



PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA
MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

**“Guerra Cambial” - A existência e relação com o crescimento da Economia
e suas consequências**

Diego Felipe Gonzalez
Nº de Matrícula: 0913793

Orientador: Eduardo Zilberman

Dezembro de 2013



PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA
MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

**“Guerra Cambial” - A existência e relação com o crescimento da Economia
e suas consequências**

Diego Felipe Gonzalez
No. de matrícula: 0913793

Orientador: Eduardo Zilberman

**“Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realiza-lo,
a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor”.**

Dezembro de 2013

"As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor"

Agradecimentos

A finalização deste trabalho é a realização de um sonho e de mais uma etapa da minha vida, na qual tive o prazer de contar com a grande contribuição de muitos entes queridos que ficaram marcados.

Em primeiro lugar, eu devo a gratidão a toda minha família que estiveram comigo nos momentos bons e ruins, fáceis e difíceis. Em especial aos meus pais, Nelcindo Gonzalez e Selma Gonzalez, que puderam me proporcionar esse momento e aos meus irmãos Isabele e Gabriel. Adicionalmente, a minha ilustre namorada, Bruna Stigert, que esteve ao meu lado todos esses anos da minha graduação.

Agradeço também a todos os professores que me acompanharam e se dedicaram durante a minha graduação, em especial ao meu orientador Eduardo Zilberman, que acreditou neste trabalho e fez parte de um dos meus maiores sonhos, e também aos demais professores e funcionários do departamento de Economia.

Por fim, eu faço questão de lembrar dos meus amigos de curso, os quais tive o prazer de conhecer na faculdade, e meus companheiros de trabalho da LOGZ, que também me ajudaram muito nesses últimos anos.

Sumário

1) Introdução.....	5
2) Políticas Monetárias.....	7
a) Objetivo.....	7
b) Política Monetária e Regime Cambial.....	7
c) Instrumentos.....	8
i. Operações de <i>Open Market</i> (mercado aberto):.....	8
ii. Taxa de Redesconto.....	10
iii. Depósito Compulsório.....	10
3) <i>Quantitative Easing</i>	12
a) <i>Quantitative Easing</i> Norte Americano.....	12
b) <i>Quantitative Easing</i> Japonês.....	17
c) <i>Quantitative Easing</i> Inglês.....	18
4) China e Taxa Cambial.....	20
5) Países Emergentes – Brasil.....	23
1º Momento:.....	23
2º Momento:.....	24
6) Relação entre taxa de câmbio e crescimento econômico – Literatura e Estudos...	26
7) Modelos – Relação entre Taxa de Câmbio e Crescimento.....	29
8) Conclusão.....	33
9) Fontes de Dados.....	35
10) Referências Bibliográficas.....	36

1) Introdução

Uma declaração em Setembro de 2010 do atual ministro da fazenda do Brasil, Guido Mantega, fez com que surgisse o termo que vem sido muito comentado por economistas do mundo inteiro, a famosa "guerra cambial". O mesmo seria a explicação para diferentes políticas monetárias e países, que visam um incentivo ao crescimento econômico, principalmente após a crise financeira de 2008, na qual os países desenvolvidos ficaram extremamente endividados, sem crédito e com alto índice de desemprego.

O termo, "guerra cambial", foi usado pelo ministro em resposta às políticas de liquidez adotadas principalmente pelo o Governo dos Estados Unidos e pelo Banco central americano, Sistema de Reserva Federal dos Estados Unidos (Federal Reserve Sytem - FED), mais conhecidas como "*quantitative easing*". Esta política visa o aumento da quantidade de moeda em circulação na economia, baseando-se na compra de obrigações de dívida pública por parte da autoridade monetária.

O argumento dos mercados emergentes contra o "*quantitative easing*" é que esta política desencadeou em um enorme fluxo de capital para os mercados emergentes, resultando em inflação, valorização da moeda, perda de competitividade e pressão ascendente nos preços de ativos.

A política é adotada também por outros países, como: Reino Unido e Japão, que divulgou recentemente o aumento no programa de compras de ativos e também da meta de inflação, já que o país passa por uma crise financeira e, adicionalmente, um processo de deflação por aproximadamente um período de 12 anos. Com isso foi acusado, por parte de seus vizinhos, de adotar políticas que levariam à "guerra cambial"

Por outro lado os Estados Unidos, que nega realizar uma "guerra cambial" com a sua política de "*quantitative easing*", acusa o Governo da China de desvalorizar deslealmente sua moeda, Yuan Chinês, para se tornar mais competitivo frente outros países. Como consequência, aumenta suas exportações e a atração de capital estrangeiro. Atualmente a segunda maior economia do mundo utiliza um sistema de taxa de cambio praticamente fixo com uma moeda extremamente desvalorizada. Entretanto essa política de desvalorização não pode ser considerada uma manipulação

por parte do Banco Central Chinês, pois é do seu direito escolher o seu regime de taxa de cambio e suas metas, essas escolhas visam otimizar sua economia.

Dado o atual momento da economia mundial e o quadro político e econômico relatado acima, esse trabalho busca explicar e identificar a existência de uma “guerra cambial” no cenário econômico mundial, mostrando a correlação dessas políticas com o crescimento das economias.

2) Políticas Monetárias

A política monetária é o instrumento utilizado pelo governo para intervir na economia, no sentido de controlar as condições de liquidez da mesma. O mercado monetário é como outro qualquer, no qual existe demanda e oferta por moeda e preço de equilíbrio, os quais poderiam chamar de taxa de juros.

a) Objetivo

Alguns economistas afirmam que o objetivo principal dessas políticas, através do Banco Central, devem ser a manutenção e o controle da inflação, a famosa estabilidade de preços. Já os economistas Keynesianos preferem dizer que o principal objetivo é o nível de emprego.

Muitas vezes, o governo tem o interesse de estimular a atividade econômica interna e, para isso, pode utilizar uma política monetária mais reduzida, que estimule o crescimento econômico. Da mesma maneira, quando o interesse do governo é diminuir a atividade econômica, o Banco Central pode, através de determinados instrumentos de política monetária, contrair a base monetária.

Para o melhor entendimento, a fórmula da base monetária pode ser identificada abaixo:

$$\text{Base monetária} = \text{Papel-moeda em poder público} + \text{Reservas dos Bancos Comerciais}$$

b) Política Monetária e Regime Cambial

A política monetária depende do regime cambial adotado pelo país. Existem dois tipos de regimes: o de câmbio fixo e o regime de câmbio flutuante. No regime de câmbio fixo, o banco central estabelece uma taxa de câmbio fixa, comprando e vendendo a moeda estrangeira a um preço estipulado anteriormente. Em contrapartida, no regime de câmbio flutuante, o banco central deixa que o próprio mercado de câmbio estabeleça o preço da moeda estrangeira. O Brasil, Estados Unidos e a União Europeia utilizam o câmbio flutuante, enquanto que a China utiliza o câmbio fixo.

c) **Instrumentos**

O Banco Central tem três instrumentos pelos quais pode realizar sua política monetária, que são: *open market*, taxa de redesconto e depósito compulsório. Logicamente que para potencializar a sua medida é comum que sua política esteja alinhada com outras inúmeras medidas do país, como por exemplo, alinhada com uma política fiscal. O mesmo serve, é claro, para a definição da taxa básica de juros.

i. Operações de *Open Market* (mercado aberto):

Uma operação de Mercado Aberto, mais conhecido como *open market*, é quando o Banco Central entra no mercado para a compra ou venda de títulos a fins de expandir ou diminuir a base monetária da economia. Normalmente esses títulos são obrigações do governo, por exemplo, os emitidos pelo Tesouro Federal.

Caso o objetivo seja de expandir a sua base monetária, ele “entra” no mercado comprando títulos, de forma a colocar ainda mais moeda em circulação no mercado, que anteriormente estavam em seu poder. Desta forma, o Banco Central coloca mais moeda disponível para população com objetivo de estimular o crescimento econômico, pois essa moeda em circulação pode gerar um aumento no consumo, em investimentos, e etc.

O objetivo contrário seria controlar ou diminuir a base monetária, como objetivo, por exemplo, de controlar a inflação. Para isso, o Banco Central venderia os títulos que estão em sua posse, como consequência ele teria um número maior de moeda retida em sua conta e menos em circulação, pois diminui a base monetária. Desta forma, o Banco Central pode controlar ou diminuir o crescimento econômico.

Vale destacar também que as operações em mercado aberto afetam a taxa de juros básica da economia, fazendo com que ela caia ou suba.

Os exemplos e suas consequências dessas operações relatadas acima estão exemplificados graficamente na figura 1 número, abaixo.

Figura 1 - Equilíbrio no Mercado de Reservas

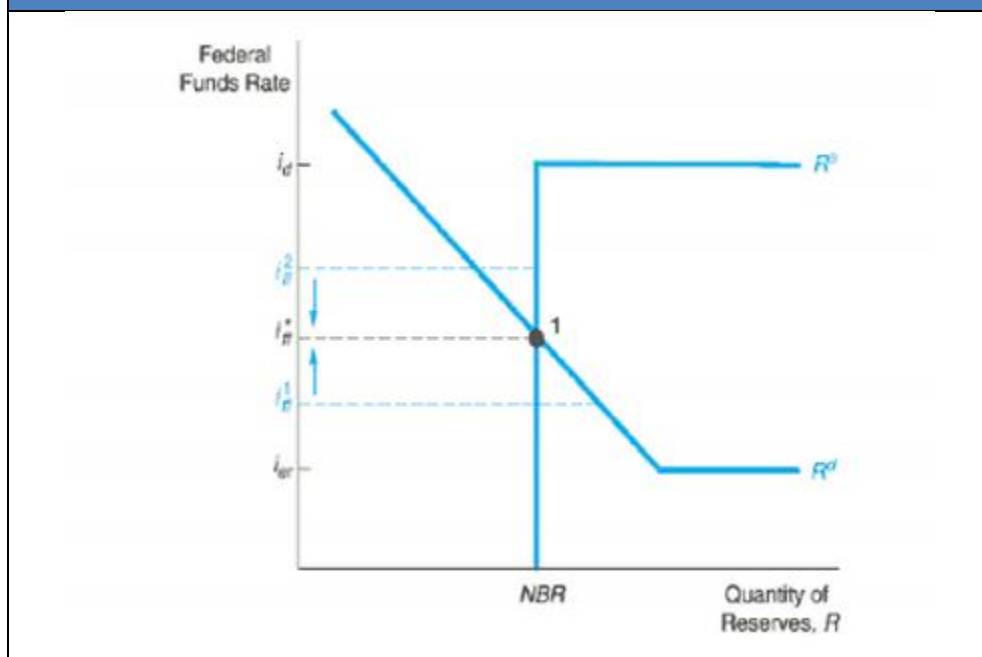


Imagem retirada do livro: *The Economics of Money, Banking and Financial Markets* – Frederic S. Mishkin.

Figura 2: Operações de *Open Market*

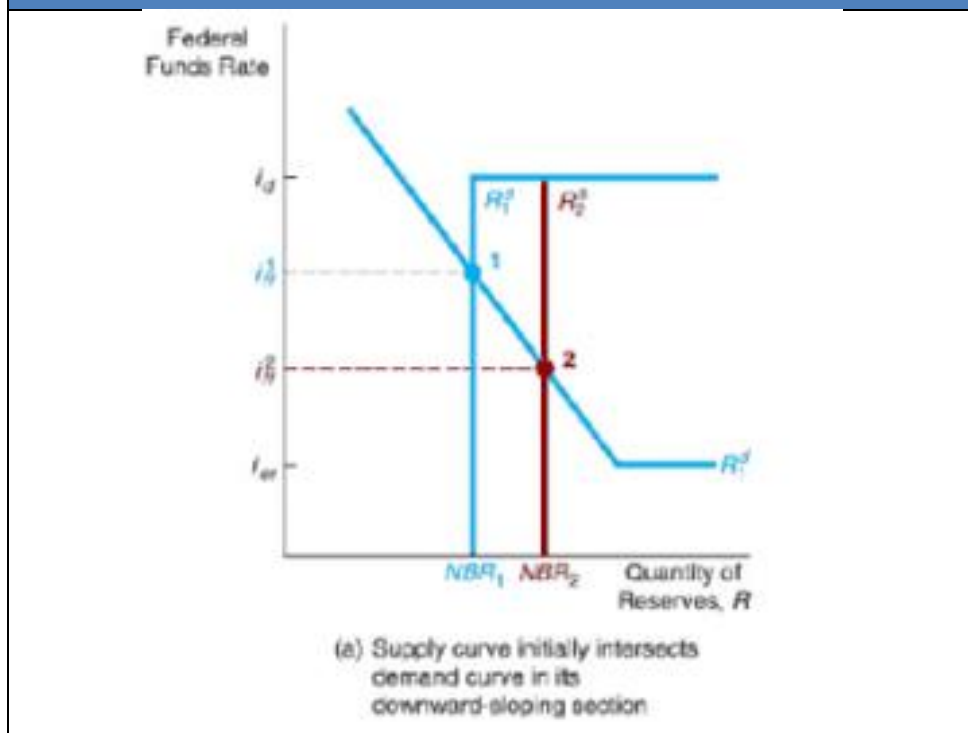


Imagem retirada do livro: *The Economics of Money, Banking and Financial Markets* – Frederic S. Mishkin.

ii. Taxa de Redesconto

A taxa de redesconto é a uma forma de “taxa de juros” cobrada pelo Banco Central nos empréstimos aos bancos comerciais. O Banco Central funciona como uma espécie de provedor de última instância para os bancos comerciais, para que os respectivos consigam cumprir seus compromissos de curto prazo.

Quando o objetivo do Banco Central é injetar dinheiro no mercado, ou seja, expandir a base monetária, ele diminui a taxa de redesconto cobrada. Desta forma aumentaria o crédito disponível e a base monetária, o que poderia deixar a economia mais aquecida. Pois aumenta a quantidade de moeda que poderia ser emprestada para a população.

Por outro lado, o Banco Central pode também aumentar a taxa de redesconto, conseqüentemente os bancos comerciais irão precisar reservar uma maior quantidade de seus recursos para suas necessidades de curto prazo e diminuirão o montante que estariam disponíveis para serem utilizados pelos bancos, como por exemplo, como empréstimos. Com isso, a base monetária diminui podendo gerar uma desaceleração na economia.

iii. Depósito Compulsório

O depósito compulsório pode ser explicado como uma taxa fixada pelo Banco Central, que determina a porcentagem (parte) dos depósitos à vista realizados pela população nos bancos comerciais que deverão ir para Banco Central. O mesmo, por sua vez, pode aumentar ou diminuir a taxa do depósito compulsório de acordo com seus interesses.

Quando o Banco Central diminui a taxa do compulsório, o montante que os bancos comerciais devem preservar para o Banco Central diminui. Logo, eles possuem em mãos, no curto prazo, mais recursos para emprestar e colocar no mercado. Dessa forma a quantidade de crédito disponível à população aumenta. Com a maior quantidade de dinheiro disponível, a base

monetária se expande, podendo posteriormente ter um aumento no consumo, investimentos, etc, que pode gerar crescimento na economia.

Em contrapartida, quando o Banco Central aumenta a taxa do compulsório, ocorre a situação inversa relatada acima. Os bancos possuem menos recursos para emprestar à população. Com isso, o crédito disponível diminui e a base monetária se contrai, o que pode gerar uma desaceleração na economia. Podemos observar esse caso no gráfico da figura 3.

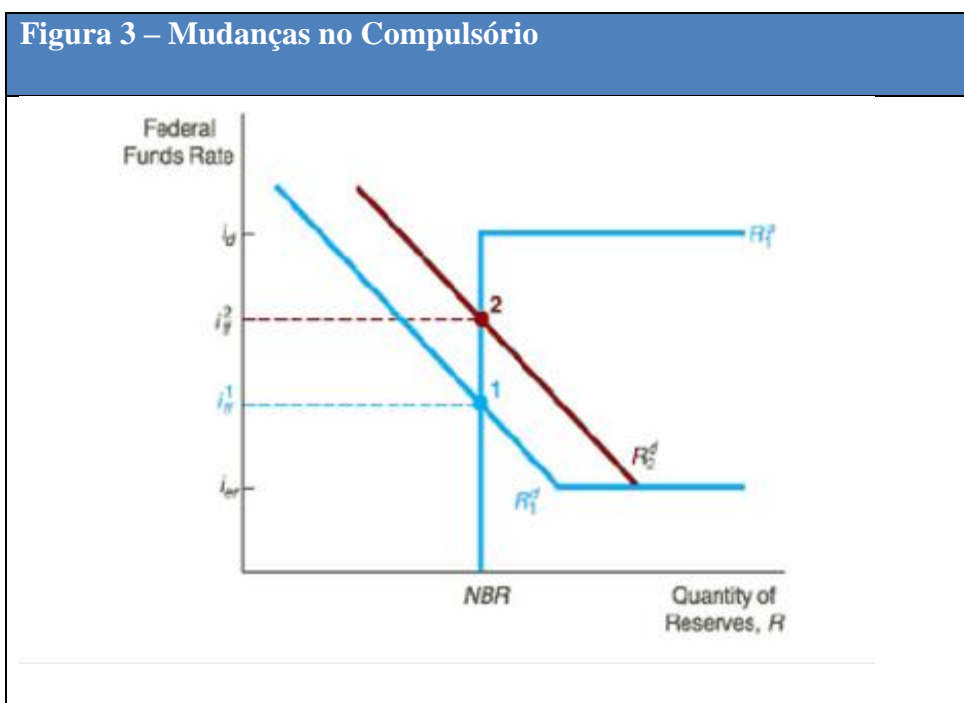


Imagem retirada do livro: *The Economics of Money, Banking and Financial Markets* – Frederic S. Mishkin.

3) Quantitative Easing

a) Quantitative Easing Norte Americano

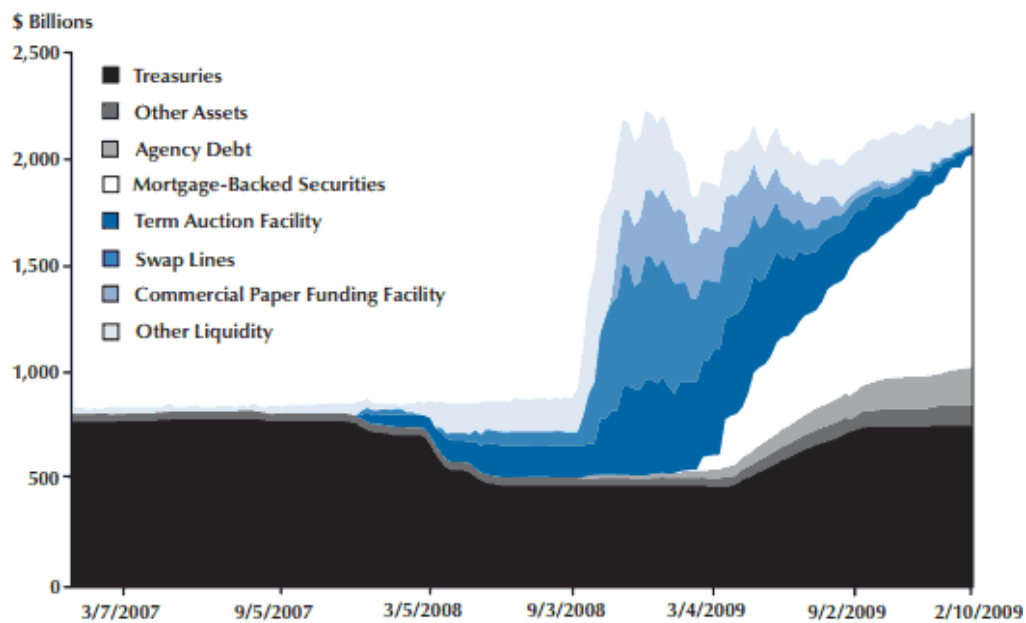
Após a crise de 2008 o Federal Reserve (FED) viu como uma das únicas oportunidades de saída da crise e estímulo de crescimento a política de compra de títulos públicos. Essa teria o intuito de injetar moeda em sua economia, visando o aumento da liquidez. A política de "quantitative easing" americana focou em reduzir o prêmio de risco e na compra de títulos públicos. Assim, nós voltamos ao instrumento de política monetária visto anteriormente, a de open Market. Essa política gerou uma grande liquidez americana, afetando também outras economias. Segundo o FED a política tem objetivo central de combater a taxa de desemprego visando um taxa ótima para a economia americana, que eles consideram em 6,5%.

Visto que a taxa de juros americana já se encontrava em um patamar muito baixo, entre 0 e 0,25%, a melhor saída encontrada pelo FED foi de aumentar a liquidez da economia americana. O que consiste, basicamente, em comprar grandes volumes de títulos, normalmente emitidos pelo governo e detidos pelos bancos comerciais, como forma de colocar recursos no sistema financeiro. Como consequência, houve um aumento nas reservas dos bancos comerciais, que passaram utilizar essas reservas maiores como forma de empréstimos. A liquidez maior, na teoria econômica, impulsiona o crescimento da economia, aumenta as perspectivas de inflação e reduz as taxas de juros reais, agora na realidade nem sempre isso acontece.

Em seu programa de compra de bônus o governo americano já injetou mais US\$ 2 trilhões na economia. Atualmente, o FED está com um programa mais frouxo de compra de títulos em torno de US\$ 85 bilhões mensais, o que continua sendo uma quantidade extremamente elevada para os padrões mundiais.

Podemos analisar graficamente que a partir de 2008 que o Federal Reserve mudou sua política, primeiramente detectamos que passou a vender seus "*treasuries*" (títulos) e passou a comprar títulos menos líquidos. Posteriormente as operações foram no passivo do FED. Após o estouro da crise de 2008 e a quebra de grandes bancos americanos, como por exemplo, a do Lehman Brothers, tudo mudou, até as políticas do mesmo. As figuras 4 e 5 deixam isso bem claro.

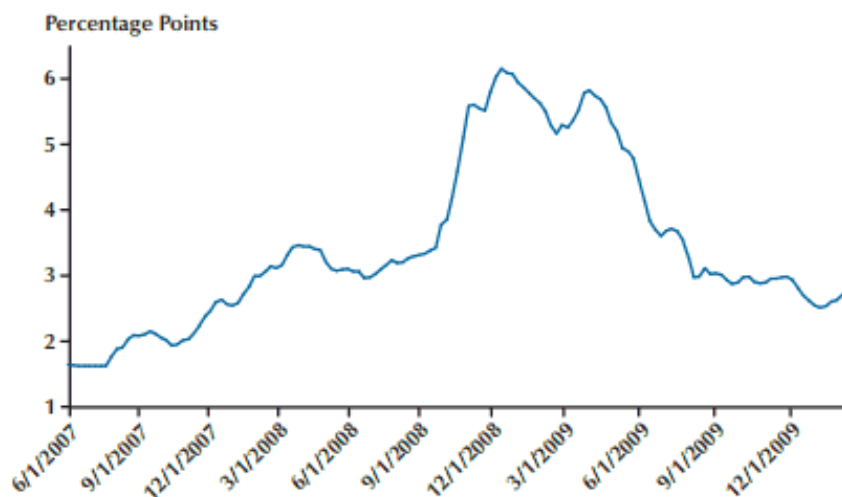
Figura 4 - Composição do Balanço do FED (US\$ Bilhões)



Fonte: Federal Reserve de Nova Iorque (Federal Reserve of New York)

Imagem retirada do artigo: *Quantitative Easing: Entrance and Exit Strategies* –Alan S. Blinder

Figura 5 - Corporate Bond x Risk Spread (US\$ Bilhões)



Fonte: Federal Reserve

Imagem retirada do artigo: *Quantitative Easing: Entrance and Exit Strategies* –Alan S. Blinder

Em dados recentes divulgados pelo FED, o Balanço Patrimonial do banco, de agosto de 2007, passou de US\$ 900 bilhões (ou 6% do PIB americano) para US\$ 3,6 trilhões (ou 21% do PIB) em agosto de 2013, ou seja, em seis anos a participação do FED no PIB americano subiu em 15 pontos percentuais. Esse fato é em decorrência da política adotada de compra de títulos. A questão apresentada pode ser vista na figura 6, abaixo, que demonstra claramente essa evolução.

Figura 6: Composição do Balanço Patrimonial do FED (em US\$ trilhões)



Fonte: Federal Reserve 15/08/13

Imagem retirada do artigo: Citi Perspectivas – Wealth Management – Latin America | 2013 No. 5

A sustentabilidade da recuperação econômica dos Estados Unidos é o ponto crucial para determinação em que momento esse processo de “*quantitative easing*” irá começar a mudar. Deve-se considerar, principalmente, a taxa de desemprego americana, já que o FED visa uma taxa de desemprego abaixo de 6,5%. As expectativas iniciais mostram que ainda levará alguns anos para a mudança se de início e volte ao processo anterior, antes da crise. Adicionalmente, as expectativas de alguns analistas de mercado são de que esse processo será apenas em 2015. De qualquer forma, o FED vem frequentemente sinalizando que brevemente o processo irá muda e conseqüentemente que a expansão da liquidez está próxima ao fim.

É importante também analisar a taxa de desemprego americana, que vem apresentando elevada queda desde 2009, período da crise, em função da política adotada, como pode ser visto na figura 7 abaixo. Atualmente ela está em por volta 7,5% e a expectativa é que no final de 2014 consiga atingir a meta do FED de 6,5%, e se a política se manter, no final de 2015 ficaria abaixo de 6%. Alguns relatórios do BCA Research, encontraram que a redução da meta de taxa de desemprego de 6,5% para 5,5% teria uma melhora substancial em termos de retorno ao pleno emprego.

Figura 7: Taxa de desemprego americano (com pagamento mensal de 200k)

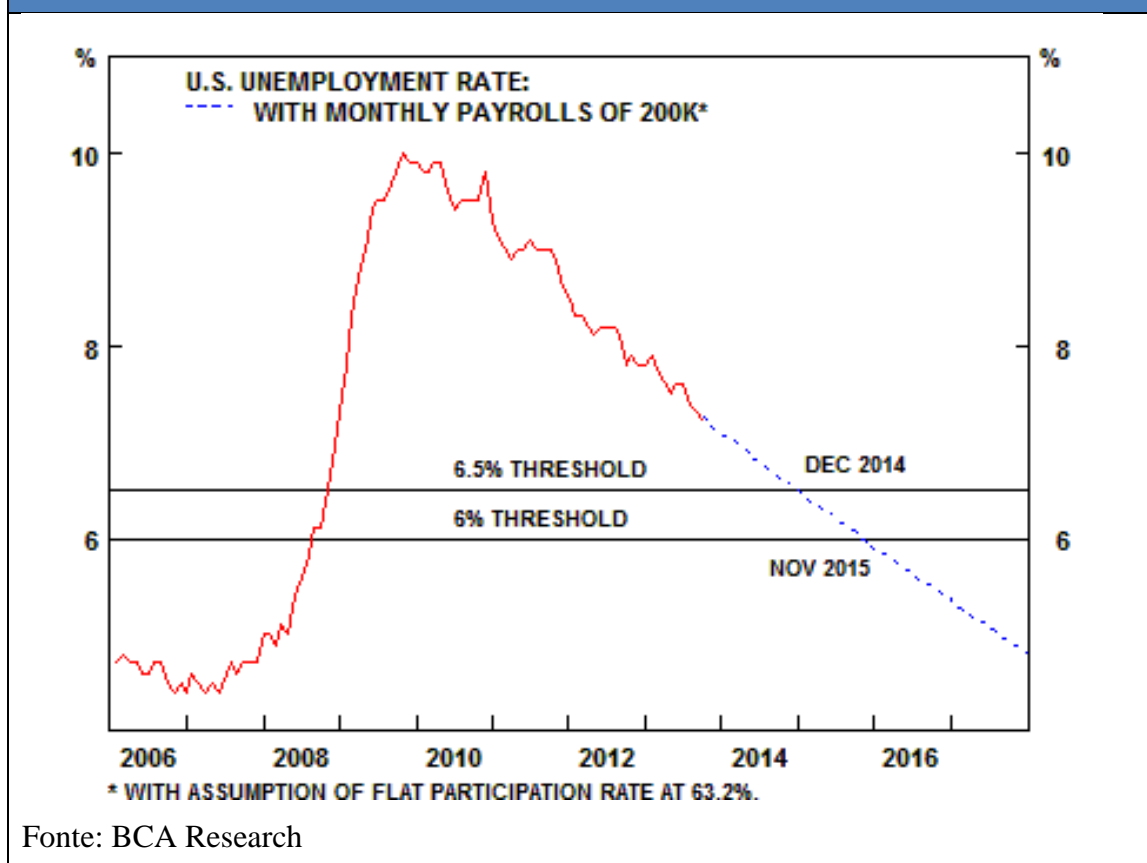


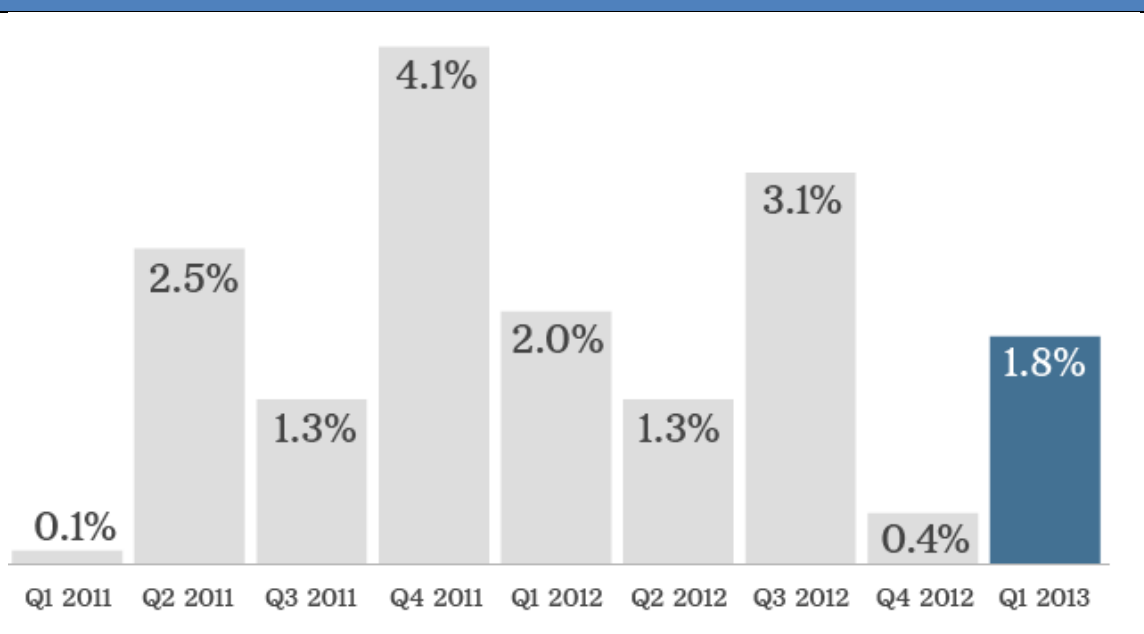
Imagem retirada do artigo: *Fed Drops A Strong Hint*

A economia americana vem mostrando recuperação nesses últimos anos. A taxa de desemprego vem caindo, como mostrado acima, e no outro lado, o PIB americano vem apresentando taxas de crescimentos significativas nos últimos trimestres. O fato pode ser visto na figura 8 abaixo. Simultaneamente, o mercado financeiro está em alta, com o S&P¹ apresentando números surpreendentes, com índices maiores do que o pré-

¹ S&P 500 trata-se de um índice composto por 500 ativos qualificados devido ao seu tamanho de mercado, sua liquidez e sua representação de grupo industrial. É um índice ponderado de valor de mercado com o peso de cada ativo no índice proporcional ao seu preço de mercado.

crise, como pode ser visto na figura 9. Os empréstimos também mostram recuperação, desafiando os números altos de 2008, impactando a confiança dos consumidores que aumentaram o consumo de bens duráveis, como automóveis e até mesmo casas.

Figura 8: Crescimento do PIB Americano por trimestre



Fonte: Bureau of Economic Analysis

Imagem retirada do artigo: *U.S. Economy looks weaker, as GDP data is revised* – CNN Money

Figura 9: Índice S&P 500 nos últimos 5 anos



Fonte: Yahoo Finance

<http://finance.yahoo.com/echarts?s=%5EGSPC+Interactive#symbol=%5Egspc;range=5y;compare;indicator=volume;charttype=area;crosshair=on;ohlcvolumes=0;logscale=off;source=undefined;>

Com a recuperação da economia americana gradualmente, surge então a dúvida do mercado em qual momento o FED irá sinalizar a mudança da sua política e passará a comprar cada vez mais menos títulos. Este fato que vem gerando consequências para economias emergentes, algo que vai ser melhor explicado a frente (capítulo 5).

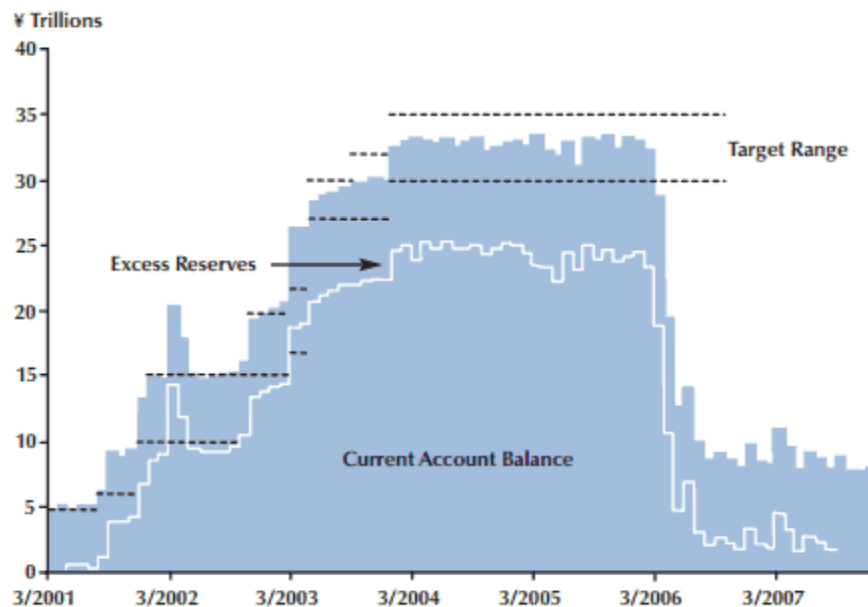
Em contrapartida a economia americana apresenta problemas com questão orçamentária, visto o excessivo gasto com compras de títulos públicos. O limite da dívida está em US\$ 16,7 trilhões, que foi alcançado em maio de 2013. Desde então, os Estados Unidos tem usado recursos extraordinários, o que tem levado o Tesouro a refinarciar semanalmente US\$ 100 bilhões sob forma de títulos públicos, chamados de *Tresure Bonds*. O teto orçamentário estabelecido gera impasse entre republicanos que se recusam a aprovar o novo orçamento até que o presidente Barack Obama concorde em eliminar ou diminuir gastos com financiamento a saúde, previsto na lei de reforma do setor aprovada em 2010.

b) Quantitative Easing Japonês

A política japonesa de 2001 a 2007 se diferencia da americana, pois se concentra na redução de *term premiuns*², comprando títulos de longo prazo do governo japonês. A ideia central por trás de do “*quantitate easing*” no Japão foi para estimular a economia de forma a aumentar as reservas e diminuindo a curva de rendimentos (livre de risco), não diminuindo os spreads de risco. A figura 10, abaixo, mostra como foi a política no país nesse primeiro momento.

² O valor pelo qual o rendimento até o vencimento de um título de longo prazo excede a de um vínculo de curto prazo.

Figura 10 - Quantitative Easing no Japão (Y Trilhão)



Fonte: Banco do Japão (Japan Bank)

Imagem retirada do artigo: *Quantitative Easing: Entrance and Exit Strategies* –Alan S. Blinder

Recente o novo presidente do Banco Central do Japão (*The Bank of Japan*), Haruhiko Kuroda, anunciou o que pode ser o impulso mais intenso de estímulo monetário do mundo nos últimos tempos, tendo em vista o prazo de implementação da política. O Banco está projetando injetar na economia em torno de US\$ 1,4 trilhão em menos de dois anos. Sua política fez o banco comprometer-se a comprar títulos ilimitados, visando que a base monetária aumente para 270 trilhões de ienes (US\$ 2,9 trilhões) até o fim de 2014, em uma medida de choque para acabar com duas décadas de estagnação.

c) *Quantitative Easing Inglês*

O Reino Unido enfrenta, há alguns anos, um problema sério de dívida orçamentaria. Fato que foi prejudicado ainda mais após a tendência de inflação gerada pela crise de 2008, com a destruição dos ativos. O problema é que a economia permanece estagnada enquanto que as outras crescem, resultando ainda mais em pressão

inflacionária. Analistas acreditam que a única saída seria através do “*quantitative easing*” para rentabilizar a dívida britânica.

O Comitê de Política Monetária (MPC) do Banco Central da Inglaterra (*Bank of England*) decidiu, em maio de 2009, que iria reduzir a taxa de desconto para 0,5%, com o objetivo de tentar combater a crise economia mundial que vinha assombrando o país. Adicionalmente, afirmou que esse era o limite que poderiam chegar, a taxa não poderia ser mais reduzida abaixo desse nível. A fim de gerar mais um estímulo monetário à economia inglesa, decidiu então realizar uma série de compra de ativos, sendo que a maior parte foi em dívida ou títulos³ do governo do Reino Unido (United Kingdom - UK).

O objetivo das compras foi, e ainda continua sendo, de injetar dinheiro diretamente na economia, visando incentivar a demanda nominal. Apesar de ser uma política monetária nova para o país, o objetivo central continua inalterado, que é cumprir a meta de inflação de 2% sobre os preços ao consumidor, segundo o Banco Central da Inglaterra.

Ainda em 2009, o MPC autorizou a compra de £ 200 bilhões de ativos. Em 2011 foram mais £ 75 bilhões, seguindo com mais £ 50 bilhões em 2012 e até agora em 2013 o MPC anunciou a compra de um adicional de £ 50 bilhões, totalizando nesses anos £ 375 bilhões.

O próprio Banco Central da Inglaterra explica sua política da seguinte forma: “(sic) O Banco da Inglaterra cria eletronicamente dinheiro novo e o utiliza para comprar títulos dos investidores privados, como fundos de pensão e companhias de seguro. Esses investidores geralmente não querem segurar esse dinheiro, pois normalmente ele produz um retorno baixo. Então, eles tendem a usá-lo para comprar outros ativos, como títulos corporativos e ações. Isso reduz os custos dos empréstimos de longo prazo e incentiva a emissão de novas ações e obrigações para estimular os gastos e manter a inflação a caminho de cumprir a meta do governo. (sic)”

³ Também conhecido como “gilts” em inglês

4) China e Taxa Cambial

A China é acusada por muitos países de manipular o valor da sua moeda, Yuan. O país ainda está em um regime de cambio fixo onde governo define a cotação da moeda local em relação a uma moeda de referência, diferente de outros países que adotam o cambio flutuante onde o “mercado” estabelece o preço da moeda. A China é um caso particular nesse estudo, visto que a atual forma de governo do país é socialista, no qual é governada pelo Partido Comunista da China sob um sistema unipartidário.

Os países acusam a China de recorrer deste artifício para estimular a sua economia através da desvalorização da moeda para aumentar a quantidade de bens exportados, principalmente produtos manufaturados e bens industriais. Por ter uma participação muito grande no mercado mundial, isso acaba afetando inúmeros países que não conseguem competir com os produtos chineses. O Brasil é fortemente afetado por essa política, pois seus produtos não conseguem competir com o preço dos produtos chineses.

O crescimento da balança comercial chinesa pode ser visto na figura 11, na qual se identifica um crescimento a partir do ano de 1997 e as grandes “explosões” em 2006, 2007 e 2008. No ano de 2012 fechou com um superávit de US\$ 231 bilhões, 10 vezes o valor do ano de 2002.

Figura 11– Evolução da Balança Comercial Chinesa

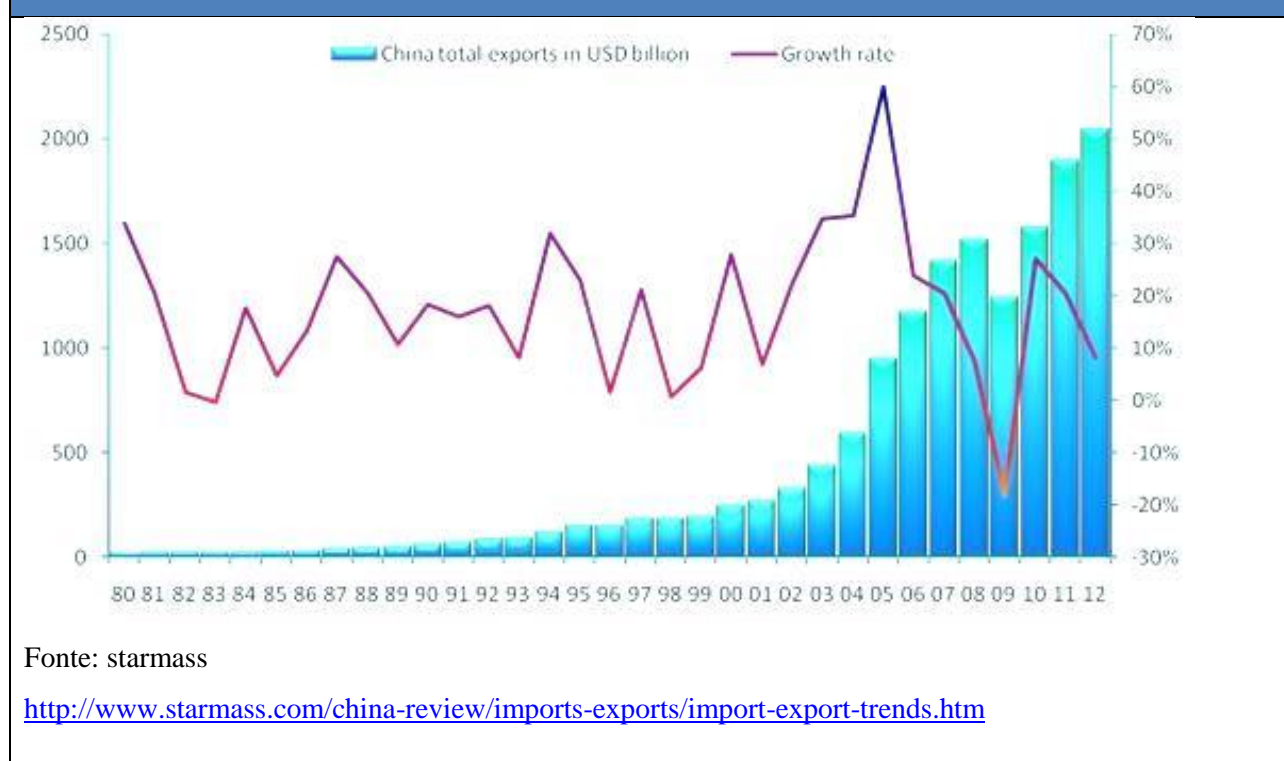


Fonte: starmass

<http://www.starmass.com/china-review/imports-exports/import-export-trends.htm>

As exportações chinesas tiveram um crescimento médio de 22% nos últimos 10 anos, e fechou o ano de 2012 com o valor total US\$ 2.049 bilhões. Muitos afirmam que o câmbio teve um papel importante nesse cenário, pois a competitividade e a participação dos produtos chineses aumentaram extremamente em outros mercados, simultaneamente houve aumento de investimentos estrangeiros. A figura 12 mostra o crescimento das exportações chinesas em bilhões de dólares.

Figura 12 – Evolução das Exportações Chinesas



Tendo em vista a forma de governo chinês, muitos acusam a China de manipular suas estatísticas por fim políticos no mercado, principalmente os dados econômicos, entretanto essa é uma afirmação extremamente difícil de ser comprovada.

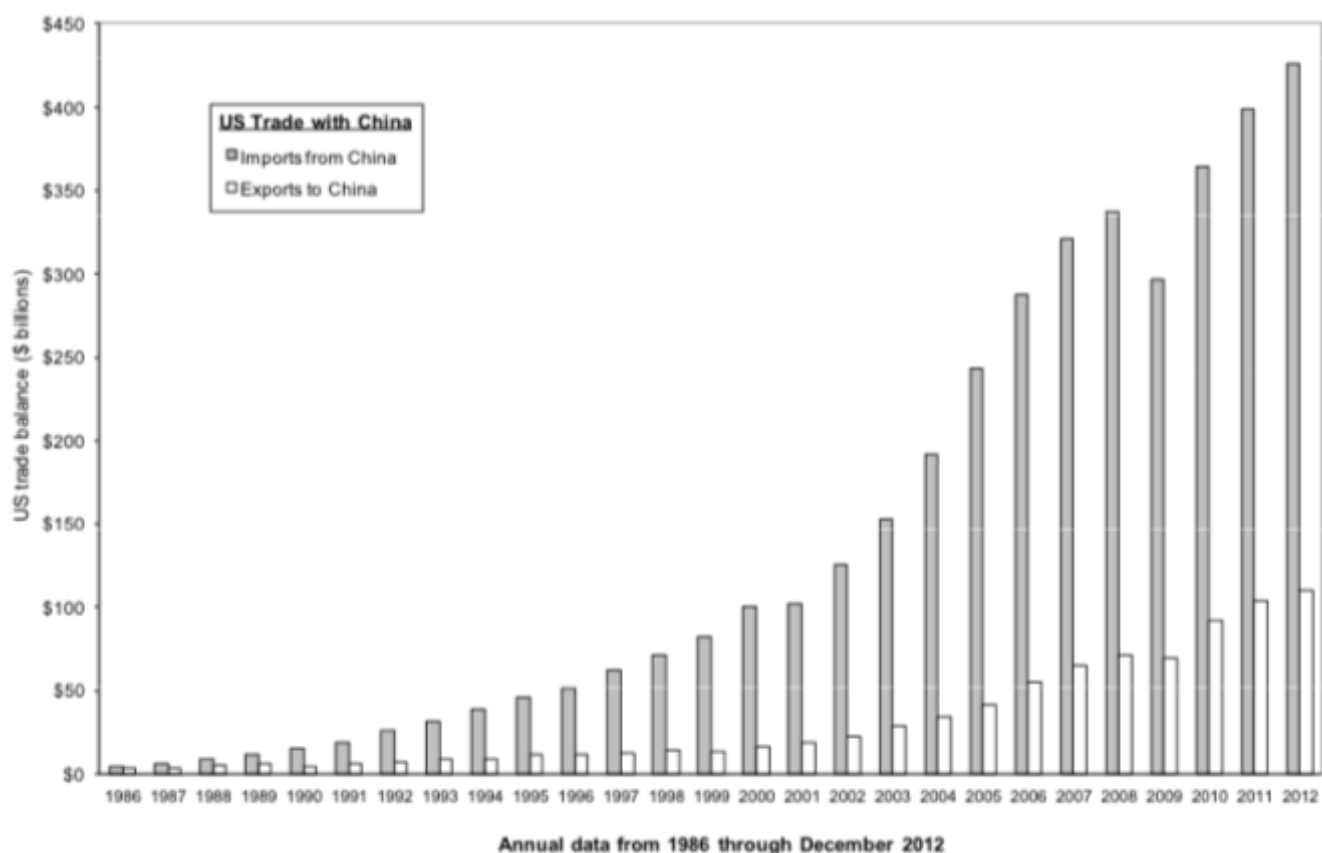
A figura 13 mostra a cotação do Yuan chinês em relação ao dólar, identificando certa valorização da moeda frente ao dólar nos últimos anos. Embora tenha ocorrido esta valorização do Yuan frente ao dólar, a balança comercial entre as duas economias é marcada por uma forte explosão nas importações de produtos chineses e em um declínio das importações, como ser visto na figura 14.

Figura 13 – Cotação do Dólar em relação o Yuan Chinês (últimos 5 anos)



Fonte: Yahoo Finance

Figura 14 – Balança Comercial Americana com a China



Fonte: Goldman Sanchs Global Markets Institute, Bureau of the Census

Goldman Sanchs Global Investments Research

<http://www.businessinsider.com/chart-us-trade-deficit-with-china-2013-4>

5) Países Emergentes – Brasil

a) Impactos e Políticas:

1º Momento:

Uma das consequências, de primeiro momento, com a maior liquidez nos Estados Unidos foi a forte valorização do real frente ao dólar. Esse fato aconteceu devido o montante elevado de moeda americana que entrou no Brasil. Essa foi uma das principais contestações do governo frente à política americana. Podemos identificar o fato na figura 15 abaixo. Vale destacar também que outras economias emergentes sofreram com a maior liquidez da economia americana, principalmente os países pertencente BRICS⁴.



<http://finance.yahoo.com/echarts?s=USDBRL%3DX+Interactive#symbol=;range=20051201,20131007;compare=;indicator=volume;charttype=area;crosshair=on;ohlcvvalues=0;logscale=off;source=undefined;>

Frente a esse cenário, o governo decidiu aumentar o Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) para 6% para contratos de até três anos como medida para combater de forma instantânea o grande volume que estava entrando de moeda estrangeira. O objetivo era de tentar diminuir o fluxo de entrada de dólar no país.

⁴ BRICS é um acrônimo que se refere aos países membros fundadores (o grupo BRIC: Brasil, Rússia, Índia e China) e à África do Sul, que juntos formam um grupo político de cooperação.

Segundo o governo brasileiro existe uma grande sobra de liquidez no mercado internacional, pois os países desenvolvidos estão emitindo crédito, moeda, com uma política monetária expansiva, reduzindo juros e dando empréstimos. Entretanto, os investidores estão investindo esse montante em economias sólidas que apresentam oportunidades de rendimento, que é o caso do Brasil.

Entretanto, tal medida gerou consequências controversas a economia brasileira. O efeito no câmbio pode ter sido bem sucedido no curto prazo, em contrapartida analistas dizem que com o maior imposto, a entrada de capital estrangeiro afetou negativamente principalmente o mercado financeiro brasileiro. A BM&F BOVESPA, bolsa de valores de São Paulo, teve uma queda considerável.

Com o real valorizado, e, portanto, o dólar barato, os produtos brasileiros perdem a competitividade no mercado internacional. Como consequência a indústria brasileira é afetada tanto pela queda na exportação quanto no mercado interno, visto que também é afetada copela grande quantidade de produtos importados, perdendo novamente competitividade.

2º Momento:

Com as incertezas diante qual momento o FED sinalizará com a redução progressiva na política monetária de “*quantitative easing*”, as moedas dos mercados emergentes estão se desvalorizando muito, principalmente a moeda brasileira (real) frente ao dólar. A Figura 16, mostra a desvalorização do real no período de 12 meses. No período relatado a moeda teve uma variação de aproximadamente 30%.

Figura 16 – Cotação Dólar (últimos 12 meses)



Fonte: Yahoo Finance

<http://finance.yahoo.com/echarts?s=USDBRL%3DX+Interactive#symbol=;range=20051201,20131007;compare=;indicator=volume;charttype=area;crosshair=on;ohlcvvalues=0;logscale=off;source=undefined;>

Essa alta ocorre pelo mercado temer uma escassez de dólar disponível na economia. Desta forma, a maior procura da moeda estrangeira, basicamente, é por proteção das posições financeiras assumidas por investidores e empresas.

Para tentar combater a alta do dólar e o tão temido risco da inflação, o Banco Central anunciou um superpacote, a maior intervenção no mercado de câmbio da história do país. O Banco Central venderá mais de US\$ 60 bilhões, no período de agosto de 2013 até dezembro de 2013 para tentar corrigir o que eles mesmos chamam de excesso as cotações dólar, visto que a moeda atingiu o valor de R\$ 2,45 o maior nível desde 2008.

Se considerarmos a quantia que foi despejada pelo Banco Central no ano, o valor pode atingir US\$ 105 bilhões, o que significa por 28% das reservas internacionais brasileiras.

6) Relação entre taxa de câmbio e crescimento econômico – Literatura e Estudos

Os estudos literários sobre taxa de câmbio iniciaram há aproximadamente 50 anos atrás, mais especificamente em 1964 com o economista húngaro Béla Balassa, muito conhecido pelo seu estudo desenvolvido na relação entre poder de compra e paridade e diferença de produtividade entre os países conhecido como efeito Balassa-Samuelson. Na última década, o número de estudos sobre o assunto aumentou bruscamente com artigos e estudos de intelectuais renomados, como Ofair Razin e Susan Collins (artigo publicado em 1997), Paulo Gala e Claudio Lucinda (artigo publicado em 2006), Barry Eichengreen (artigo publicado em 2008) Dani Rodrik (artigo publicado em 2008), Andrew Berg e Yanliang Miao (artigo publicado 2010), entre outros.

Paulo Gala e Claudio Lucinda⁵, ambos brasileiros e professores da Universidade de Economia de São Paulo, apresenta um trabalho com resultados empíricos sobre a relação taxa de câmbio real e crescimento econômico, considerando as taxas de crescimento *per capita*. Entretanto, eles estimulam a relação entre crescimento e sobrevalorização (depreciação) a partir de um índice de câmbio real que considera alterações na renda *per capita* de uma amostra de países tomando em conta também o efeito Balassa-Samuelson. Os resultados encontrados no artigo mostram a relevância dos níveis de taxa de câmbio sobre as taxas de crescimento do PIB *per capita*.

Álvaro Aguirre e César Calderon⁶, em 2005, desenvolveram um artigo sobre a relação entre desalinhamento cambial e crescimento econômico, no qual todos os artigos subsequentes os citam e utilizam como base comparativa. Eles partiram de uma análise em painel dinâmico e cointegrada para um conjunto de 60 países entre os anos de 1965 a 2003. Adicionalmente, criaram um índice de desalinhamento cambial com base nos resíduos de uma regressão chamada por eles de taxa de câmbio de equilíbrio fundamental (*fundamental equilibrium exchange rate – FEER*). A primeira conclusão encontrada é que uma valorização em um taxa de cambio real equilibrada, que eles chamam de RER (Real Exchange Rate), é explicada por ondas permanentes na produtividade, melhor posição líquida dos ativos, boas condições de choques comerciais e aumentos nos gastos públicos. A segunda foi que a RER dos países emergentes ou em

⁵ Exchange Rate Misalignment and Growth: Old and New Econometric Evidence – Paulo Gala & Claudio R. Lucinda (2006)

⁶ Real Exchange Rate Misalignments and Economic Performance - Álvaro Aguirre e César Calderón – Central Bank of Chile Working Papers

desenvolvimento apresentam um grau de desalinhamento maior do que os países desenvolvidos. Por fim, encontraram que quando o câmbio do país está muito depreciado o impacto sobre crescimento econômico é negativo, por outro lado, quando esse câmbio está em um nível moderado ou pequeno de depreciação, pode gerar saldo impulsionar ou levar ao crescimento.

Um dos estudos mais recente e muito interessante é o do economista Dani Rodrik⁷, que realizou uma estimativa para um conjunto de 184 países com séries de dados de 1950-2004. Rodrik utiliza e desenvolve um índice para medir o grau de desvalorização da taxa de câmbio real ajustado pelo efeito Balassa -Samuelson usando o PIB⁸ real per capita de cada país. O resultado encontrado em sua análise é que em países com taxas de câmbio desvalorizadas o crescimento é maior. Ou seja, uma taxa de cambio desvalorizada promove o crescimento enquanto uma taxa muito valorizada prejudica. Destaca ainda as acelerações de crescimentos dos países asiáticos são impressionante e duradoura enquanto que os países africanos não. Este artigo será melhor explicado no próximo capítulo 7, onde ele passará por uma análise empírica detalhada.

Dando continuidade ao estudo de Rodrik, os economistas Berg e Miao desenvolveram uma investigação empírica sobre o desalinhamento da taxa de cambio com o objetivo de comparar os seus resultados com os encontrados por Rodrik. O estudo é baseado em um modelo fundamental de equilíbrio de taxa de câmbio, conhecido como *Washington Concensus* (WC). Este sustenta que o desalinhamento cambial implica desequilíbrios macroeconômicos que são ruins para o crescimento econômico. Algumas das provas da regressão sugerem que desvios fundamentais são mais importantes do que os desvios do que eles chamam de PPP (*purchasing power party*), Paridade do Poder de Compra. Os resultados encontrados vão de acordo com os de Rodrik, no sentido de que a desvalorização cambial incentiva/ajuda o crescimento de longo prazo enquanto uma valorização elevada tende a ter o efeito contrário.

⁷ The Real Exchange Rate and Economic Growth (2008) – Dani Rodrik

⁸ Produto Interno Bruto que no inglês é Gross Domestic Product - GDP

Em 2012, Flávio Vieira e Ronald Macdonald⁹ seguiram a linha mesma linha de estudos e lançaram um estudo que investiga o papel do desalinhamento da taxa de câmbio real no crescimento de longo prazo para um conjunto de 90 países, no período de 1980 – 2004. Os resultados encontrados “(sic) indicam que os coeficientes do desalinhamento da taxa de câmbio real são positivos para diferentes especificações e amostras, indicando que uma taxa de câmbio real mais depreciada (apreciada) estimula (prejudica) o crescimento de longo prazo. Os coeficientes estimados são maiores para os países emergentes e em desenvolvimento”.

⁹ A panel data investigation of real exchange rate misalignment and growth (2012) - Flávio Vilela Vieira; Ronald MacDonald.

7) Análise Empírica de Modelos – Relação entre Taxa de Câmbio e Crescimento

Neste capítulo será profundamente estudada as regressões desenvolvidas nos artigos de Dani Rodrik, Berg e Miao, e Vieira e Macdonald, citados no capítulo passado. O objetivo é realizar uma análise empírica da metodologia utilizada e seus resultados.

Em seu artigo, Rodrik inicia o estudo determinando a forma de achar o que ele chama de Taxa Real de Câmbio¹⁰ (RER) utilizando dados sobre taxas de câmbio nominal (XRAT) e fatores de conversão PPP (Paridade de Poder de Compra) da *Penn World Tables* (Heston, Summers, and Atina 2006), expressos em dólares (US\$).

$$\ln RER_{it} = \ln(XRAT_{it}/PPP_{it})$$

Onde i é um índice para os países e t é o índice do período de 5 anos. Desta forma, quando RER é maior do que um, indica que o valor da moeda é menor (mais depreciada) do que é indicado pela paridade do poder de compra (PPP). Entretanto, dado o efeito de Balassa-Samuelson, que na prática, bens não transacionáveis também são mais barato em países mais pobres, faz com que a regressão acima necessite de um ajuste. Com o intuito de captar o efeito de Balassa-Samuelson, ele regride RER pelo logaritmo da série de produto per capita (*RGDPCH*):

$$\ln RER_{it} = \alpha + \beta \ln RGDPCH_{it} + f_t + u_{it}$$

Onde f_t é um efeito fixo para o período de tempo e u_{it} é o termo erro. A estimativa da equação acima mostra o coeficiente estimado para β . Caso, o coeficiente seja negativo e estatisticamente significativo, ele pode ser considerado uma indicação da relevância do efeito Balassa-Samuelson. Este foi o resultado encontrado por Rodrik, que estimou $\beta = -0,24$ com um estatística-t em torno de 20, ou seja, extremamente significativo.

A próxima etapa, e última, para encontrar o índice de desvalorização, Rodrik calcula a diferença entre a taxa real de câmbio (primeira equação) e o efeito de Balassa-Samuelson (segunda equação).

¹⁰ "Real" Exchange Rate (RER)

$$\ln UNDERVAL_{it} = \ln RER_{it} - \ln \widehat{RER}_{it}$$

Desta forma quando o valor do índice UNDERVAL exceder a unidade, indica que a taxa de câmbio é definida de tal forma que os bens produzidos no próprio país são mais baratos em dólar, ou seja, a moeda é desvalorizada, depreciada. Quando UNDERVAL está abaixo de 1, a moeda está valorizada.

No artigo “*A panel data investigation of real exchange rate misalignment and growth*”, de Flávio Vieira e Mcdonald, os autores utilizam a mesma metodologia, relatada acima e utilizada por Rodrik para estimar a desvalorização do câmbio . Eles também acreditam que esta forma seja a melhor forma de estimação.

Prosseguindo, Rodrik utiliza uma regressão em dados em painéis para estimar a relação entre subvalorização e crescimento. Na qual utiliza a seguinte regressão:

$$growth_{it} = \alpha + \beta \ln RGDPCH_{it-1} + \delta \ln UNDERVAL_{it} + f_i + f_t + u_{it}$$

Posteriormente Rodrik argumenta, em seus resultados encontrados, que “ (sic) quando bens comercializáveis são desproporcionalmente afetados por distorções pré-existentes, depreciações cambiais reais pode ser boas para o crescimento (sic)”. Com isso ele desenvolve um modelo simples para demonstrar os mecanismos atrás disso.

Em seu modelo ele considera uma economia na qual existe impostos nos setores negociáveis e não-negociáveis. Quando o imposto sobre os bens comercializáveis é maior do que o imposto sobre os não, isso quer dizer que os recursos da economia são mal alocados e por isso o sector dos bens transacionais é muito pequeno gerando uma taxa de crescimento que não esta no estado ótimo da economia. Concluindo, nessas circunstâncias relatadas acima em que depreciações cambiais reais promovem crescimento econômico.

A principal conclusão do estudo relatado de Rodrik, é que a política de desvalorizar taxa cambial em países pobres nem sempre funcionam, pois sofrem desproporcionalmente com as falhas institucionais e de mercado. Desta forma, encontrar uma solução e vencer as falhas de mercado e institucionais, seria acabar com

os dilemas das políticas de valorização ou desvalorização da taxa de juros. Finalizando, acrescenta que depreciações cambiais reais sustentadas aumentam a probabilidade de investir em bens comercializáveis, e agir de forma a aliviar o custo econômico dessas distorções. Consequentemente, os episódios de desvalorização estão fortemente associados com maior crescimento econômico.

Ele ainda faz questão de destacar em seu trabalho que a taxa de câmbio real é uma variável política, mas nem sempre isso é real, pois a taxa de câmbio real é um preço relativo determinado em equilíbrio de mercado em geral, assim como outros preços relativos. Mas os governos possuem diversos instrumentos a sua disposição que podem atingir uma taxa de câmbio. Adicionalmente, essas políticas combinadas com outras políticas monetárias, podem gerar um resultado ainda maior no crescimento econômico de um país. Por exemplo, políticas fiscais, de consumo, gastos públicos etc.

Ele alerta que taxa de câmbio depreciada ou apreciada podem gerar efeitos colaterais ou necessitar de outras políticas. Para fazer frente à depreciada, o país necessitaria de uma maior poupança em relação ao investimento, ou até mesmo menores gastos públicos. E por outro lado altas taxas cambiais podem gerar um superávit/déficit na conta corrente. Isto, evidentemente, gera efeitos sobre outros países. Caso os países emergentes ou em desenvolvimento seguissem a estratégia de deixar altas taxas cambiais, os países desenvolvidos teriam que aceitar a conviver com o déficit em suas contas correntes. Esse é um ponto de frequentes discórdias entre as duas maiores economias do mundo, Estados Unidos e China, no cenário atual.

Diferente de Rodrik, Vieira e McDonald, em seu estudo, utilizaram dados em painel (efeitos fixos e aleatórios) para estimar o modelo para a taxa de câmbio real. Primeiramente encontram que, como Rodrik, a variável RGDPCCH deve ser estendida para incluir outras variáveis determinantes da taxa de câmbio real. Posteriormente, o trabalho analisa, com base em uma cointegração em painel, estimações do desalinhamento da taxa de câmbio real.

Eles realizam uma comparação entre os resultados encontrados dos coeficientes estimados para RER da amostra selecionada para países em desenvolvimento e emergentes. Os coeficientes são maiores para países em desenvolvimento, o que nos faz entender que uma política baseada na manutenção de uma taxa de câmbio real

depreciada (desvalorizada), tem um impacto sobre o crescimento econômico, para esses países, no longo prazo.

Em sequência ao estudo, utilizam um modelo de crescimento em painel (*two-step System GMM*) para estimar novamente a RER. O resultado encontrado é o mesmo da primeira regressão, ou seja, que os coeficientes do desalinhamento de RER são positivos para diferentes especificações e amostras, o que indica novamente que uma RER mais depreciada estimula o crescimento da economia (crescimento do PIB) no longo prazo, e o inverso também é verdadeiro, uma RER apreciada gera prejuízos no crescimento de longo prazo. Vale destacar que os coeficientes estimados da RER são maiores para os países em desenvolvimento e emergentes. Adicionalmente, os resultados encontrados sugerem que um aumento de 10% (depreciação) na taxa de câmbio real pode fazer com que o PIB do país cresça em torno de até 0,3% ao ano.

Finalmente, podemos dizer que os estudos se complementam e um vai de acordo com o resultado encontrado pelo os outros. Melhor dizendo, o estudo de Vieira e McDonald, vai de acordo com os resultados encontrados por Rodrik e Berg e Miao, apesar de acharem que o desequilíbrio na taxa de câmbio tem um impacto maior no crescimento econômico do que os encontrados nos estudos anteriores.

É importante destacar que ambos os autores concluem que economias emergentes e em desenvolvimento devem evitar longos períodos de valorização (ou seja apreciação) de taxa de câmbio real, pelas consequências e efeitos colaterais já relatados acima. Essas deveriam manter a taxa de cambio real em um nível competitivo, o que deve ser associado a uma taxa mais depreciada em relação ao seu nível de equilíbrio.

8) Conclusão

Políticas macroeconomias sempre geraram polêmicas entre os países, principalmente quando estas estão associadas à políticas monetárias das principais economias do mundo. Entretanto, eu acredito que cada país tem o direito de adotar a de sua escolha, aquela que ele acredite que seja a melhor economicamente para seu desenvolvimento e, é claro, esteja dentro das leis.

Nos modelos e artigos estudados no capítulo 6 e 7 deste material, fica claro que essas políticas influenciam o crescimento econômico dos países, apesar de terem algumas ponderações e observações que devem ser tomadas. O exemplo clássico, que é confirmado nos resultados encontrados no artigo de Vieira e McDonald, é a desvalorização/valorização da taxa de câmbio que em determinados países podem gerar crescimento econômico (ou prejudicar o mesmo) nas proporções de 10% para 0,3% (quando é depreciada).

Já o termo guerra cambial surgiu, principalmente, após as políticas de “*quantitative easing*” americana. Isto depois de países emergentes serem afetados pelo aumento da liquidez da moeda americana. Obviamente, qualquer política da maior economia do mundo gerará consequências colaterais em países economicamente menores, os afetando. Com isso, as medidas americanas afetam sim as economias de países em desenvolvimento e emergentes e até mesmo de países pertencente à União Europeia. De qualquer maneira, os Estados Unidos entendeu que diante das circunstâncias, aquela era a melhor opção de política no momento e seria melhor saída para a sua crise financeira. Qual seria o problema de adotá-la? Eu particularmente, não vejo nenhum. Inclusive, política adotada vem mostrando resultados positivos como foram relatados acima.

Logicamente, os países vão ajustando suas políticas quando estão sendo atingidos negativamente pelas políticas dos outros. Por isso, surgiu o termo “guerra cambial”, no sentido que as economias estão ajustando suas políticas frente às outras, as vezes “atacando” ou até mesmo “contra-atacando”. Desta forma, por mais que exista realmente, o termo é utilizado de forma inadequada por países emergentes, muitas vezes apenas para reclamarem das medidas dos outros países.

Independente ao estudo apresentado, acredito que o “*quantitative easing*” americano deve ser melhor estudado em um segundo momento. No qual, o foco principal do estudo deveria ser seus benefícios e suas consequências frente à economia americana e a mundial.

Finalizando, conforme falado acima, os países tomam as medidas cabíveis visando o melhor para a sua economia, desta forma adotam suas políticas monetárias que pode gerar consequências em outros países. Com isso, acredito que exista sim uma resposta constante para as políticas econômicas, na qual os países vão se ajustando, porém não uma guerra do modo em que os países emergentes relatam.

9) Fontes de Dados

1. Site do FED
<http://www.federalreserve.gov/econresdata/default.htm>
2. Site do FMI
<http://www.imf.org/external/data.htm>
3. Bloomberg
4. Site do National Bureau of Statistics of China
<http://www.stats.gov.cn/english/statisticaldata/>
5. Trading Economics
<http://www.tradingeconomics.com/china/indicators>
6. Site do IPEA DATA
<http://www.ipeadata.gov.br/>
7. Base de dados disponibilizada por Dani Rodrik
<http://www.hks.harvard.edu/fs/drodrik/research.html>
8. Bank of England
<http://www.bankofengland.co.uk/Pages/home.aspx>
9. Yahoo Finance
www.finance.yahoo.com.br

10) Referências Bibliográficas

1. Eichengreen, Barry 2013. Currency War or International Policy Coordination ?. University of California, Berkeley.
http://emlab.berkeley.edu/~eichengr/curr_war_JPM_2013.pdf
2. Iglesias, Miguel Otero. 2011. "Currency Wars" between the US and China: Where does the EU Stand?. Oxford Brookes University.
http://www.academia.edu/1073894/Currency_Wars_between_the_US_and_China_Where_does_Europe_Stand
3. Rickards, James. 2011. Currency Wars - The making of the next global crisis - editora PORTFOLIO PRESS
4. The Economist. 2013. What QE means for the world - Positive-sum currency wars.
<http://www.economist.com/blogs/freeexchange/2013/02/what-qe-means-world>
5. Bloomberg. By Simon Kennedy, Emma Charlton & Ye Xie. 2013. Currency War Turns Stimulus War as Brazil Surrenders
<http://www.bloomberg.com/news/2013-03-04/currency-war-turns-stimulus-war-as-brazil-surrenders.html>
6. Frankel, Jeffrey. 2013. Currency Wars. Harpel Professor of Capital Formation & Growth . Harvard University
7. Darvas, Zsolt and Pisani-Ferry, Jean. 2010. The Threat of 'Currency Wars': a European Perspective .
<http://econpapers.repec.org/paper/mkgwpaper/1006.htm>
8. Quantitative Easing Explained
<http://globeconomicanalysis.blogspot.com.br/2010/11/qe-explained.html>
9. Federal Reserves <http://www.federalreserve.gov>
10. Blinder, Alan. 2010. Quantitative Easing: Entrance and Exit Strategies. , organized by the Federal Reserve Bank of St. Louis, St. Louis, Missouri
<http://research.stlouisfed.org/publications/review/10/11/Blinder.pdf>
11. Barbosa, Fernando de Holanda. Política Monetária: Instrumentos, objetivos e a Experiência Brasileira.
<http://www.fgv.br/professor/fholanda/Arquivo/Polimone.pdf>
12. Vieira, Flávio Vilela e MacDonald, Ronald. 2012. Panel data investigation of real exchange rate misalignment and growth.
http://www.scielo.br/scielo.php?pid=S0101-41612012000300001&script=sci_arttext#_ftnref1

13. Rodrik, Dani. 2008. The Real Exchange Rate and Economic Growth. Brookings Papers on Economic Activity, <http://www.hks.harvard.edu/fs/drodrik/Research%20papers/RER%20and%20growth.pdf>
14. Augusto Thompson, 1991, “Manual de Orientação para Preparo de Monografia”.
15. Berg, A.; Miao, Y. The Real Exchange Rate and Growth Revisited: The Washington Consensus Strikes Back? IMF Working Paper, 10 (58), 2010. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2010/wp1058.pdf>
16. Gala, P.; Lucinda, C. R. Exchange Rate Misalignment and Growth: Old and New Econometric Evidence. Revista Economia, p.165-87, 2006.
17. Citi Perspectives. 2013. Wealth Management – Latin America | 2013 No. 5
18. Aguirre, A.; Calderón, C. Real Exchange Rate Misalignments and Economic Performance. Central Bank of Chile, Economic Research Division, Working Paper 315, 2006. <http://www.bcentral.cl/estudios/documentos-trabajo/pdf/dtbc315.pdf>
19. BCA Research - Fed Drops A Strong Hint <http://blog.bcaresearch.com/fed-drops-a-strong-hint>
20. BCA Research – U.S. Financial Stocks - Stay Overweight www.blog.bcaresearch.com/u-s-financial-stocks-stay-overweight
21. Abreu, M. P. (1990) . A Ordem do Progresso, Cem Anos de Política Econômica Republicana 1889 – 1989, ED. Campos, Rio de Janeiro