



# Texto para discussão

268

**A economia política da  
apreciação cambial no Brasil:  
comentários estruturalistas à luz  
da experiência histórica das  
décadas de 1920 e 1990**

**Pedro Paulo Zahluth Bastos**

**Abril 2016**

Instituto de Economia  
UNICAMP

# **A economia política da apreciação cambial no Brasil: comentários estruturalistas à luz da experiência histórica das décadas de 1920 e 1990**

**Pedro Paulo Zahluth Bastos\***

## **Resumo**

O artigo discute o conceito de Doença Holandesa e os problemas associados a ele tendo por referência as décadas de 1920 e 1990 no Brasil, com especial ênfase sobre os interesses econômicos e políticos atendidos pela apreciação cambial, a despeito de seus efeitos negativos potenciais sobre crescimento econômico, investimento industrial e balança comercial.

## **Abstract**

The paper discusses the concept of Dutch Disease and some economic problems associated with it, taken account of Brazilian's currency appreciation in the 1920's and 1990's, highlighting the economic and political interests satisfied by the declining exchange rate, despite its potentially negative effects on economic growth, industrial investment and trade balance.

**Palavras-chave:** Doença Holandesa; Especialização comercial; Desindustrialização.

**JEL** G28, O16, O19.

## **Introdução**

O conceito de Doença Holandesa se refere à perda de competitividade e retração do setor industrial holandês resultante da apreciação cambial trazida, na década de 1960, pelas exportações de gás natural explorado no Mar do Norte. A benção que a descoberta de recursos naturais abundantes podia representar mostrou-se mais ambígua do que parecia. A importância crescente da indústria de extração, refino e distribuição de gás conviveu com a regressão da diversificação industrial não apenas em ramos intensivos de trabalho, mas inclusive em ramos intensivos em capital e tecnologia, o que limitou a geração de valor agregado e o ritmo de incorporação de ganhos de produtividade na indústria de transformação. Na década de 1970, porém, a participação das manufaturas nas exportações recuperou-se parcialmente, de modo que a Doença Holandesa foi muito mais crônica e grave em outro país banhado pelo Mar do Norte, a Inglaterra (Rowthorn; Wells, 1987).

---

\* Professor Associado (Livre-Docente) do Instituto de Economia da Unicamp.

O que nem sempre se fala é que os países adoentados podem ser amaldiçoados não tanto pela geologia, mas pela economia política. Visões do problema que enfatizam variações de preços relativos de exportações com frequência abstraem a possibilidade de que a política econômica mitigue a tendência de apreciação cambial com aquisição de reservas cambiais, regulamentação dos mercados de câmbio (spot e futuro) e impostos sobre as *commodities* exportadas. Assim, a apreciação cambial é em certo grau uma escolha de política econômica, tanto quanto um resultado tendencial da mudança de preços relativos. Afinal, se a Doença Holandesa normalmente prejudica interesses econômicos vinculados à indústria de transformação e outros ramos produtores de bens *tradable*, ao mesmo tempo ela favorece interesses associados à apreciação cambial, com efeitos distributivos nítidos que reforçam, temporariamente, a popularidade de governos capazes de entregar a promessa da “moeda forte”. O que precisaria ser explicado é o desinteresse de seus governos em executar políticas que, diante da abundância de reservas cambiais, 1) evitem a apreciação cambial excessiva, e 2) usem parcela dos recursos fiscais e cambiais crescentes para estimular investimentos em diversos ramos da indústria de transformação, e não apenas os *booming sectors* e o consumo corrente de governo e famílias (Karl, 2007; Di John, 2006).

Ademais, existe a possibilidade de que a apreciação cambial não resulte propriamente de uma melhoria de termos de intercâmbio, mas de uma conjuntura de expansão da liquidez internacional que determine influxos de capital e/ou o financiamento de posições especulativas nos mercados de câmbio. Isto torna a postura política do governo em relação à abertura financeira e à apreciação cambial ainda mais relevante para determinar o contágio da doença holandesa<sup>1</sup>.

A possibilidade de que o Brasil tenha experimentado uma espécie de doença holandesa desde a abertura financeira e comercial da década de 1990 ainda é objeto de debates calorosos na academia brasileira. De um lado, Bresser-Pereira (2009) argumenta que 1) haveria evidências fortes de que a apreciação cambial resultou da inflação das *commodities* exportadas nas últimas décadas e que 2) tal apreciação determinou o declínio de investimentos em ramos industriais competitivos com importações baratas. De outro lado,

---

(1) Para os ciclos de liquidez no caso brasileiro, ver Coutinho e Belluzzo (1996, 1998); Bastos (2003); Biancarelli (2007, 2010); Rossi (2015). Sobre os ciclos globais de liquidez, ver Takáts e Vela (2014); Mohanty (2014); Miranda-Agrippino e Rey (2015); Rey (2015, 2016) e Reinhart et al. (2016).

Santos et al. (2015) argumentam que não há evidências empíricas de que as variações da taxa de câmbio tenham resultado na desindustrialização presumida pelos partidários da hipótese de doença holandesa aplicada ao Brasil, uma vez que a elasticidade-câmbio das importações é baixa.

Um problema desses estudos é que, nas duas décadas, a maior parte da apreciação real da moeda brasileira ocorreu antes da melhoria dos termos de intercâmbio, ou seja, concentrou-se no segundo semestre de 1994 e, na década seguinte, entre junho de 2004 e agosto de 2008. Isso confere ainda maior importância à avaliação das condições de liquidez internacional e ao modo como a política econômica reagiu a elas<sup>2</sup>.

Independentemente do motivo da apreciação cambial, outro problema é o debate entre surdos, ou seja, o fato de que os dois estudos falam de questões diferentes. Bresser-Pereira (2009) aborda a competição de importações baratas como determinante seja da retração de ramos competitivos com importações, seja do bloqueio à diversificação interna da estrutura industrial em direção a ramos competitivos. Santos et al. (2015) argumentam que as importações são pouco influenciadas por variações da taxa de câmbio porque se concentram em bens de “de alto conteúdo tecnológico e correspondem a cadeias produtivas que sequer foram efetivamente instaladas no âmbito nacional, como a química fina ou *microchips* e semicondutores ou produtos inseridos nas cadeias globais de valor cujas importações e exportações dependem principalmente das estratégias de empresas transnacionais e da maneira como as empresas nacionais se inserem nestas cadeias”<sup>3</sup>.

O argumento de Santos et al. (2015) é que, como a estrutura industrial sequer avançou em direção aos ramos nos quais suas importações passaram a se concentrar na década de 1990, o aumento das importações tende a ser complementar à estrutura existente, de modo que as importações são elásticas à variação da produção industrial e não à variação cambial. Em outras palavras,

---

(2) É verdade que os termos de intercâmbio voltaram a melhorar em 2010 depois da crise financeira de 2008, mas a taxa de câmbio real voltou a cair a partir de março de 2009 antes de qualquer melhoria dos termos intercâmbio, continuando a cair apenas até o piso de julho de 2011, sem que tenha superado em demasia o recorde de agosto de 2008.

(3) “Em contraste com os trabalhos anteriores, foi adotada uma interpretação estruturalista dos resultados. Tal como Tavares (1972) em sua clássica análise do processo de substituição de importações, argumenta-se aqui que a baixa elasticidade-câmbio das importações totais reflete fundamentalmente deficiências da estrutura produtiva nacional... Note-se que essas deficiências não foram atribuídas a um suposto processo de desindustrialização – em contraste, por exemplo, com Bresser-Pereira (2012).” (Santos et al, 2015, p. 6-7).

produção industrial e importações tendem a aumentar e diminuir ao mesmo tempo, ao invés de expulsarem uma à outra em um jogo de soma-zero.

Como argumentado por Bastos (2012a, 2015), o enfoque novodesenvolvimentista parece supor de antemão a capacidade de diversificação da estrutura produtiva brasileira para quaisquer ramos industriais, desde que o movimento da taxa de câmbio real assim determine. Essa hipótese desconsidera um ponto essencial nas obras do estruturalismo de Celso Furtado (1973, 1976, 1987, 1998): a estrutura de propriedade de capitais e o sistema de decisões que lhe corresponde são controlados por corporações multinacionais, isto é, os ramos industriais mais modernos são controlados no Brasil por filiais que operam segundo uma divisão internacional do trabalho comandada pela corporação global. Aliás, a corporação multinacional é proprietária de tecnologias, marcas, canais de distribuição e formas de organização global de cadeias de produção que não são facilmente acessíveis nem facilmente imitáveis por novos competidores.

Ademais, *history matters* e seus resultados não podem ser revertidos com alterações simples de preços relativos. Além do impacto diferenciado da crise da dívida externa na Ásia e na América do Sul na década de 1980, há fatores geopolíticos que contribuíram historicamente para a concentração de investimentos industriais por filiais e empresas nacionais independentes ou subcontratadas localizadas na Ásia em desenvolvimento desde a década de 1980. De fato, a decisão de localização de ramos e cadeias industriais apresenta uma forte dependência da trajetória na economia global. A existência de capacidade ociosa instalada para exportações, economias de escala e de aglomeração, vantagens logísticas e um mercado consumidor gigante e dinâmico na Ásia tornam a dinâmica da taxa de câmbio ou os custos unitários do trabalho pouco relevantes para deslocar investimentos das filiais para instalar, no Brasil, os novos ramos industriais nos quais se concentram nossas importações, sejam oriundas da Ásia em desenvolvimento ou das unidades e atividades centrais mantidas nas regiões de origem das corporações multinacionais. Outrossim, os requisitos financeiros e tecnológicos nos ramos de atividade intensivos em tecnologia na química fina, microeletrônica e biotecnologia parecem estar além dos horizontes de diversificação tecnológica, risco financeiro e ambição empresarial das unidades empresariais de capital majoritariamente brasileiro.

Na mesma linha, Diegues (2015) argumenta que o problema da estrutura industrial no Brasil resulta de uma Doença Brasileira: o fato de que as unidades produtivas locais se adaptaram *estruturalmente* à divisão internacional do trabalho industrial construída desde a década de 1980 com a redistribuição da indústria em cadeias produtivas regionais ou globais, passando a importar bens de capital, partes, peças e componentes especializados para montagem industrial dos bens finais no Brasil. Com isso, uma desvalorização cambial pode deprimir severamente a rentabilidade industrial no Brasil ao encarecer importações insubstituíveis e passivos externos, mesmo que reduza o custo unitário do trabalho em dólares, sem induzir qualquer movimento de diversificação estrutural na indústria brasileira. Na mesma direção, Celio Hiratuka (2015) documentou inclusive que a adaptação microeconômica no Brasil à apreciação cambial e à queda dos preços internacionais de bens manufaturados envolveu não apenas aumentar o coeficiente de insumos importados, mas, em alguns casos, simplesmente importar e distribuir internamente produtos finais, objetos de suas próprias estratégias de subcontratação no exterior ou não.<sup>4</sup>

De fato, ao contrário do que enfatizam Santos et al. (2015), o aumento das importações não envolveu apenas produtos complementares, mas também a substituição de produção local por importações. Ademais, exportações industriais brasileiras também foram deslocadas de mercados regionais, particularmente na América do Sul (Bastos, 2012b). Nesse sentido, embora o enfoque novodesenvolvimentista pareça exagerar a importância da taxa de câmbio e da relação câmbio/salários e abstraia determinantes menos variáveis e mais estruturais para o investimento industrial no Brasil, não se pode descartar que variações do câmbio real também tenham alguma importância, seja para prejudicar ramos competitivos com importações (ou exportações para terceiros mercados), seja para contribuir para bloquear a diversificação da estrutura industrial em direção a ramos competitivos.

Se é assim, a economia política da apreciação cambial é importante. Como questionava Furtado (1961, 1972, 1974), o subdesenvolvimento não se caracteriza por aspectos culturais que se expressam, por exemplo, na preferência local por um modelo de consumo e, especificamente, por marcas controladas por corporações multinacionais originárias dos antigos países

---

(4) Sobre esse processo e sua relação com a hipótese de desindustrialização, ver Arend (2015) e Mattos (2015).

centrais, que emanam a identidade cultural e o pertencimento a um estilo de consumo global? O barateamento de produtos importados e viagens internacionais não cativa o consumidor periférico e não estimula sua percepção de bem-estar individual? Isso não está mais próximo de uma Doença Brasileira do que de uma Doença Holandesa?

Há um relativo consenso que o mercado de bens de consumo duráveis de massa surgiu nos Estados Unidos da América nos anos 1920, penetrando no Brasil como consumo importado pela elite já nesta década. É pouco questionável que a abertura comercial e a apreciação cambial dos anos 1990 facilitaram a difusão, no Brasil, da nova canastra de consumo característica da revolução tecnológica da microeletrônica e das telecomunicações. As duas décadas são, portanto, momentos cruciais para avaliar a economia política da apreciação cambial<sup>5</sup>.

Para tratar o tema, o primeiro item, a seguir, faz esclarecimentos conceituais, alegando que as explicações neoclássicas sobre a Doença Holandesa devem ser descartadas em troca de caracterizações teóricas das economias capitalistas que enfatizam restrições de demanda, e não de oferta de recursos escassos, como as principais restrições à taxa de crescimento econômico. Sendo assim, argumenta-se também que os efeitos eventualmente desfavoráveis da expansão da demanda de exportações dos *booming sectors* sobre os demais setores de bens comercializáveis dependem do comportamento da taxa de câmbio e daí sobre a competitividade internacional, e não da pressão sobre recursos escassos; e, mais, que os efeitos líquidos podem ser favoráveis, desde que a perda de competitividade internacional gerada pela apreciação cambial não anule os efeitos multiplicador, acelerador ou riqueza das exportações dos *booming sectors* sobre a renda dos demais setores de bens comercializáveis. O segundo item discute a experiência histórica brasileira nos anos 1920 e 1990, quando a apreciação cambial e seus efeitos distributivos (o “populismo cambial”) foram um objetivo deliberado da política econômica, com algumas consequências desfavoráveis sobre a indústria manufatureira a despeito do crescimento localizado de *booming sectors*. O último item faz considerações finais.

---

(5) Sobre a difusão do modelo de consumo de massas na década de 1920, ver Frieden, J. (2006) e Durand (2015). Sobre o modelo de consumo difundido globalmente a partir da década de 1980, ver Featherstone (1990) e Bauman (2007).

## 2 A Doença Holandesa: esclarecimentos conceituais

A explicação neoclássica da Doença Holandesa é insatisfatória, ao depender de hipóteses heroicas como equilíbrio de pleno emprego, mobilidade plena de recursos escassos entre setores econômicos, e oferta de moeda exógena. Dados os supostos, a exploração de recursos naturais não retiraria a economia de sua trajetória natural de crescimento sob pleno emprego, apenas alteraria a composição do produto. O *booming sector* deslocaria recursos do setor produtor de bens comercializáveis por razões diretas e indiretas: diretamente, em razão da atração de recursos escassos; indiretamente, pelo aumento da demanda derivada do setor emergente sobre o setor de bens não-comercializáveis e sobre a oferta escassa de moeda. O setor de bens não-comercializáveis aumentaria sua oferta atraindo recursos escassos desde o setor produtivo estagnado, e aumentaria preços, o que prejudicaria a competitividade dos bens comercializáveis ao reduzir a taxa de câmbio real. O aumento da demanda de moeda pressionaria a oferta escassa e exogenamente determinada de moeda, levando a uma elevação da taxa de juros que também reduziria a taxa de câmbio real (Neary; Wijnbergen, 1986).

A conclusão neoclássica de que a exploração de recursos naturais apenas alteraria a composição do produto a pleno emprego não é convincente, e pode ser substituída com vantagens por caracterizações teóricas mais adequadas às economias capitalistas: primeiro, pelo princípio da demanda efetiva, ou seja, a hipótese keynesiana de que é o nível de demanda agregada que determina o nível de renda agregada sem qualquer tendência automática ao pleno emprego de recursos, independentemente da composição do produto (Keynes, 1936)<sup>6</sup>. Segundo, o princípio da reprodução ampliada do capitalismo,

---

(6) Para um argumento de que a composição do produto, particularmente a composição do produto industrial, também importa para a taxa de crescimento do produto, ver Kaldor (1966), Furtado (1967) e Thirlwall (2002), entre ampla bibliografia. Para os modelos de crescimento pós-keynesianos, ver Lavoie (2014, cap. 6). Para esclarecer desde logo o que se entende por crescimento estrangulado pela demanda, ao contrário de determinado pelo ponto de equilíbrio de maximização da oferta, leia-se Thirlwall (2002, p. viii e 81): “*In my view, neoclassical and ‘new’ growth theory is far too supply-oriented in its approach, not recognizing sufficiently the various constraints on demand long before supply constraints bite. In an open, developing economy one of the major constraints is the availability of foreign exchange to pay for imports, so that export growth which relaxes a balance of payments constraint on demand becomes a crucial determinant of overall growth performance... There are not many developing countries in the world that could not utilize resources more fully, and grow faster, given greater availability of foreign exchange. Within this framework, the main factors of production – labour and capital – are considered to be elastic to demand, and so too is productivity growth based on static and*



ou seja, a teoria de Marx de que a acumulação de capital repõe endógena e ciclicamente, em escala ampliada, tanto o volume de capital quanto de força de trabalho excedente, elevando o nível potencial de pleno emprego à medida que a própria demanda aumenta, embora este potencial também seja desperdiçado em crises cíclicas de demanda (explicadas pela descoordenação das decisões de gasto capitalista em meio à expansão desequilibrada: Marx, 1867). A explicação neoclássica não reconhece, enfim, a capacidade de geração endógena de meios de pagamento por meio do crédito e do multiplicador bancário, que torna a oferta de meios de pagamento elástica diante do aumento da demanda, o que não elimina e sim aumenta os riscos de crédito (Schumpeter, 1912; Minsky, 1986; Lavoie, 2014).

Nessas condições tipicamente capitalistas, restrições de oferta (desde que não envolvam escassez incontornável de infraestrutura e de instituições, ou incapacidade de importar produtos essenciais cuja substituição interna é inviável por motivos financeiros ou tecnológicos) tendem a ser superadas à medida que a demanda aumenta, de modo que é a demanda a principal restrição ao crescimento nas economias capitalistas (Thirlwall, 2002; Lavoie, 2014). É importante esclarecer que a estrutura produtiva e as instituições existentes podem impor *limites máximos* à taxa de crescimento sem restrições de balanço de pagamentos ou sem estrangulamento de infraestrutura, mas que os limites de demanda e de balanço de pagamentos tendem a se manifestar antes que esse limite máximo seja atingido (Thirlwall, 2011). Ademais, nas crises cíclicas em que a taxa de crescimento não apenas encontra um limite e desacelera, mas se torna negativa, há oferta *excedente* (e não escassez) de capacidade produtiva, trabalhadores, ativos financeiros ilíquidos e, eventualmente, reservas cambiais.

Sendo assim, o aumento da renda gerada pelo setor exportador de recursos naturais pode levar, pelos efeitos multiplicador, acelerador ou riqueza, a um aumento da demanda e da renda em outros setores de bens comercializáveis, sem estrangular seu crescimento pela falta de recursos

---

*dynamic returns to scale, captured by Verdoorn's Law... The view taken here is that it is a mistake to think of the natural rate of growth as exogenously determined. In other words, there is nothing natural about the natural rate of growth, just as there is nothing natural about the natural rate of unemployment (but that is another story). Both the growth of the labour force and productivity growth are positively related to demand or the actual rate of growth. The view that growth is primarily demand-driven, to which supply responds, does not mean, of course, that demand growth determines supply growth without limit; rather, that aggregate demand determines aggregate supply over a range of full employment growth rates, and that in most countries demand constraints tend to bite long before supply constraints are ever reached."*

produtivos ou monetários. Neste sentido, Albert Hirschman (1958) propôs um modelo para o crescimento industrial em países especializados na exportação de *commodities* primárias (não necessariamente minerais) no qual os encadeamentos a jusante e a montante da cadeia produtiva (*forward and backward linkages*), assim como encadeamentos fiscais e de consumo ativados pelas exportações, eram responsáveis direta ou indiretamente pela diversificação industrial. Na visão de Hirschman, é o crescimento da demanda por exportações, ainda que de modo desequilibrado, que induz reações que diversificam a estrutura produtiva.<sup>7</sup> Cardoso de Mello (1975), por sua vez, argumentou que, no caso da economia exportadora capitalista brasileira antes de 1930, não apenas a *demanda* interna por produtos industriais era gerada pelo setor exportador, como também o era em larga escala a própria *oferta* de capitais, mão-de-obra e capacidade de importar insumos e máquinas<sup>8</sup>.

Isso não quer dizer que a produção de bens comercializáveis não possa ser prejudicada por um *boom* de *commodities* semimanufaturadas ou primárias, mas que o prejuízo não tende a ocorrer por causa da realocação de recursos reais e monetários escassos em uma economia que se equilibra a pleno emprego. O prejuízo pode ocorrer, na margem, por causa da apreciação cambial e seu efeito sobre a competitividade do setor de comercializáveis *non-commodities*, ou seja, sobre sua capacidade de competir internacionalmente para *atender à demanda* interna e externa. Pois ainda que a expansão da renda gerada pelo setor exportador induza a demanda por bens comercializáveis, o efeito líquido de estímulo à oferta interna desses bens depende da perda de competitividade internacional gerada pela apreciação cambial. Em graus diferentes, economias tão diferentes como Inglaterra, Venezuela e Líbia, dentre outras, foram afetadas pela Doença Holandesa em diferentes momentos<sup>9</sup>.

Antes de prosseguir, cabe enfatizar dois aspectos. Primeiro, a desindustrialização associada à Doença Holandesa não se confunde com o ganho de importância do setor de serviços que acompanha o aumento da renda per capita e da produtividade industrial em países altamente desenvolvidos:

---

(7) Precusores da análise de Hirschman foram Harold Innis (1930), Douglass North (1955) e Charles Teiboud (1956).

(8) Mais tarde, Wilson Suzigan (1986) avaliou as origens da diversificação industrial brasileira com uso explícito do esquema teórico de Hirschman.

(9) Celso Furtado (1957) analisou o caso venezuelano no final da década de 1950, de modo que seria mais preciso dizer, na década de 1970, que a Holanda estava sofrendo uma Doença Venezuelana do que o contrário, como é típico hoje.

trata-se sim de um grau *adicional* de desindustrialização que acompanha conjunturas duradouras de apreciação cambial em países com graus diferentes de industrialização (Palma, 2005). Segundo, o efeito da Doença Holandesa sobre a competitividade industrial não precisa resultar de um *boom* de recursos naturais. Embora este seja o significado original do conceito, o mesmo efeito negativo sobre a competitividade pode ser produzido por outros fatores que reduzam o câmbio real, como inflação interna não repassada para o câmbio nominal (como Argentina na década de 1990), importações massivas de capitais (como a América Latina na década de 1990), e *boom* de exportações de serviços, como turismo (no caso da Grécia, por exemplo) e serviços financeiros (no caso da própria Inglaterra, ou de Suíça, Luxemburgo e Hong Kong). Por outro lado, enquanto a apreciação cambial afeta a competitividade nos mercados interno e externo, a redução súbita da proteção efetiva graças a cortes de tarifas alfandegárias e outras barreiras tende a reduzir a competitividade no mercado interno, o que também pode levar à desindustrialização. No caso brasileiro, aliás, a abertura comercial radical iniciou-se em 1990, mas a apreciação cambial concentrou-se no segundo semestre de 1994, consolidando efeitos da abertura que já vinham se verificando sobre a estrutura industrial.

## **2 A economia política da Doença Holandesa: a experiência histórica no Brasil**

A experiência da economia brasileira nos anos 1920 e 1990 ilustra a sedução e os riscos da apreciação cambial. Nas duas décadas, por motivos diferentes, uma apreciação cambial súbita e significativa limitou o impacto sobre o crescimento da renda agregada que oportunidades setoriais localizadas de expansão traziam. Nos dois casos, a apreciação cambial foi um objetivo deliberado pela política econômica, com finalidades redistributivas. Depois de crises dolorosas do balanço de pagamentos, tratava-se de reverter alguns de seus efeitos sobre a renda real do governo e das famílias, e usufruir de popularidade temporária enquanto a apreciação cambial pudesse ser mantida. Nas duas conjunturas, o “populismo cambial” acabou a contragosto dos governos, quando crises do balanço de pagamentos ajustaram a taxa de câmbio em 1930 e 1999<sup>10</sup>.

---

(10) Para o que se segue, o apoio é Bastos (2003, 2008).

A economia brasileira experimentou uma crise aguda de balanço de pagamentos no início da década de 1920, depois que o *Federal Reserve* de Nova Iorque elevou juros para conter exportações de capital que reduziam suas reservas metálicas e ameaçavam a paridade-ouro do dólar. Na época, a libra-esterlina começava a abandonar o centro do padrão-ouro, e o *Federal Reserve* precisava zelar pela reputação do dólar se quisesse que *Wall Street* substituísse a *City* de Londres como centro financeiro global. A nova política monetária do centro do sistema transmitiu, internacionalmente, elevações em cadeia das taxas de juros, provocando uma recessão mundial que diminuiu preços de *commodities* primárias e atraiu capitais para longe de países periféricos. Como o Brasil era uma economia dependente dos preços do café e da rolagem de empréstimos externos, a reversão súbita do mini-boom no imediato entre-guerras trouxe-nos os sofrimentos típicos: queda da renda real graças à inflação dos preços de bens de consumo, insumos e equipamentos importados; aumento do valor, em moeda local, da dívida externa e seus serviços, provocando crise fiscal, crises bancárias, prejuízo a filiais estrangeiras e novas fugas de capitais que repunham a crise cambial e financeira.

Embora a depreciação cambial tivesse um impacto positivo sobre a renda do setor exportador e compensasse em parte a queda do preço das *commodities* (o que Furtado chamou de “socialização das perdas”), a crise não era do agrado do governo federal. A “socialização das perdas” não era um objetivo de política econômica, e ocorria como subproduto de uma crise cambial incontrolável. Pelo contrário, o governo federal tinha um interesse direto na estabilidade cambial, uma vez que o impacto fiscal negativo da depreciação cambial, em vista do peso dos serviços da dívida externa no orçamento, tornava difícil conciliar as solicitações diversas que a “Política dos Governadores” fazia sobre o gasto federal. Além disto, credores externos, empresas de serviços públicos urbanos, o comércio importador, famílias abastadas e camadas médias urbanas consumidoras de produtos importados, e filiais estrangeiras sofriam os impactos distributivos da crise cambial e formavam um bloco político favorável à recuperação do valor da moeda nacional (Furtado, 1959, cap. 29; Bastos, 2008).

A receita de saída da crise era conhecida publicamente pelo menos desde que Campos Salles negociou o *Funding Loan* com o banco londrino Rothschild & Sons em 1898. Em troca do reescalonamento da dívida para prazos mais longos, cabia *contractar a oferta de moeda e crédito* para reduzir o nível de atividade e as importações e, assim, aumentar o saldo comercial

disponível para o serviço da dívida; *gerar superávits fiscais*, por meio de elevação de impostos e corte de gastos, para destinar recursos excedentes para o serviço da dívida; tolerar e estimular a *apreciação cambial* para baratear o custo da dívida externa e induzir novas entradas de capital, se possível revertendo a depreciação cambial trazida pela crise financeira. A receita ortodoxa provocava desemprego urbano, crise industrial, queda da renda exportadora em mil-réis, e falências bancárias, mas se esperava que a recuperação da credibilidade financeira do país e a apreciação cambial (com aumento resultante dos tributos sobre importações) relaxassem, com o tempo, o arrocho fiscal e creditício impopular. Na década de 1920, as presidências Artur Bernardes-Washington Luís repetiram o enredo Campos Salles-Rodrigues Alves até que o Brasil voltou ao padrão-ouro e à expansão do crédito. A recuperação do crédito externo também permitiu financiar amplo programa de estocagem e valorização do café, aumentando as receitas de exportações e contornando temporariamente o desequilíbrio externo.

Se a recuperação dos preços da *commodity* poupou os produtores de café dos efeitos distributivos da apreciação cambial, não poupou o setor industrial:

As importações de bens não-duráveis de consumo cresceram a uma taxa anual de quase 15% entre 1921 e 1928; as de bens duráveis cresceram ainda mais rapidamente... Se a produção industrial tivesse atendido proporcionalmente a demanda crescente, a taxa anual de crescimento da indústria entre 1922 e 1926 teria atingido 8% (Fishlow, 1972, p. 25).

Se a maioria dos ramos industriais praticamente estagnou, a apreciação cambial, é claro, não desagradava a todos. É então que surgem no mercado brasileiro, “em 1922, os novos produtos e suas respectivas mensagens: o aspirador de pó Premier Duplex da GE... a Kodak... o pó de arroz Lady... anúncios (que) trazem uma revelação interessante: a participação dos produtos americanos no mercado brasileiro não se restringia apenas ao automóvel, mas se estendeu aos eletrodomésticos, que moldam todo um estilo de vida”<sup>11</sup>.

Além de facilitar a difusão dos novos bens de consumo no mercado brasileiro, a apreciação cambial contribuiu para os esforços do governo para atração de filiais que substituíssem parcialmente importações de aço e cimento.

---

(11) Arruda (2004, p. 115-116). Sobre as importações de bens de consumo e as mudanças no estilo de vida na década de 1920, ver especialmente as obras de Sevckenko (1992, 1998) sobre São Paulo e Rio de Janeiro.

De fato, recursos cambiais abundantes foram usados, em parte por causa de incentivos governamentais, para estimular a diversificação industrial: a internalização da pequena indústria do aço (Belgo-Mineira) e do cimento (Portland) contribuiu, mais tarde, para a resposta ativa da economia brasileira ao estrangulamento da demanda externa e da capacidade de importar na década de 1930 (Aureliano, 1977; Suzigan, 1986). O mesmo pode ser dito da década de 1990?

\*\*\*

Na década de 1990, além dos efeitos distributivos característicos sobre a inflação e a renda real dos consumidores, a apreciação cambial foi justificada como meio de reforçar a pressão competitiva que modernizaria a indústria brasileira, reduzindo a diversificação (horizontal e vertical) e margens de lucro excessivas, e levando empresas (nacionais e filiais) a abandonar o descaso com ganhos de produtividade que seria, presumidamente, inerente ao modelo protegido de substituição de importações<sup>12</sup>. Embora a abertura comercial e a queda da taxa de câmbio real começassem antes, a pressão competitiva foi acelerada para sustentar a estabilização da inflação com o Plano Real: de fato, o cronograma de abertura comercial foi acelerado no 2º semestre de 1994 “como meio de evitar a transmissão para os preços das pressões de custo e de demanda que se manifestavam” (Bacha, 1997, p. 43).

O financiamento das importações seria garantido pela renegociação da dívida externa concluída em 1993 e pela forte entrada de capitais que afluía para os chamados “mercados emergentes”, desde que programas liberalizantes e privatizações foram iniciados. Além disto, economistas do governo alegavam que a abertura comercial modernizaria a economia também por atrair novos investimentos diretos *greenfield* de empresas interessadas em *outsourcing*, que não apenas financiariam déficits correntes como melhorariam a produtividade do sistema, contribuindo para melhoria posterior do saldo comercial. Assim, afirmava-se ser possível manter a pressão competitiva trazida pela apreciação

---

(12) Gustavo Franco, então diretor no Banco Central, dizia em 1995 que “...ao abster-se de intervir no mercado de câmbio, o BC permitiu, como se esperava, e como não poderia deixar de acontecer, uma apreciação nominal da taxa de câmbio. Tratava-se de ir além de uma ‘âncora cambial’ na medida em que se criava uma pressão deflacionária no universo de mercadorias e serviços com seus preços associados ao dólar...A deflação no câmbio, bem como em diversos outros preços determinados em mercados competitivos, produziu um choque de expectativas que se revelou fundamental, nas primeiras semanas do Plano Real” (Franco, 1995, p. 59).

cambial por mais tempo, com os ganhos de renda real e eficiência resultantes (Franco, 1996).

Depois da transição para a nova moeda em 1994, a taxa de câmbio apreciada continuou a ser usada como recurso de controle dos preços domésticos durante todo o primeiro mandato de Cardoso. É verdade que, depois da crise do México, transitou-se para um regime de bandas cambiais, em que o Banco Central corrigia a taxa de câmbio com depreciações nominais que pouco compensavam a apreciação do início do Plano Real (seguindo ritmo claramente maior que a inflação corrente apenas em 1997). O BC esforçava-se para manter controle sobre um ritmo de depreciação que não reduzisse a pressão competitiva das importações, recorrendo a elevações bruscas da taxa Selic, aumento de depósitos compulsórios e incentivos à entrada de capitais sempre que ataques especulativos ameaçassem o limite superior do regime de bandas (cf. Filgueiras, 2000; Prates, 2000). A decisão do governo Cardoso de não reverter a apreciação inicial do Real foi justificada em vários textos de Gustavo Franco, executor da política cambial e, a partir de setembro de 1997, presidente do Banco Central; deixava-se claro que a taxa de câmbio verificada era necessária para reforçar a pressão competitiva promovida pela abertura comercial sobre preços internos, aumentando a produtividade empresarial e a renda real dos consumidores:

...a indução (à produtividade) tem viés deflacionista, pois o repasse pode beneficiar o consumidor se a maior eficiência é repassada aos preços e se a manutenção da competição estrangeira impede o uso de margens de lucro para a geração de lucros extraordinários retidos para fins de investimento...A abertura é a base para a construção de um novo modelo de crescimento...a abertura se tornou um causa progressista em oposição ao protecionismo que busca suas justificativas em ideias nacionalistas e em grupos de pressão comprometidos com os velhos processos da substituição de importações e a exploração de maiorias por minorias organizadas e politicamente influentes” (Franco, 1996, p. 42-44).

Franco e outros seguiam alegando que a nova taxa de câmbio devia reforçar a disciplina alocativa de recursos de maneira “natural” (sem proteção artificialista) e, em si mesma, a nova taxa não produzia nem manifestava qualquer “desequilíbrio” cambial; era uma taxa de equilíbrio determinada pela abundância de capital externo disponível para os países em desenvolvimento e, sobretudo, por um novo modelo de crescimento econômico sustentado em aumentos de produtividade. Estes aumentos eram, a um tempo, consequência e

causa da nova taxa de câmbio: a apreciação cambial reforçara o poder “purificador” da abertura comercial e da atração de investimentos no sentido de induzir ganhos de produtividade; os ganhos de produtividade e a atração de investimentos sustentariam a nova taxa de câmbio apreciada e, com ela, a estabilidade de preços e a pressão competitiva inerente à liberalização de importações (Franco, 1996; Resende, 1996).

Muito se discutiu sobre a concordância ou não do presidente Cardoso com as teses defendidas pelo diretor do Banco Central (cf. Safatle, 1996; Pinto, 1996). Na prática, o diretor não apenas continuou conduzindo a política cambial depois da crise do México como passou à Presidência do Banco Central em setembro de 1997, dirigindo o BC com tamanha garantia de autonomia (coerente com sua visão da política cambial e monetária) que, ao perdê-la (em suas palavras) decidiu demitir-se em janeiro de 1999 (Franco, 1999). Antes disto, a convergência, senão teórica pelo menos prática, era ampla: o presidente Cardoso não somente conferia autonomia à gestão do Banco Central mesmo diante de elevações da Selic politicamente amargas; ele frequentemente se referia à verdadeira “âncora” que sustentava o Real como sendo o aumento “revolucionário” de produtividade que a abertura comercial e o ajuste das estratégias empresariais teriam produzido<sup>13</sup>.

Na prática, sustentar a apreciação cambial foi mais difícil do que parecera de início, uma vez que a fragilidade financeira externa aumentou muito rapidamente ao longo do primeiro mandato de Cardoso (Belluzzo & Almeida, 2002; Carneiro, 2002; Lacerda, 2004). As entradas de capitais que apreciaram a moeda podiam ser revertidas abruptamente graças à liberalização financeira empreendida, havendo desproporção entre o volume de ativos financeiros em moeda local que podiam ser convertidos em dólar, a curto prazo, e o limitado “colchão de reservas” usado para defender a banda cambial. Não obstante isto, o governo perseverou em não perder o “viés deflacionista” da taxa de câmbio nas conjunturas de crise internacional que diminuía a credibilidade no regime cambial brasileiro (México, 1995; Ásia, 1997; Rússia,

---

(13) Prefaciando o livro de Franco (1995), Cardoso avisava que “para os críticos apressados do Real, a leitura do capítulo 5 é recomendável. Na análise das condições da ‘dolarização’, explicam-se os pressupostos para o êxito dos programas de estabilização e conversibilidade fixa. Vê-se, com clareza, que expedientes como juros altos e recessão não surtem efeitos positivos de médio prazo...”. No referido capítulo, os “pressupostos para o êxito” ficam claros, associando-se aos ganhos de produtividade trazidos pela pressão competitiva da abertura com apreciação cambial (Franco, 1995, p. 139-141).



1998), contando com políticas monetárias austeras mas esperando que, no futuro, a melhoria da competitividade empresarial e a permanente atração de filiais criassem bases de sustentação duradouras da posição externa do país (cf. Franco, 1995, 1996; Barros; Goldenstein, 1997).

A esperança se frustrava a cada vez que o déficit comercial aumentava, acompanhando a retomada do crescimento depois de cada crise. A abertura comercial forçou as empresas a realizarem penosas “reestruturações” administrativas e a incorporarem ganhos de produtividade materializados, sobretudo, em bens de capital e insumos importados, particularmente (mas não apenas) onde a propriedade estrangeira aumentou por investimentos novos ou fusões e aquisições (Laplane; Sarti, 2002). Mas a reação das empresas à abertura com apreciação cambial implicou mudanças na estrutura produtiva e no comércio exterior que manifestavam um aparente paradoxo: enquanto as empresas sobreviventes tornavam-se mais competitivas, a economia ficava mais vulnerável a choques externos e dependente de alto nível de importações, graças à perda de densidade das cadeias produtivas internas vinculada ao *outsourcing* empreendido (por empresas nacionais ou filiais) para defender, sobretudo, parcelas do mercado interno (cf. Bielchowsky, 1993; Miranda, 2001)<sup>14</sup>.

Assim, ao contrário de trazer um novo modelo de crescimento sustentado e duradouro, o Plano Real foi sucedido de ciclos curtos de *stop-go* induzidos por movimentos de política monetária destinados a defender a apreciação cambial de ataques especulativos; saindo de cada crise, a expansão ulterior da renda era limitada pelo “vazamento” para o exterior dos efeitos multiplicadores e aceleradores do gasto interno, com aumento mais que proporcional das importações; enquanto o déficit de serviços financeiros resultante do crescente passivo externo, aliado ao déficit com fretes, seguros e viagens internacionais, aumentava o déficit de transações correntes financiado em parte com um ciclo expansivo de IDEs; sujeito, porém, a reversões abruptas do movimento de capitais que forçavam o Banco Central a defender a taxa de

---

(14) As exportações, de fato, não acompanharam o surto de importações, concentrando-se em produtos intensivos em recursos naturais e mão-de-obra barata e perdendo participação, com algumas exceções, em produtos intensivos em tecnologia e escala, cujos mercados tendem a crescer mais do que o comércio mundial e onde valor agregado e produtividade são maiores. Como esperado pelos proponentes da abertura comercial, ela trouxe maior especialização na alocação de recursos; mas ao contrário do que afirmavam, ela aparentou-se mais àquilo que analistas chamaram de “especialização regressiva” em termos setoriais, macroeconômicos e da inserção comercial do país (Laplane; Sarti, 1997; Sampaio; Naretto, 2000; Carneiro, 2002).

câmbio apreciada, nas palavras de Cardoso ainda em início de mandato, através de “expedientes como juros altos e recessão (que) não surtem efeitos positivos de médio prazo” (Cardoso, 1995). O governo não foi capaz de defender-se do ataque especulativo iniciado depois da moratória russa embora não hesitasse em recorrer aos juros altos, preferindo não esperar que as reservas cambiais fossem esgotadas antes de admitir a derrota e deixar a moeda flutuar em janeiro de 1999, a contragosto do presidente do Banco Central<sup>15</sup>.

Mas a perda de controle do ritmo de desvalorização cambial se fez a contragosto do próprio presidente. Não há bases para afirmar que resultou de uma mudança de orientação ideológica da política econômica, nem de uma *opção* que refletisse um novo equilíbrio político entre “desenvolvimentistas” e “monetaristas”. Tendo em vista o episódio da demissão alguns meses depois do titular do Ministério do Desenvolvimento, Clóvis Carvalho, e a centralidade conferida pelo presidente à preservação da *credibilidade* da política econômica perante os mercados financeiros (associada à credibilidade do próprio ministro Malan), a balança continuou pendendo a favor das políticas consideradas necessárias pela Fazenda. O que se pode se afirmar que mudou foi a *crença* de que o ajuste cambial poderia ser feito mantendo o controle de seu ritmo. Como o presidente Dutra fizera muitos anos antes (Saretta, 1990), Cardoso reconheceria uma perda de ilusões quanto à inserção externa brasileira: admitiria que a escassez de capitais detonada pela crise da Rússia e a velocidade da perda de reservas o convencera da impossibilidade de manter a política cambial, apoiada *até então* na crença de que ganhos de produtividade e a

---

(15)Para Gustavo Franco, a despeito da velocidade e montante da perda de reservas cambiais que a política do BC na prática não fôra capaz de estancar, a defesa da apreciação cambial não foi vencida pelo ataque especulativo: ela foi “desmontada sem sangue, no plano da persuasão...abandonada porque muitas vozes influentes acreditavam que havia uma maneira de fazer as coisas mais fáceis”, convencendo o Presidente a reorientar as políticas de câmbio e juros (Franco, 1999, p. 293). Mas a hipótese de que o BC poderia vencer o ataque especulativo antes que as reservas fossem esgotadas é uma conjectura contrafactual que se mostrava mais distante à medida que a redução das reservas aumentava o próprio ritmo do ataque. O principal alvo político (e não *técnico*) de Franco era certamente José Serra, crítico interno da política cambial que publicara artigo recente denunciando a “armadilha da ilusão da oferta de divisas” que justifica “a tese de que políticas econômicas voltadas especificamente ao setor externo são desnecessárias, uma vez que as políticas monetárias ou fiscais podem dar conta perfeitamente do equilíbrio externo desejado” (Serra, 1998, p. 9).

abundância de capitais permitiriam a correção *lenta* do câmbio, preferível por evitar os riscos inflacionários de uma correção *brusca*.<sup>16</sup>

Em suma, o populismo cambial teve enorme custo sobre crescimento econômico e equilíbrio fiscal, uma vez que elevações da taxa de juros foram usadas para conter fugas de capital especulando a favor da depreciação cambial. Apreciação cambial e abertura comercial tornaram as empresas sobreviventes mais eficientes, mas seus ramos menos competitivos: todos sofreram deterioração do saldo comercial (exceto madeira, fumo, couro/peles e alimentos), verificando-se deterioração maior em ramos intensivos em tecnologia e escala (forte déficit em eletroeletrônicos e telecomunicações, química e bens de capital) e superávit comercial menor nos intensivos em recursos naturais, como siderúrgicos, metais não-ferrosos, papel e celulose (Laplane; Sarti, 1997; Sampaio; Naretto, 2000; Carneiro, 2002).). A perda de densidade das cadeias produtivas provocada pelo *outsourcing* empreendido para defender parcelas do mercado interno, por sua vez, tornou a economia menos dinâmica, em razão do “vazamento” para o exterior de parte dos efeitos multiplicador e acelerador do gasto. Enfim, a acumulação de déficits correntes e passivos externos acabou inviabilizando a preservação da taxa de câmbio apreciada em janeiro de 1999, depois da posse do presidente reeleito com a promessa de manter o “Real forte”.

---

(16) Nas palavras do presidente, ainda em fevereiro de 1999, a depreciação “...não demorou, como se fala. O que ocorreu é que havia abundância de capitais no mundo e a desvalorização podia ser feita lentamente, como vínhamos fazendo. A fonte, entretanto, secou com a crise de setembro (de 1998) na Rússia. Depois disso, tivemos que fazer o acordo com o FMI, buscar fundos, tomar as cautelas possíveis para fazer a desvalorização” (Cardoso, 1999). Em final de mandato, o presidente afirmaria que a depreciação não foi acompanhada de qualquer mudança no equilíbrio político do governo, uma vez que a maioria daqueles que sempre a defenderam já estavam fora do governo, e que perder a credibilidade do ministro Malan junto aos “mercados” estava absolutamente fora de questão: “Como todo mundo sabe, tenho um enorme respeito pelo Gustavo, gosto do Gustavo. Pedi inúmeras vezes ao Gustavo que me apresentasse propostas de uma aceleração maior no ajuste do câmbio. Mas ele tinha uma visão diferente. Achava que era questão de persistir e que os fluxos de capital voltariam. Aí eu decidi mudar. Sozinho, praticamente, porque os que podiam me ajudar na mudança estavam longe... O ministro Malan pediu demissão. Por escrito. Eu não concordei... É uma coisa que custa a gente admitir, uma inversão de uma das frases do Auguste Comte [os homens são cada vez mais dirigidos pelo passado]. Agora, é o contrário, somos dirigidos pelo futuro.... Pelas expectativas. Tem que haver credibilidade. E o Malan tem muita credibilidade dentro e fora do Brasil. As pessoas me diziam, fora do Brasil, apesar de tudo o que aconteceu: ‘Esse homem é sério’. Vocês imaginam o que vale isso no mundo de hoje? Malan tinha credibilidade e a manteve” (Cardoso, 2002). Sobre o governo Dutra, ver Saretta (1990) e Bastos (2003).

## Considerações finais

A depreciação cambial iniciada em meados de 2011 e acelerada em novembro de 2014 não trouxe, até hoje, a recuperação esperada das exportações de manufaturados. A queda das importações verificada durante a recessão iniciada em 2015, por sua vez, acompanhou a retração da produção interna e não parece indicar um movimento firme de substituição de importações. À luz dessa experiência, pode-se afirmar que a depreciação cambial não é condição suficiente para induzir a diversificação produtiva, sobretudo em ramos marcados por excesso de capacidade global. Não se pode descartar que seja condição necessária, contudo. Embora só se possa saber se é uma condição necessária caso a combinação entre proteção do mercado interno, política industrial e negociação com filiais estrangeiras encaminhe um dia um projeto de diversificação produtiva em direção aos ramos nos quais se concentram nossas importações, é provável que uma taxa de câmbio que aumente a competitividade-custo local contribua para tal projeto. Na dúvida, o mínimo que pode ser dito é que baratear permanentemente as importações complementares à estrutura produtiva não parece contribuir para substituí-las por produção local, mas que só vale encarecê-las se um projeto efetivo para as substituir estiver em marcha. Caso contrário, é melhor proteger o melhor interno de ramos competitivos com tarifas e apoiar suas exportações, quando necessário, com subsídios, do que contar com depreciações cambiais que aumentarão também o custo de importações complementares sem garantia de que serão substituídas por produção local.

Vimos que a entrada de capitais tem um efeito sobre a taxa de câmbio que independe da dinâmica dos termos de intercâmbio e responde às condições de liquidez no mercado internacional. É por isso que o controle de capitais (inclusive sobre operações nos mercados futuros de câmbio) é essencial para evitar a apreciação cambial e conferir maior autonomia para a política monetária (Bastos et al., 2006).

Por sua vez, o escândalo de corrupção na Petrobrás e a conjuntura de deflação dos preços do petróleo iniciada em setembro de 2014 expulsou da agenda política brasileira, pelo menos temporariamente, o tema da Doença Holandesa trazido à agenda pela exploração do Pré-Sal. Uma diferença básica entre o Brasil e outros países de renda média produtores de petróleo é que o Brasil domina o essencial das tecnologias de exploração, distribuição e refino do produto. Ademais, o petróleo do Pré-Sal tem *linkages* industriais para frente

e para trás da cadeia produtiva (máquinas e equipamentos, estruturas metálicas, transporte, refino, distribuição etc.) maiores do que a produção de café na primeira metade do século XX, e mesmo que os investimentos em telecomunicações na década de 1990.

Como naqueles períodos, contudo, a economia política da apreciação cambial, da regulação pública do setor e da tributação dos recursos naturais exportados vai influenciar o tipo de impacto das exportações sobre a estrutura produtiva. Até segunda ordem, a legislação proposta para explorar o Pré-Sal: 1) prevê direcionamento de parcela significativa dos recursos fiscais e cambiais gerados para estimular investimentos em educação, ciência e tecnologia, e 2) estipula política de encomendas com coeficiente elevado de internalização de bens de produção, para dinamizar a cadeia produtiva doméstica do petróleo. Para evitar que o termo Doença Brasileira substitua o similar holandês no mercado global de ideias que designam desastres econômicos, é fundamental evitar que uma segunda ordem se imponha na regulação pública da questão.

### **Referências bibliográficas**

ARENDDT, M. *A industrialização do Brasil ante a nova divisão internacional do trabalho*. IPEA, 2015. (Texto para discussão, 2105).

ARRUDA, M. A. N. *A embalagem do sistema: a publicidade no capitalismo brasileiro*. Bauru: Edusc, 2004.

AURELIANO, L. *No limiar da industrialização*. São Paulo: Brasiliense, 1977.

BACHA, E. *Plano Real: uma avaliação*. Artigo preparado para o *Fishlow Festschrift*, 1997.

BARROS, J. M.; GOLDENSTEIN, L. Avaliação do processo de reestruturação industrial brasileiro. *Revista de Economia Política*, v. 17, n. 2, jan./mar. 1997.

BASTOS, P. As aporias do liberalismo periférico: comentários à luz dos governos Dutra (1946-1950) e Cardoso (1994-2002). *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 21, dez. 2003.

\_\_\_\_\_. Ortodoxia e heterodoxia antes e durante a era Vargas: contribuições para uma economia política da gestão macroeconômica nos anos 1930. *Revista Economia*, Brasília, DF, v. 9, n. 4, p. 183-214, dez. 2008.

BASTOS, P. A economia política do novo-desenvolvimentismo e do social desenvolvimentismo. *Economia e Sociedade*, Campinas, v. 21, Número Especial, dez. 2012a.

\_\_\_\_\_. A economia política da integração da América do Sul no mundo pós-crise. *Observatório da Economia Global*, Campinas, Cecon-IE- Unicamp, 2012b. (Textos Avulsos, n. 10).

\_\_\_\_\_. Austeridade permanente? A crise global do capitalismo neoliberal e as alternativas no Brasil. In: Belluzzo e Bastos (2015).

\_\_\_\_\_; BIANCARELLI, A.; DEOS, S. Controle de capitais e reformas liberais: *uma comparação internacional*. *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 28, dez. 2006.

BAUMAN, Z. (2007). *Vida para consumo*. Rio de Janeiro: Zahar, 2008.

BCB. Nota para a Imprensa (13 jan. 1999): *Mudança na política cambial*. Brasília, 1999.

\_\_\_\_\_. *Sumário dos planos brasileiros de estabilização e glossário dos instrumentos e normas relacionados à política econômico-financeira*. Brasília, 2002.

\_\_\_\_\_. Relatório Anual 2002. *Boletim do Banco Central do Brasil*, Brasília, v. 38, 2003.

BELLUZZO, L. G. O declínio de Bretton Woods e a emergência dos mercados globalizados. *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 4, jun. 1995.

\_\_\_\_\_; ALMEIDA, J. S. *Depois da queda: a economia brasileira da crise da dívida aos impasses do Real*. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2002.

BELLUZZO; BASTOS. Austeridade para quem? Balanço e perspectivas do governo Dilma Rousseff. *Carta Maior*, São Paulo, Friedrich Ebert Stiftung, 2015.

BIANCARELLI, A. M. *Integração, ciclos e finanças domésticas: o Brasil na globalização financeira*. Tese (Doutoramento)–Instituto de Economia, Unicamp, Campinas, 2007.

\_\_\_\_\_. A abertura financeira no Brasil: um balanço crítico. In: CARNEIRO, R.; MARCOLINO, L. C. *Sistema financeiro e desenvolvimento no Brasil: do Plano Real à crise financeira*. São Paulo: Publisher Brasil e Editora Gráfica Atitude, 2010.

BIELSCHOWSKY, R. Adjusting for survival: domestic and foreign manufacturing firms in Brazil in the early 1990s. In: ESTUDO da Competitividade da Indústria Brasileira. Campinas: Unicamp. IE, 1993.

BRESSER-PEREIRA, L. A tendência à sobre apreciação da taxa de câmbio. *Econômica*, v. 11, n. 1, p. 7-30, 2009.

CARDOSO, F. H. Prefácio. In: FRANCO, G. *O Plano Real e outros ensaios*. Rio de Janeiro: Francisco Alves, 1995.

\_\_\_\_\_. Entrevista. *Folha de São Paulo*, 20 fev. 1999.

\_\_\_\_\_. Entrevista. *Folha de São Paulo*, 19 dez. 2002.

CARDOSO DE MELLO, J. M. (1975). *O capitalismo tardio*. São Paulo: Brasiliense, 1987.

CARNEIRO, R. *Desenvolvimento em crise: a economia brasileira no último quarto do século XX*. São Paulo: Ed. Unesp/Campinas: Unicamp. IE, 2002.

COUTINHO; BELLUZZO. Desenvolvimento e estabilização sob finanças globalizadas. *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 7, p. 129-54, dez. 1996

\_\_\_\_\_. Financeirização” da riqueza, inflação de ativos e decisões de gasto em economias abertas. *Economia e Sociedade*, Campinas, (11): 137-50, dez. 1998.

DI JOHN, J. The political economy of industrial policy in Venezuela. Disponível em: [www.cid.harvard.edu/events/papers/0604caf/DiJohn.doc](http://www.cid.harvard.edu/events/papers/0604caf/DiJohn.doc).

DIEGUES, A. As transformações no padrão de organização e acumulação da indústria: da desindustrialização à Doença Brasileira. In: Belluzzo e Bastos (2015).

DURAND, J. *Incômodos best-sellers, USA: Publicidade, consume e seus descontentes*. São Paulo: Edusp, 2015.

FEATHERSTONE, M. (1990). *Cultura de consume e pós-modernismo*. São Paulo: Studio Nobel, 1995.

FILGUEIRAS, L. A. M. *História do Plano Real: fundamentos, impactos e contradições*. São Paulo: Boitempo, 2000.

FISHLOW, A. Origens e consequências da substituição de importações no Brasil. *Estudos Econômicos*, v. 2, n. 6, 1972.

FRANCO, G. *O Plano Real e outros ensaios*. Rio de Janeiro: Francisco Alves, 1995.

\_\_\_\_\_. (1996). A inserção externa e o desenvolvimento. In: \_\_\_\_\_. *O desafio brasileiro: ensaios sobre desenvolvimento, globalização e moeda*. São Paulo: Ed. 34, 1999.

\_\_\_\_\_. *O desafio brasileiro: ensaios sobre desenvolvimento, globalização e moeda*. São Paulo: Ed. 34, 1999.

\_\_\_\_\_. Sobre o complexo eletrônico. *O Estado de São Paulo*, 19 nov. 2000.

\_\_\_\_\_. Sete anos de Plano Real. *Veja*, 4 jul. 2001.

\_\_\_\_\_. Eu quero ser Juscelino Kubitschek. *Veja*, 24 abr. 2002.

FREITAS, M. C. P.; PRATES, D. M. A abertura financeira no governo FHC: impactos e consequências. *Economia e Sociedade*, n. 17, dez. 2001.

FRIEDEN, J. (2006). *Capitalismo global: história econômica e política do século XX*. Rio de Janeiro: Zahar, 2008.

FURTADO, C. (1957; 1974). *Ensaio sobre a Venezuela: subdesenvolvimento com abundância de divisas*. Rio de Janeiro: Contraponto, 2008

\_\_\_\_\_. (1959). *Formação econômica do Brasil*. São Paulo: Cia. Ed. Nacional, 1989.

\_\_\_\_\_. *Desenvolvimento e subdesenvolvimento*. Rio de Janeiro: Fundo de Cultura, 1961.

\_\_\_\_\_. *Teoria e política do desenvolvimento econômico*. São Paulo: Editora Nacional, 1967

\_\_\_\_\_. *Análise do “modelo” brasileiro*. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 1972

\_\_\_\_\_. *A hegemonia dos Estados Unidos e o subdesenvolvimento da América Latina*. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 1973

\_\_\_\_\_. *O mito do desenvolvimento econômico*. Rio e Janeiro: Paz e Terra, 1974.

\_\_\_\_\_. *Prefácio a nova economia política*. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1976.



FURTADO, C. *Transformação e crise na economia mundial*. São Paulo: Paz e Terra, 1987.

\_\_\_\_\_. *O capitalismo global*. São Paulo: Paz e Terra, 1998.

HIRATUKA, C. Mudanças na estrutura produtiva global e a inserção brasileira: desafios no cenário pós-crise. In: CGEE. *Transformações produtivas e patrimoniais na economia mundial e impactos sobre a economia brasileira*. Brasília: CGEE, 2015.

HIRSCHMAN, A. *The strategy of economic development*. New Haven: Yale University, 1958.

INNIS, H. (1930). *The fur trade in Canada: an introduction to Canadian economic history*. Toronto: Toronto University Press, 1956.

KALDOR, N. *Causes of the slow rate of economic growth in the United Kingdom*. Cambridge: Cambridge University Press, 1966.

KARL, Terry Lynn. Oil-led development: social, political and economic consequences. *CDDRL Working Papers*, Jan. 2007.

KEYNES, J. M. *The general theory of employment interest and money*. Cambridge: Macmillan, 1986.

LACERDA, A. C. Política econômica, reestruturação e vulnerabilidade da economia brasileira nos anos 1990. *Pesquisa & Debate*, São Paulo, v. 15, n. 1, p. 23-48, 2004.

LAPLANE, M.; SARTI, F. Investimento direto estrangeiro e a retomada do crescimento sustentado nos anos 90. *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 8, jun. 1997.

LAVOIE, MARC. *Post-Keynesian economics: new foundations*. Cheltenham: Edward Elgar Publishing, 2014.

MARGARIDO, S. P. *Fluxos de capitais para a economia brasileira na primeira metade da década de 90: construção de novos vínculos financeiros externos e emergência de novos riscos*. Dissertação (Mestrado)–Instituto de Economia, Unicamp, Campinas, 1997.

MARX, K. (1867). *O Capital I*. São Paulo: Nova Cultural, 1988.

MATTOS, F. A tragédia da desindustrialização no Brasil. In: Belluzzo e Bastos (2015).

MINSKY, H. *Stabilizing an unstable economy*. New Haven: Yale University Press, 1986.

MIRANDA, J. C. *Abertura comercial, reestruturação industrial e exportações brasileiras na década de 1990*. Brasília: Ipea, out. 2001. (Texto para Discussão, n. 829).

MIRANDA-AGRIPPINO, SILVIA; REY, HÉLÈNE. *World asset markets and the global financial cycle*. National Bureau of Economic Research, Inc., 2015. (NBER Working Papers 21722).

MOHANTY, M. The transmission of unconventional monetary policy to the emerging markets: an overview. In: THE TRANSMISSION of unconventional monetary policy to the emerging markets. Aug. 2014. (BIS Papers, n. 78).

NEARY, J. et al. *Natural resources and the macroeconomy*. Cambridge: MIT, 1986.

NORTH, D. (1956). Location theory and regional economic growth. *The Journal of Political Economy*, v. 63, n. 3, jun. 1955.

PALMA, G. *Four sources of “de-industrialization” and a new concept of the “Dutch Disease”*. Disponível em: [www.listweb.bilkent.edu.tr](http://www.listweb.bilkent.edu.tr).

PINTO, C. FHC, Marx e Franco. *Folha de São Paulo*, 15 set. 1996.

PRATES, D. M. Abertura financeira e vulnerabilidade externa. In: DIESP. *Armadilhas da estabilização 1995-1998*. São Paulo: Fundap, 2000.

\_\_\_\_\_; CINTRA, M. A. M.; FREITAS, M. C. P. O papel desempenhado pelo BNDES e diferentes iniciativas de expansão do financiamento de longo prazo no Brasil dos anos 90. *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 15, dez. 2000.

REINHART; CARMEN M. et al. *Global cycles: capital flows, commodities, and sovereign defaults, 1815-2015*. National Bureau of Economic Research, Inc., 2016. (NBER Working Papers, 21958).

RESENDE, A. L. Duas leituras. *Folha de São Paulo*, 17 set. 1996.

REY, Hélène. *Dilemma not trilemma: the global financial cycle and monetary policy independence*. National Bureau of Economic Research, Inc., 2015. (NBER Working Papers 21162).

REY, H el ene. *International channels of transmission of monetary policy and the Mundellian Trilemma*. National Bureau of Economic Research, Inc., 2016. (NBER Working Papers 21852).

ROSSI, P. Desvaloriza  o e política cambial no Brasil. In: Belluzzo e Bastos (2015).

ROWTHORN; WELLS. *De-industrialization and foreign trade*. Cambridge: Cambridge University Press, 1987.

SAFATLE, C. Presidente endossa as teses do BC sobre valorização da taxa cambial. *Jornal do Brasil*, 10 set. 1996.

SAMPAIO, F.; NARETTO, N. Atividade produtiva e inserção externa no contexto da estabilização e da abertura. In: DIESP. *Armadilhas da estabilização 1995-1998*. São Paulo: Fundap, 2000.

SANTOS, C. et al. *Por que a elasticidade-câmbio das importações   baixa no Brasil?* Evidências a partir das desagregações das importações por categorias de uso. IPEA, 2015. (Texto para Discussão, 2046).

SARETTA, F. *O elo perdido: um estudo da política econômica do governo Dutra (1946-1950)*. Tese (PhD)–Unicamp, Campinas, 1990.

SCHUMPETER, J. (1912). *Teoria do desenvolvimento econômico*. São Paulo: Abril, 1982.

SERRA, J. Aníbal Pinto e o desenvolvimento latino-americano. *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 10, jun. 1998. (Republicado na *Folha de São Paulo*, 22 nov. 1998).

SEVCENKO, N. *Orfeu extático na metrópole: São Paulo, sociedade e cultura nos frementes anos 20*. São Paulo: Companhia das Letras, 1992.

\_\_\_\_\_. A capital irradiante: técnica, ritmos e ritos do Rio. In: SEVCENKO, N. (Org.). *História da vida privada no Brasil*. República: da Belle  poque   Era do Rádio. São Paulo: Companhia das Letras, 1998.

SUZIGAN, W. (1986). *Indústria brasileira: origem e desenvolvimento*. Nova edi o. São Paulo: Hucitec, 2000.

TAK TS, El d; VELA, Abraham. International monetary policy transmission. In: THE TRANSMISSION of unconventional monetary policy to the emerging markets. Aug. 2014. (BIS Papers, n. 78).

THIRLWALL, A. P. *The nature of economic growth: an alternative framework for understanding the performance of nations*. Cheltenham, UK: E. Elgar, 2002.

\_\_\_\_\_. *Economics of development: theory and evidence*. 9. ed. Palgrave Macmillan, 2011.

TIEBOUD, C. Exports and regional economic growth. *The Journal of Political Economy*, v. 64, n. 2, Apr. 1956.