¹⁵

Todavia tal ação não se dá sem custos e sem o surgimento de potenciais desajustes macroeconômicos: o banco central acumula, no seu balanço, um aumento na conta de reservas internacionais,¹⁶ o que, para não resultar em expansão da oferta monetária, em expectativas inflacionárias e no sancionamento de decisões de aumentos de preços, obriga à expansão da dívida pública e, conseqüentemente, à elevação das despesas financeiras do governo. Por outro lado, as políticas de esterilização ajudam a manter a diferença positiva entre as taxas de juros domésticas e as externas e, em decorrência, a sustentar o influxo de capitais internacionais, recolocando o problema de pressões de apreciação sobre a taxa de câmbio.

Outra suposta forma de combater a apreciação cambial oriunda do influxo de capital externo passa pela adoção de uma política fiscal contracionista. Como grande parte dos gastos governamentais se dão com bens não comercializáveis – *non-tradables* –, um corte nos gastos públicos significaria menor demanda por estes bens e, conseqüentemente, geraria pressões de redução dos seus preços em relação aos bens comercializáveis – *tradables* –, o que possibilitaria a amenização da apreciação da taxa de câmbio real (inclusive em um regime de câmbio administrado). Há alguns problemas com esse raciocínio. Nem sempre as autoridades econômicas se mostram capazes de alterar com a velocidade necessária a política fiscal, dada a exigência da realização, em um regime democrático, de uma série de negociações entre as forças políticas do país. Ademais, os preços domésticos dos bens não comercializáveis tendem a apresentar baixa elasticidade em relação à demanda.

Caso os custos das políticas de esterilização fiquem insustentáveis, obrigando o governo a abandoná-las ou abrandá-las, e não se tenha outro recurso de política econômica, as pressões apreciativas sobre a moeda doméstica se efetivam e a taxa de câmbio nominal, apreciada, passa então a

15 Às vezes adota-se, como medidas adicionais, um aumento no requerimento de reservas sobre os bancos. Entretanto, como observou Spiegel (1995: 25) ao analisar o caso da Coréia do Sul, isso pode incentivar a desintermediação bancária.

16 No período de 1990 a 1994, os países em desenvolvimento tiveram um acúmulo de US\$ 291,7 bilhões nas reservas internacionais dos seus bancos centrais (BIS, 1995: 146).

transitar num novo patamar.¹⁷ A moeda doméstica apreciar-se-ia, neste caso – em um contexto de câmbio flutuante – ou manter-se-ia valorizada – em um contexto de câmbio administrado – apenas pela sanha estritamente especulativa dos investidores internacionais. Em sentido inverso, poderia igualmente, a qualquer momento, depreciar-se – em um regime de câmbio flutuante – ou ser alvo de ataques especulativos sob a forma de pressões de desvalorização – em um regime de câmbio administrado – quando estes mesmos investidores entenderem que o retorno esperado das aplicações denominadas em tal moeda não compensa mais os riscos cambiais neles incorridos. Em suma, *a taxa de câmbio nominal desses países pode ser apreciada ou mantida valorizada tão-somente por fatores observados na órbita financeira*. Esta apreciação/valorização cambial não refletiria nem ganhos de produtividade verificados na estrutura produtiva doméstica e nem elevações da competitividade dos produtos desta, no mercado internacional, os quais poderiam ser consubstanciados, se ocorressem, em uma melhora do saldo da balança comercial.

Esta apreciação cambial pode também acarretar uma alteração nos preços relativos domésticos, mudando as taxas de lucratividade dos vários setores da economia e, por conseguinte, provocando o redirecionamento dos investimentos. Vale dizer, em termos microeconômicos, a taxa de câmbio pode afetar a alocação de recursos na economia. Como consequência, com o passar do tempo, haveria uma mudança na estrutura produtiva doméstica e na inserção desta nos fluxos de comércio internacional.

É isso que pretendemos abordar a seguir, na segunda parte do presente artigo.

2 Os impactos da taxa de câmbio sobre a competitividade industrial

Quanto aos impactos de variações na taxa de câmbio real sobre a competitividade industrial, estes se dão de forma diferenciada sobre as várias indústrias e os diferentes países.

¹⁷ Conforme Calvo, Leiderman & Reinhart (1996: 130), isso é o que aconteceu, principalmente com os países da América Latina, na primeira metade da década de 90. Em cálculos apresentados por estes autores, as taxas de câmbio reais efetivas (moeda doméstica/dólar norte-americano), dos cinco principais países da América Latina, acumularam, desde que começaram a receber o influxo de capitais externos, 30% de apreciação, em média.

2.1 Os impactos sobre as indústrias

Com relação às indústrias, estes impactos diferenciados ocorrem como consequência dos efeitos também diferenciados das variações do câmbio sobre os custos e preços destas indústrias. Isto pode ser demonstrado, simplificadamente, e de forma mais precisa, por meio das seguintes equações:

Equação (1)

$$P_{xr} = \frac{\overbrace{(ci_{nr}.z_n + ci_{ir}.z_i + s_r)}^{(A)} + \overbrace{eq_{nr}.y_n + eq_{ir}.y_i}^{(B)}}{Q_x}$$

Na qual

(A) = custos diretos totais;

(B) = custos indiretos totais;

P_{xr} = preço de uma mercadoria x , em moeda nacional;

ci_{nr} = custo dos insumos nacionais (isto é, produzidos no próprio país), em moeda nacional, por unidade produzida;

z_n = participação dos insumos nacionais no total gasto em insumos;

ci_{ir} = custo dos insumos importados, em moeda nacional, por unidade produzida;

z_i = participação dos insumos importados no total gasto em insumos;

s_r = salários, em moeda nacional;

mk_r = *mark-up* para vendas no mercado nacional;

eq_{nr} = custo de máquinas e equipamentos nacionais, em moeda nacional;

y_n = participação dos equipamentos nacionais nos custos indiretos;

eq_{ir} = custo de máquinas e equipamentos importados, em moeda nacional;

y_i = participação dos equipamentos importados nos custos indiretos; e

Q_x = quantidade total da mercadoria x produzida, tanto para os mercados de exportação quanto de importação.

e

Equação (2)

$$P_{xd} = \frac{\overbrace{(ci_{nd}.z_n + ci_{id}.z_i + s_d).(1 + mk_d)}^{(A)} + \overbrace{eq_{nd}.y_n + eq_{id}.y_i}^{(B)}}{Q_x}$$

Na qual os vários componentes de custos são os mesmos da equação (1), mas referentes a preços e custos em moeda estrangeira.

Por meio dessas equações pode-se perceber que os efeitos de variações cambiais sobre os preços são diferenciados de acordo com as várias mercadorias x que se esteja analisando, uma vez que os pesos dos diversos componentes de preços destas mercadorias não são os mesmos. Por exemplo, no caso de **importações** – para as quais os efeitos das variações das taxas de câmbio podem ser analisados pela equação (1) – uma **apreciação cambial**¹⁸ reduziria seus custos, em moeda nacional, via redução de ci_{ir} e eq_{ir} , de forma mais acentuada quanto mais elevada for a participação de insumos e equipamentos importados nos seus custos. Isto iria resultar, *coeteris paribus*, em uma redução de preços para o mercado nacional. Estes seriam os únicos impactos **diretos** de uma apreciação cambial sobre os custos, em moeda nacional, de uma mercadoria fabricada internamente em um país, já que esta apreciação não tem influência direta sobre as outras variáveis. Portanto, quanto **maiores** forem as participações dos custos de insumos e equipamentos importados nos custos totais de produção de uma dada mercadoria x , **maiores** serão as **reduções** de custos desta mercadoria em moeda nacional decorrentes de uma apreciação cambial, e vice-versa.

Mas os impactos **indiretos** de uma apreciação cambial podem também ser consideráveis, pois poderiam ocorrer as seguintes

18 É claro que se está tratando de uma apreciação cambial em termos reais. Para simplificar, pode-se supor preços constantes e apreciações ou depreciações nominais, as quais, neste caso, logicamente coincidiriam com as reais. Porém, um tal procedimento não é necessário, podendo-se considerar as apreciações ou depreciações com relação a um deflator adequadamente escolhido. Adicionalmente, supõe-se – de maneira simplificada – que os preços dos vários componentes das equações acima mantêm-se constantes, a fim de destacar apenas a influência de uma variação cambial sobre eles. Contudo, isto também não é necessário, podendo-se – por meio da inserção de variáveis com relação a mudanças nos preços relativos – levar estas variações nos preços relativos em consideração. Isto só não foi feito porque complicaria desnecessariamente o argumento principal do artigo.

possibilidades: 1) uma maior concorrência de mercadorias acabadas importadas a este produto x , em decorrência de menores preços em moeda nacional para estas mercadorias, devido à apreciação cambial,¹⁹ o que poderia obrigar as empresas instaladas no país a reduzir seu *mark-up* (mk_r), levando a uma diminuição de seu preço para o mercado nacional (P_{xr}); 2) uma maior concorrência dos insumos e equipamentos importados aos seus congêneres nacionais – devido aos já analisados impactos de uma apreciação cambial, reduzindo os preços das importações diante dos produtos nacionais – poderia conduzir, por sua vez, indiretamente, a uma redução de ci_{nr} e eq_{nr} . Isto porque as empresas de insumos e equipamentos nacionais poderiam ter seus custos rebaixados pelos mesmos motivos que estão sendo aqui analisados e transferir, pelo menos parcialmente, estas diminuições de custos aos preços (P_{xr}). Este processo poderia ser ainda magnificado por uma redução de seus *mark-ups*, em consequência do acirramento da concorrência dos competidores internacionais; 3) este menor preço de insumos e equipamentos importados poderia levar a uma diminuição de z_n e y_n (participações de insumos e equipamentos nacionais, respectivamente, nos custos diretos e indiretos), que seria compensada por um aumento concomitante de z_i e y_i (participações de insumos e equipamentos importados nestes custos). E neste caso, mais uma vez, esta maior participação de insumos importados também tenderia a reduzir P_{xr} , se fossem transferidos os impactos destas substituições para os preços; 4) o fato de que uma apreciação exagerada do câmbio, a qual se transforme em uma sobrevalorização cambial, implica de imediato uma desvantagem competitiva para os fabricantes instalados em um país. Mas isto não somente de um ponto de vista estático. Pois deve-se perceber que – sob uma perspectiva dinâmica – um tal acontecimento pode ser ainda mais deletério, visto que pode representar grandes

19 As empresas estrangeiras podem reduzir também seus *mark-ups* para os mercados nos quais desejam se inserir de forma mais marcante. Isto pode ser instigado por uma apreciação cambial em um país para o qual exportam e/ou para o qual desejam aumentar suas exportações ou ainda, eventualmente, no qual desejam estabelecer uma completa dominação do mercado, em prejuízo, é claro, de outros fabricantes já instalados. Este tipo de comportamento, assim como os efeitos de longo prazo de eventuais reduções de participação de mercado, fechamento de plantas, de linhas de produção, ou mesmo de eventuais falências, é geralmente pouco ou nada analisado pelos autores que tratam dos efeitos das taxas de câmbio e de mudanças no nível de abertura comercial sobre a competitividade e a estrutura industrial dos países. Algumas exceções podem ser encontradas em Borrus, Tyson & Zysman (1986), Dosi (1988), Dosi, Pavitt & Soete (1990), Dosi & Soete (1988), Soete (1991); Tyson (1992) e Possas (1993).

desestímulos e obstáculos à busca de construção de vantagens competitivas, tendo efeitos cumulativos (Possas, 1993: 212). Entre estes efeitos, destaque-se, podem estar a cessação completa da produção de certos bens em um determinado país, às vezes após um certo período de dificuldades e falta de competitividade²⁰ crescentes, ou “somente” o encerramento das atividades mais sofisticadas neste país, com tudo o que isto pode significar em termos de perdas de dinamismo tecnológico e de crescimento econômico (Dosi, Pavitt & Soete, 1990); e 5) os efeitos que o desmantelamento, ainda que parcial, de certas cadeias produtivas, pode representar para a competitividade dinâmica de uma empresa, setor ou país. Assim, em um primeiro momento, pode parecer interessante – devido a custos mais reduzidos e/ou a um diferencial de qualidade – substituir insumos ou equipamentos nacionais por importados, realizando-se um ganho, em um prazo mais curto, em termos de custos e/ou qualidade. No entanto, sob uma perspectiva de mais longo prazo, a destruição de determinados encadeamentos produtivos, com a extinção concomitante – a qual deve ser percebida em termos dinâmicos – de todo o aprendizado e desenvolvimentos conjuntos que podem advir do relacionamento entre usuários e fornecedores (Lundvall, 1988; Lundvall, 1991; Dalum, Johnson & Lundvall, 1992; Possas, 1993), pode representar sérios obstáculos para a continuidade de uma empresa ou país em uma determinada indústria. Isto se dá exatamente em consequência da perda deste potencial de aprendizado e inovação, os quais são sempre acompanhados por reduções de custos e/ou aumentos de qualidade. Em sentido semelhante, vários autores (Shimada, 1991; Watanabe, 1993) apontam para a extrema importância da interação entre empresas e funcionários, a qual leva muitas delas a considerar indispensável a transnacionalização para atender de forma eficiente a certos mercados, especialmente de uma perspectiva dinâmica.

Na verdade, a partir destas considerações e da experiência empírica internacional, parece ser impossível uma empresa ou país manterem-se como fabricantes importantes em setores tecnologicamente dinâmicos sem o estabelecimento de uma cadeia produtiva que inclua os produtores de insumos e equipamentos tecnicamente mais sofisticados,

20 Para uma discussão sobre o conceito de competitividade, ver Possas (1993) e ECIB (1992: 2).

principalmente quando se fornece para os mercados mais importantes. Em suma, os impactos favoráveis da substituição de insumos e/ou equipamentos nacionais por importados, devido a ganhos de custo (e/ou qualidade, no caso de uma maior abertura comercial), restringem-se àqueles de menor importância no processo produtivo ou na constituição de um bem, ou então a ganhos de curto prazo. Mas note-se que estes últimos se mostram prejudiciais em um prazo mais longo, principalmente quando se considera a cadeia produtiva como um todo e, portanto, o total de valor agregado em um país (principalmente se não compensados por uma maior competitividade nos mercados exportadores).

Vale dizer, considerando-se tanto os efeitos diretos como os indiretos de uma **apreciação cambial**, todas as variáveis da equação (1) são passíveis de mudanças (e no sentido de redução de P_{xr} , o que deve implicar uma redução efetiva desta variável). As exceções a esta afirmação são s_r (salários em moeda nacional) – pois estes são determinados de forma significativamente independente de modificações no câmbio e em princípio não sofrem qualquer mudança em decorrência de alterações neste – e Q_x (a quantidade total produzida) – cujo montante final é bastante incerto, dependendo da resposta dos fabricantes nacionais em termos de preços a esta apreciação cambial, inclusive em termos de reduções ou ampliações de seus *mark-ups*.²¹

Já no caso de uma depreciação cambial, os efeitos diretos e indiretos são os mesmos dos já explicados para uma apreciação cambial, mas com sinal trocado. Porém, deve-se adicionar que os efeitos potencialmente estimulantes de uma depreciação cambial, em termos dinâmicos, para o estabelecimento ou aprofundamento de cadeias produtivas nacionais, podem ser, em alguns casos, contrabalançados pelos efeitos estáticos iniciais, os quais podem se mostrar nocivos e se transformar em efeitos dinâmicos perversos. Para tornar claro o argumento, pode ocorrer que uma perda de competitividade relativa (*ex-*

21 Deve-se considerar também a importância de possíveis defasagens em termos de qualidade, tecnológicas, de marca, *marketing* etc., entre mercadorias e empresas nacionais e estrangeiras para a determinação de preços e de *mark-ups*, pois as empresas nacionais podem ser obrigadas a reduzi-los ainda mais, em decorrência destas defasagens, a fim de não verem comprimidas demais as suas quantidades produzidas (Q_x). É necessário notar que, para a determinação da quantidade total produzida (Q_x), deve-se considerar também as respostas em termos de *mark-up* e de preços para o mercado interno. Vários deste tópicos são competentemente tratados em Possas (1993).

ante e/ou ex-post – Possas, 1993) seja compensada pelas consequências benéficas de uma depreciação cambial, em termos desta mesma competitividade, mascarando aquela deterioração do potencial competitivo ou um estancamento – ainda que relativo – da capacidade inovativa de uma empresa ou país (Possas, 1993: 211-17). Dado o caráter cumulativo da competitividade e inovatividade a longo prazo, tal resultado pode se mostrar extremamente prejudicial no futuro, devendo ser analisado caso a caso (é inevitável, não há outra maneira de ser feito) os efeitos totais sobre cada setor.

No que diz respeito às **exportações**, os impactos **diretos** de uma **apreciação cambial** sobre o preço em moeda estrangeira de uma mercadoria, visto que este é o preço relevante para os mercados de exportação, serão **negativos**, aumentando estes preços. Isto é, estes impactos implicarão um aumento dos custos em moeda estrangeira de algumas das variáveis “produzidas” no país, quais sejam, ci_{nd} , eq_{nd} e sd , conforme se pode depreender da equação (2). Já no que se refere às variáveis importadas, ci_{id} e eq_{id} , esta apreciação cambial não terá qualquer impacto sobre os preços destas em moeda estrangeira.²² Assim sendo, quanto **maior** for o peso de insumos e equipamentos importados nos custos totais de uma mercadoria x , **menores** serão os **aumentos** de custos desta mercadoria, em moeda estrangeira, decorrentes de uma apreciação cambial. Ou seja, *coeteris paribus*, no que se refere aos impactos diretos de apreciações cambiais, uma apreciação irá acarretar um aumento de preços internacionais da mercadoria em questão (P_{xd}), tanto maior quanto maior for o coeficiente nacional de uma determinada mercadoria e vice-versa.

Quanto aos efeitos **indiretos** de uma apreciação cambial sobre a competitividade em preços das **exportações**, pode-se ter: 1) incentivos a uma redução dos preços de insumos e equipamentos nacionais (ci_{nd} e eq_{nd}), devido à maior presença de bens importados no país e a seus preços favoráveis, acirrando a concorrência no país.²³ Isto pode

²² Supõe-se, mais uma vez, por simplificação, que tanto as importações quanto as exportações são realizadas por meio de câmbio entre a moeda nacional e uma única moeda estrangeira. Se assim não fosse, variações entre as taxas de câmbio de duas moedas estrangeiras teriam repercussões desfavoráveis em termos de competitividade em custos, se houvesse uma depreciação da moeda na qual são realizadas as exportações com relação à moeda na qual se realizam as importações, e vice-versa.

²³ Há que se atentar para os impactos em cadeia dos de insumos e de equipamentos nacionais, que devem ter seus preços e custos majorados em termos de moeda estrangeira, em

compensar razoavelmente os referidos impactos diretos desta apreciação sobre os preços destes insumos e equipamentos (ci_{nd} e eq_{nd}); 2) aumentos das participações de insumos e equipamentos importados (z_i e y_i), reduzindo, portanto, concomitantemente, as participações de insumos e equipamentos nacionais (z_n e y_n), devido à mudança de preços relativos em favor dos bens importados;²⁴ 3) uma redução do *mark-up* para os produtos exportados (mk_d), como forma de absorção de impactos nos custos desta apreciação cambial, os quais, de outra forma, resultariam em aumentos dos preços em moeda estrangeira (P_{xd}), devido a esta apreciação cambial;²⁵ e 4) uma tendência à diminuição da quantidade produzida (Q_x), mais uma vez dependendo, em boa parte, da reação dos exportadores, em termos de *mark-ups* (mk_d) e preços (P_{xd}), aos aumentos de custos em moeda estrangeira que ocorrem em consequência de uma apreciação – conforme explicado acima –, além de ações do mesmo tipo com relação a estas mesmas variáveis para o mercado interno (mk_r e P_{xr}), com seus impactos sobre a parcela de Q_x vendida no mercado interno.

Em resumo, os impactos (diretos e indiretos) de uma apreciação do câmbio sobre os preços e custos dos mercados de exportação podem se dar sobre todas as variáveis relacionadas a estes, com exceção dos salários (sd)²⁶ e custos de insumos e equipamentos importados (ci_{id} e eq_{id}). Mas – ao contrário do que ocorre para os preços e custos para o mercado interno – uma parte dos efeitos desta apreciação se dá **positivamente**, ou seja, no sentido de **diminuição de preços e custos**, enquanto a outra influi **negativamente**, isto é, no sentido de **aumento de custos e preços**. Os impactos **negativos** são: a) em termos *diretos*: os aumentos de ci_{nd} , eq_{nd} e sd , vale dizer, as majorações em moeda estrangeira dos custos de insumos nacionais, equipamentos nacionais e salários; e b) em termos *indiretos*: uma redução dos *mark-ups* (mk_d) dos

decorrência da apreciação da taxa de câmbio, e compará-los aos efeitos decorrentes de uma concorrência mais acirrada sobre insumos e equipamentos nacionais em consequência desta mesma apreciação, o que inclui os efeitos sobre z_n , z_i , y_n e y_i , em toda a cadeia produtiva.

24 Os efeitos sobre a destruição de cadeias produtivas já foi analisado mais acima.

25 De maneira geral, os *mark-ups* dos produtos exportados são menores, às vezes acentuadamente, do que os *mark-ups* estabelecidos para os mercados domésticos, o que em alguns casos implica até mesmo *mark-ups* negativos nos mercados de exportação (subsídio cruzado às exportações). Ver, por exemplo, para os mercados de equipamentos elétricos, Cilingiroglu (1969) e Strachman (1992); e para o mercado de TVs, Yamamura (1986).

26 Para os quais vale a explicação anterior a respeito de sua determinação.

fabricantes nacionais e/ou um aumento de seus preços internacionais (P_{xd}) e uma razoável redução de suas participações de mercado, os dois resultados desfavoráveis para o país e seus fabricantes.

Já os efeitos **positivos** ocorrem unicamente em termos *indiretos*: a) o incentivo à redução de preços de insumos e equipamentos nacionais por conta de uma concorrência mais acirrada; e b) a possibilidade de realizar um *trade-off*, diminuindo a participação dos insumos e equipamentos nacionais em benefício dos importados, o que é apenas mais uma face da maior pressão competitiva sobre os fabricantes nacionais destes insumos e equipamentos. É claro que estes dois efeitos são positivos unicamente do ponto de vista do produtor do bem x em questão – mais uma vez, sem contar os possíveis efeitos deletérios sobre a cadeia produtiva –, por poder contar com insumos e equipamentos de menor custo e talvez com melhor qualidade. Do ponto de vista dos produtores de insumos e equipamentos, que vêem seus *mark-ups* e/ou suas vendas reduzidos, estas mudanças não parecem benéficas – o que vale também para suas vendas no mercado nacional –, ainda que eles talvez possam se recuperar e, por meio de um aumento de sua competitividade, retornar aos níveis prévios de vendas nos mercados internacional e nacional, ou mesmo vê-los acrescidos.

Todavia, deve-se apontar para um último possível efeito benéfico de uma apreciação cambial, o qual pode ocorrer em certos casos. Assim, uma apreciação do câmbio, devido aos seus efeitos desfavoráveis sobre a competitividade, pode incentivar aumentos de produtividade e inovatividade, como forma de compensar estas consequências desfavoráveis. Um tal resultado pôde ser visto, por exemplo, em várias empresas japonesas, ou mesmo na economia japonesa como um todo, na segunda metade dos anos 80 e início dos 90, com a crescente apreciação do yen ante o dólar durante aqueles anos e a pressão competitiva que este fato causava sobre aquelas empresas (Torres Filho, 1991).

No caso de uma depreciação cambial, os efeitos sobre as exportações são exatamente os contrários, podendo ocorrer, em economias e empresas menos ativas em termos de competitividade, o mencionado resultado prejudicial com relação às suas competitividades dinâmicas, se esta depreciação apenas servir para compensar a perda de competitividade em outros aspectos.

2.2 Os impactos sobre os países

Quanto aos países, o grau de abertura prévia para o exterior e de participação da produção de bens destinados aos mercados externos é um importante aspecto a ser analisado para se poder determinar os impactos de uma variação na paridade cambial sobre a competitividade da indústria. Desta forma, no caso de um país no qual já é elevado o coeficiente de abertura para o exterior – com elevadas importações de insumos e de equipamentos – e que tem uma grande participação de produtos industriais de exportação em sua produção industrial, com pouca agregação de valor internamente, uma **apreciação** cambial deve ter impactos muitas vezes bastante reduzidos – e no limite nulos – sobre os fabricantes nacionais, que serão pouco afetados por mudanças de custos – como se pode perceber a partir da discussão anterior –, e sobre os estrangeiros, que não encontrarão grandes vantagens adicionais diante dos fabricantes nacionais.

Em um caso destes, uma **apreciação** do câmbio poderia produzir unicamente, ou como efeito principal, uma diminuição dos custos das importações em moeda nacional, mas com reduzidos impactos sobre os custos das exportações, visto que boa parte dos custos de produzi-las provém de insumos e equipamentos importados, também adquiridos em moeda estrangeira, sem maiores repercussões sobre a estrutura industrial. Destarte, os impactos não devem ser significativos sobre produtores nacionais de equipamentos e de insumos, visto que o coeficiente de abertura destes países já era anteriormente elevado.²⁷

Uma situação inversa ocorre no caso de países com baixo coeficiente de abertura para o exterior e com elevada participação da produção de insumos e equipamentos nacionais e de produtos não comercializados no mercado internacional. Neste caso, uma apreciação cambial pode ter impactos significativos – por conta da elevação relativa

²⁷ Esta discussão é feita com freqüência, contemporaneamente, em termos das diferenças entre os *tradables* e os *non-tradables*, e das diferenças de perspectivas de país para país conforme a participação dos bens de cada tipo na sua estrutura produtiva, além dos impactos diferenciados, conforme os seus coeficientes de abertura para o exterior. Note-se que uma situação semelhante – ou apresentando impactos ainda mais reduzidos sobre a estrutura industrial – ocorreria, obviamente, em um país com uma estrutura industrial pouco significativa, na qual o peso da produção primária e/ou do setor terciário fosse muito elevado.

dos preços dos bens nacionais em relação aos fabricados no exterior – sobre a estrutura industrial deste país e sobre suas estruturas e níveis de emprego e de capacitação tecnológica – levando a reduções significativas na sua produção industrial, tanto de insumos e equipamentos para a produção de bens para os mercados interno e internacional quanto de outros bens destinados a estes mercados.²⁸

2.3 A necessidade de medidas de proteção e de promoção

Diante do exposto acima, fica clara a necessidade de medidas de proteção para os fabricantes nacionais dos vários tipos de bens, num caso de apreciação cambial brusca e sustentada, especialmente no caso dos países nos quais a produção industrial é significativa e/ou o coeficiente de abertura ao mercado internacional não é muito elevado. Na verdade, um governo pode procurar conter um processo de apreciação cambial. Porém, como vimos na Seção 1 deste artigo, esta contenção pode ser muito dificultada se os fluxos de divisas para este país forem muito elevados, fazendo com que tentativas de esterilização destes fluxos possam não ser completamente bem-sucedidas. Em consequência disto, e da desejabilidade, por vezes, de incentivar certas importações (de insumos, equipamentos ou bens de consumo), tornando-as mais baratas em moeda nacional, pode mostrar-se interessante o estabelecimento de certos mecanismos protetores contra importações indesejadas. Uma tal necessidade pode ser magnificada em países com reduzidos coeficientes de abertura comercial para o exterior, pois nestes casos, qualquer aumento das importações pode apresentar grandes impactos sobre os montantes absolutos importados – o que poderia, por outro lado, servir para tentar conter o processo de apreciação cambial –, principalmente sobre certos setores em particular, que pode ser importante proteger contra uma tal desvantagem. Isto porque esta desvantagem pode ser

²⁸ Uma situação totalmente semelhante, mas com sentido inverso, aconteceria no caso de uma depreciação cambial. Para uma análise teórica dos impactos de longo prazo decorrentes do *trade-off* entre benefícios de curto prazo de uma maior abertura comercial, sem mecanismos de proteção, e os seus custos no longo prazo, também em termos de oportunidades perdidas, ver mais uma vez, entre outros, Dosi (1988), Dosi, Pavitt & Soete (1990) e Soete (1991).

momentânea, mas mesmo assim, extremamente predatória (Possas, 1993).

Ressalte-se que esta proteção não deve ser concedida de modo indefinido, sem qualquer prazo para ser reduzida ou mesmo extinta, ou sem que as empresas que dela se beneficiem tenham que oferecer contrapartida(s) em termos de uma ou mais variáveis, como, por exemplo, ganhos de produtividade, de qualidade, de redução de preços, de gastos em P&D, de número de empregos concedidos e do nível destes, de exportações etc. A proteção deve apenas propiciar um período de tempo para que os fabricantes instalados no país possam se preparar para competir com os estrangeiros, melhorando seu desempenho em várias – e se possível em todas – destas variáveis.

Adicionalmente, podem ser concedidas medidas de promoção à produção industrial eficiente – nos termos definidos logo acima –, também temporárias ou, no mínimo, sujeitas mais uma vez a contrapartidas. Estas medidas de proteção e de promoção podem ser incentivos fiscais (depreciação acelerada no caso de investimentos ou exportações), facilidades creditícias, mecanismos de redução de riscos (seguros de crédito ou de exportações), políticas de compras, de P&D etc., às quais podem se conjugar medidas de proteção, como tarifas, cotas de importação, proteções não-tarifárias etc., claro que levando-se em conta as restrições de organismos internacionais (como a Organização Mundial do Comércio) ou mesmo de parceiros comerciais contra estas medidas.

E no sentido das afirmações feitas acima, a um produtor que persistentemente não consiga cumprir as metas estabelecidas, em termos de índices (de qualidade, de preços, de exportações etc.) ou de prazos para atingir estes índices, pode ser negada qualquer proteção ou promoção adicional, reservando-se unicamente ao mercado a decisão sobre o destino final deste produtor. Esta seria uma forma de sanção²⁹ contra fabricantes persistentemente ineficientes, que deve existir a fim de não se estimular a ineficiência, a acomodação de produtores

²⁹ De “porrete”, na linguagem comumente encontrada na literatura industrial, ao contrário das medidas de incentivo, que seriam as “cenouras”.

protegidos e a concessão de benefícios governamentais sem quaisquer contrapartidas por parte das empresas que os recebem.³⁰

Em sentido similar, em um caso de depreciação cambial, podem ser importantes certas medidas de incentivo à inovatividade e à consecução de melhores níveis dinâmicos de competitividade, se esta depreciação apenas estiver encobrindo uma crescente perda de competitividade em decorrência de outros motivos, que não a taxa de câmbio.

Considerações finais: impactos das mudanças cambiais e das medidas governamentais sobre as decisões dos agentes

Todo este conjunto de fenômenos e medidas, tanto de apreciação/depreciação cambial quanto de proteção e promoção aos fabricantes nacionais, tem impactos sobre as decisões dos agentes, podendo levar assim a **círculos virtuosos** de expectativas otimistas e investimentos crescentes, com melhorias constantes nos vários índices de eficiência e de competitividade, de capacitação tecnológica, de empregos de elevada capacitação e com salários elevados, de produção de bens de alto valor agregado e de alta tecnologia, levando a expectativas mais otimistas e novos investimentos modernizadores e/ou a ampliações de capacidades produtivas etc., ou a **círculos viciosos** de expectativas desfavoráveis, investimentos cadentes, ou mesmo nulos, diminuições da eficiência relativa (com relação a outros países e empresas e em vários aspectos) ou mesmo absoluta, queda da competitividade dos produtos fabricados no país etc., tudo por sua vez levando a expectativas mais pessimistas, investimentos declinantes, e assim por diante...³¹

É claro que uma maior abertura comercial ou um processo de forte apreciação de uma moeda nacional pode apresentar vários aspectos **favoráveis** para a estrutura produtiva doméstica de um país: esta deverá ser palco de uma maior competição entre as várias empresas, o que deve

³⁰ E alguns casos, como o da Coreia do Sul, durante seu processo de industrialização nos 60, 70 e 80, a retirada destes mecanismos de proteção e promoção, por parte das agências governamentais, revelou-se fatal para vários grupos econômicos (os *chaebols*) e não somente para certas empresas participantes destes grupos. Cf. Canuto (1991, 1994) e Canuto & Ferreira (1989).

³¹ Cf. Amendola, Dosi & Papagni (1993); Dosi, Freeman & Fabiani (1994); Fagerberg (1987, 1988) e Porter (1993).

levar a reduções de preços (e a seus prováveis impactos positivos sobre a inflação) e a melhorias na qualidade dos produtos – nos seus vários aspectos –, com tudo o que isto pode implicar em termos de competitividade nos mercados interno e externo, e em termos de melhoria nos níveis de vida.

Portanto, e para finalizar, os efeitos de uma apreciação cambial, assim como de uma maior liberdade de importações sobre uma economia, devem ser analisados cuidadosamente, a fim de se procurar avaliar medidas de proteção e/ou de promoção que possam evitar ou minimizar as consequências negativas sobre o potencial de desenvolvimento que estes eventos possam acarretar. Se possível, estas medidas de proteção e/ou promoção devem ser tomadas por meio de uma política industrial ativa, em vez de buscar-se simplesmente reagir aos efeitos deletérios de eventos sobre os quais não se tem pleno controle ou de utilizar medidas de política econômica que na verdade são adotadas com outros objetivos, macroeconômicos, por exemplo.³² Com isto, procura-se evitar repercussões desfavoráveis no longo prazo em termos de níveis de emprego, de renda, de capacitação tecnológica etc. Por outro lado, e em sentido contrário, depreciações cambiais persistentes podem permitir que se reduzam medidas adicionais de proteção e de promoção. Em resumo, processos de apreciação cambial, somados a medidas de liberação de comércio exterior, não devem nunca ser avaliados unicamente tendo em vista objetivos imediatos, de curto prazo. Os impactos de longo prazo sobre a estrutura produtiva e sobre a forma de inserção desta na economia internacional também precisam ser analisados.³³

Referências bibliográficas

ADAMS, C., MATHIESON, D. J., SCHINASI, G., CHADHA, B. *International capital markets; developments, prospects, and key policy issues*. Washigton, DC: International Monetary Fund, 1998.

AKHTAR, M. A. Financial innovations and their implications for monetary policy: an international perspective. *BIS Economic Papers*, n. 9, 1983.

32 Sobre as diferenças entre políticas industriais ativas e passivas, ver Corden (1980) e Atkinson & Coleman (1989); e sobre as relações entre políticas macroeconômicas e políticas industriais, Corden (1980) e Strachman (1995).

33 Cf. Corden (1980), Rosenberg (1992) e Strachman (1995).

- AMENDOLA, G.; DOSI, G., PAPAGNI, E. The dynamics of international competitiveness. *Weltwirtschaftliches Archiv*, v. 129, n. 3, p. 451-71, 1993.
- ARRIGHI, Giovanni. *O longo século XX; dinheiro, poder e as origens de nosso tempo*. Rio de Janeiro: Contraponto, 1996.
- _____. *A ilusão do desenvolvimento*. Petrópolis: Campus, 1997.
- ATKINSON, M. M., COLEMAN, W. D. Strong States and Weak States; sectoral policy networks in advanced capitalist economies. *British Journal of Political Science*, n. 19, p. 47-67, 1989.
- BAER, M., CINTRA, M. A. M., STRACHMAN, E., TONETO JR., R. Os desafios à reorganização de um padrão monetário internacional. *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 4, p. 79-126, 1995.
- BIS – Bank for International Settlements. *65th Annual Report*. Basileia: BIS, 1995.
- _____. *68th Annual Report*. Basileia: BIS, 1995.
- BORRUS, M., TYSON, L.D., ZYSMAN, J. Creating advantage; how government policies shape international trade in the semiconductor industry. In KRUGMAN, Paul R., ed. *Strategic trade policy and the new international economics*. Cambridge, Mass.: MIT Press, 1986. p. 91-113.
- CALVO, G. A., LEIDERMAN, L., REINHART, C. M. Inflows of capital to developing countries in the 1990s. *Journal of Economic Perspectives*, v. 10, n. 2, 1996.
- CANUTO, O. *Processos de industrialização tardia; o “paradigma” da Coréia do Sul*. Campinas: UNICAMP. IE, 1991. (Tese, Doutorado).
- _____. *Brasil e Coréia do Sul; os (des)caminhos da industrialização tardia*. São Paulo: Nobel, 1994.
- _____, FERREIRA JR., H. M. Coréia do Sul e Taiwan; aspectos histórico-estruturais e de política industrial. In: SUZIGAN, W. (Coord.). *Reestruturação industrial e competitividade internacional*. São Paulo: SEADE, 1989. p. 341-411.
- CHESNAIS, F. A globalização e o curso do capitalismo de fim-de-século. *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 5, 1995.
- _____. *A mundialização do capital*. São Paulo: Xamã, 1996.
- CILINGIROGLU, A. *Manufacture of heavy electrical equipment in developing countries*. Baltimore: Johns Hopkins Press, 1969. (World Bank Staff Occasional Papers, n. 9).
- CORDEN, W. M. Relationships between macro-economic and industrial policies. *World Economy*, v. 3, n. 2, p. 167-84, 1980.

- DALUM, B., JOHNSON, B., LUNDVALL, B. Public policy in the learning society. In: LUNDVALL, B. (Ed.). *National systems of innovation; towards a theory of innovation and interactive learning*. London: Pinter, 1992. p. 296-317.
- DE GRAUWE, P. Exchange rate variability and the slowdown in the growth of international trade. *International Monetary Fund Staff Papers*, v. 35, n. 1, p. 63-84, 1988.
- DOSI, G. Institutions and markets in a dynamic world. *The Manchester School*, v. 56, n. 2, p. 119-46, 1988.
- _____, FREEMAN, C., FABIANI, S. The process of economic development; introducing some stylized facts and theories on technologies, firms and institutions. *Industrial and Corporate Change*, v. 3, n. 1, p. 1-45, 1994.
- _____, PAVITT, K., SOETE, L. *The economics of technical change and international trade*. London: Harvester Wheatsheaf, 1990.
- _____, SOETE, L. Technical change and international trade. In DOSI, G., FREEMAN, C., NELSON, R.; SILVERBERG, G., SOETE, L. (Org.). *Technical change and economic theory*. London: Pinter, 1988. p. 401-31.
- ECIB – Estudo da Competitividade da Indústria Brasileira. *Termo de Referência para as Análises da Indústria*. Referência CS 01/92. (Mimeo.).
- EICHENGREEN, B., ROSE, A. K., WYPLOSZ, C. Exchange market mayhem: the antecedents and aftermath of speculative attacks. *Economic Policy*, v. 21, n. 2, p. 251-312, 1995.
- _____, TOBIN, J., WYPLOSZ, C. Two cases for sand in the wheels of international finance. *The Economic Journal*, n. 105, 1995.
- FAGERBERG, J. A technology gap approach to why growth rates differ. *Research Policy*, v. 16, n. 2/4, p. 87-99, 1987.
- _____. Why growth rates differ. In: DOSI, G., FREEMAN, C., NELSON, R., SILVERBERG, G., SOETE, L. (Org.). *Technical change and economic theory*. London: Pinter, 1988. p. 432-57.
- FLOOD, Robert P., ROSE, Andrew K. Fixing exchange rates; a virtual quest for fundamentals. *Journal of Monetary Economics*, v. 36, p. 3-37, 1995.
- FRANKEL, J. A. Measuring international capital mobility; a review. *The American Economic Review*, v. 82, n. 2, 1992.
- _____. International financial integration; relations between interest rates and exchange rates. In: DAS, D. K. (Ed). *International finance; contemporary issues*. Routledge: Londres, 1993.

- FRANKEL, J. A., FROOT, K. *Exchange rate forecasting techniques, survey data, and implications for the foreign exchange market*. Washington, DC: International Monetary Fund, 1990. (Working Paper, 90/43).
- _____, _____. Using survey data to test standard proposition regarding exchange rate expectations. *American Economic Review*, v. 77, n. 1, p. 133-53, 1987.
- _____, ROSE, A. K. A survey of empirical research on nominal exchange rates. *NBER Working Paper*, n. 4865, Sept. 1994.
- FRIEDMAN, M. The case for flexible exchange rates. In: FRIEDMAN, M. (Ed.). *Essays in positive economics*. Chicago: Chicago University Press, 1953.
- GARBER, P., TAYLOR, M. P. Sand in the wheels of foreign exchange markets; a sceptical note. *Economic Journal*, n. 105, 1995.
- GOODHART, C. E. Dinâmicas financeiras privadas e o desafio às políticas dos bancos centrais. *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 4, 1995.
- HARVEY, J. T. The nature of expectations in the foreign exchange market; a test of competing theories. *Journal of Post Keynesian Economics*, v. 21, n. 2, , p. 181-200, 1998/99.
- _____. The international monetary system and exchange rate determination; 1945 to the present. *Journal of Economics Issues*, v. 29, n. 2, 1995.
- HOPPER, G. P. What determines the exchange rate; economics factors or market sentiment? *Federal Reserve Bank of Philadelphia Business Review*, p. 17-29, Sept./Oct. 1997
- IMF – INTERNATIONAL MONETARY FUND. *World Economic Outlook*, Washington, DC, Oct. 1995.
- ITO, T. Foreign exchange rate expectations; micro survey data. *American Economic Review*, v. 80, n. 3, p. 434-49, 1990.
- KANDIR, A. *A dinâmica da inflação; uma análise das relações entre inflação, fragilidade financeira do setor público, expectativas e margens de lucro*. São Paulo: Nobel, 1989.
- KREGEL, J. A. Global portfolio allocation, hedging, and september 1992 in the European Monetary System. In: DAVIDSON, Paul, KREGEL, Jean (Ed.). *Employment, growth, and finance; economic reality, and economic growth*. Aldershot: Edward Elgar, 1994.
- LIMA, M. L. *Instabilidade e criatividade nos mercados financeiros internacionais; condições de inserção dos países do grupo da América Latina*. Campinas: UNICAMP. IE, 1995. (Tese, Doutorado).

- LUNDVALL, B. Innovation as an interactive process; from user-producer interaction to the national system of innovation. In DOSI, G., FREEMAN, C., NELSON, R., SILVERBERG, G., SOETE, L. (Org.). *Technical change and economic theory*. London: Pinter, 1988. p. 349-69, 1988.
- LUNDVALL, B. Innovation, the organized market and the productivity slowdown. In: OECD – ORGANIZATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT. *Technology and productivity: the challenge for economic policy*. The Technology/Economy Programme. Paris: OECD, 1991. p. 447-57.
- MEESE, R. A. Currency fluctuations in the Post-Bretton Woods Era. *Journal of Economic Perspectives*, v. 4, n. 1, p. 117-31, 1990.
- _____, ROGOFF, K. Empirical exchange rate models of the seventies; do they fit out of sample? *Journal of International Economics*, v. 14, n. 1-2, p. 3-24, 1983.
- NEELY, C. J. Technical analysis in the foreign exchange market; a Layman's guide. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, p. 23-38, Sept./Oct. 1997.
- PLIHON, D. A ascensão das finanças especulativas. *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 5, 1995.
- PORTER, M. E. *A vantagem competitiva das nações*. Rio de Janeiro: Campus, 1993.
- POSSAS, M. S. *Concorrência e competitividade: notas sobre estratégia e dinâmica seletiva na economia capitalista*. Campinas: UNICAMP. IE, 1993. (Tese, Doutorado).
- ROSE, A., SVENSSON, L. E. O. European exchange rate credibility before the fall. *European Economic Review*, v. 38, n. 6, p. 1185-1216, 1994.
- ROSENBERG, N. Science and technology in the twentieth century. In: DOSI, G., GIANNETTI, R., TONINELLI, P. A. (Ed.). *Technology and enterprise in a historical perspective*. Oxford: Clarendon Press, 1992. p. 63-97.
- SCHULMEISTER, S. "Are banks" speculative profits at the expense of traders? A replay. *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, n. 174, p. 371-6, 1990.
- SHIMADA, H. "Humanware", technology and industrial relations. In: OECD - ORGANIZATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT. *Technology and productivity; the challenge for economic Policy*. The Technology/Economy Programme. Paris: OECD, 1991. p. 459-470.
- SOETE, L. National support policies for strategic industries; the international implications. In: OECD – ORGANIZATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT. *Strategic industries in a global economy; policy issues for the 1990s*. Paris: OECD, 1991. p. 51-80.

- SPIEGEL, M. M. Sterilization of capital inflows through the banking sector: evidence from Asia. *Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Review*, n. 3, 1995.
- STOCKMAN, A. C. New evidence connecting exchange rates to business cycles. *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly*, v. 86, n. 2, p. 73-89, 1998.
- STRACHMAN, E. *Estrutura de mercado, competitividade e políticas para as indústrias internacional e brasileira de bens de capital sob encomenda para o setor elétrico*. Campinas: UNICAMP. IE, 1992. (Dissertação, Mestrado).
- _____. *A importância da política industrial para a competitividade industrial e econômica e as relações desta política com a macroeconomia; um artigo-resenha*. Campinas [s.n.] 1995. (Mimeo.)
- TAYLOR, M. P., ALLEN, H. The use of technical analysis in the foreign exchange market. *Journal of International Money and Finance*, v. 11, n. 3, p. 304-14, 1992.
- TORRES FILHO, E. T. *A economia política do Japão; reestruturação econômica e seus impactos sobre as relações nipo-brasileiras (1973-1990)*. Rio de Janeiro: UFRJ. IEI, 1991. (Tese, Doutorado).
- TYSON, L. D. *Who's bashing whom?; Trade conflict in high-technology industries*. Washington, D.C.: Institute for International Economics, 1992.
- WATANABE, S. Work organization, technical progress and culture. In: FORAY, D., FREEMAN, C. (Ed.). *Technology and the wealth of nations; the dynamics of constructed advantage*. London: Pinter, 1993. p. 353-72.
- WILLIAMSON, J., MAHAR, M. A survey of financial liberalization. *Essays in International Finance*, n. 211, 1998.
- YAMAMURA, K. Caveat emptor; the industrial policy of Japan. In KRUGMAN, P.R. (Ed.). *Strategic trade policy and the new international economics*. Cambridge, Mass.: MIT Press, 1986. p. 169-209.