

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA
MONOGRAFIA – 2005.1

Professor Tutor: Márcio Garcia

CÂMBIO, SALÁRIOS E DISTRIBUIÇÃO DE RENDA NO BRASIL

Larissa Helena Narcisi Reinprecht

Orientador: Ilan Goldfajn

Junho de 2005

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA
MONOGRAFIA – 2005.1

Professor Tutor: Márcio Garcia

CÂMBIO, SALÁRIOS E DISTRIBUIÇÃO DE RENDA NO BRASIL

Larissa Helena Narcisi Reinprecht

Orientador: Ilan Goldfajn

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

Junho 2005

“As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor.”

Agradecimentos:

Ao professor Márcio Garcia, pelo impulso inicial.

Ao professor Ilan Goldfajn, pela orientação.

Ao Pedro, por aturar (e curar) com galhardia minha histeria de final de período.

Aos meu pais, por todo o resto.

Sumário

1. Introdução	5
2. Resenha da literatura	7
3. Metodologia e base de dados	10
4. Câmbio, salários e distribuição de renda	11
5. Estimativas para a relação entre salários e câmbio reais	13
6. Características da organização produtiva brasileira	19
6.1. Conjecturas sobre a distribuição dos efeitos de depreciações cambiais e interação entre setores produtores de exportáveis e importáveis	19
6.2. Conjecturas sobre a dinâmica do mercado de fatores e suas interações com os setores produtivos no caso brasileiro	23
6.3. Conjecturas sobre o repasse cambial para a inflação ao consumidor	26
7. Política macroeconômica no Brasil	27
7.1. Tradição: a política econômica no Brasil no Século XX	27
7.1.1. República Velha	27
7.1.2. Governo Provisório, Vargas e o Estado Novo	30
7.1.3. O pós-guerra	32
7.1.4. Jânio Quadros e João Goulart	35
7.1.5. Os governos militares	36
7.1.6. As últimas duas décadas	38
7.2. Reflexões	39
8. Conclusão	42
9. Referências bibliográficas	43

1. Introdução

É comum no Brasil que uma valorização do real ante o dólar cause inquietação no mercado. Usualmente, trata-se do setor exportador pressionando por vantagens competitivas no mercado internacional.

Regra geral, desvalorizações cambiais fortalecem a posição comercial de um país e aumentam seu produto doméstico. No entanto, depreciações tornam bens importados mais caros, e isto se reflete de diversas formas na renda real do trabalho. Em primeiro lugar, de uma forma direta e imediata: reduz o poder de compra, dado que alguns produtos – os produzidos em outros países – estão mais caros, em consequência da desvalorização cambial. Em segundo lugar, temos que todos os componentes importados dos quais depende a produção nacional se tornam igualmente mais caros, se refletindo também em aumento dos preços domésticos no médio e longo prazo. Ao mesmo tempo, o aumento nos custos de produção (referentes ao aumento dos preços de seus componentes importados) exercem efeito sobre os salários recebidos, pressionando-os para baixo.

Este trabalho busca analisar o impacto de desvalorizações cambiais na economia brasileira, no que tange a renda real dos trabalhadores – aqui representada pelos níveis de salário real. Na próxima seção, apresentamos um resumo da literatura em que se apóia a estrutura teórica do trabalho. No capítulo 3, discute-se a escolha da base de dados e a metodologia de trabalho referente às regressões que foram efetuadas.

O capítulo 4 desenvolve uma estrutura de análise, à qual referenciaremos o desenvolvimento posterior de nossa discussão. No capítulo 5, foram feitos testes empíricos simples no intuito de verificar a relação entre câmbio e salários reais para a economia brasileira ao longo dos últimos 15 anos. O capítulo 6 visa explicar os resultados obtidos na seção anterior, fazendo uso dos conceitos apresentados no capítulo 4. No capítulo 7, foi desenvolvido um panorama geral da política econômica brasileira, objetivando situar as análises posteriores num contexto geral de tradição de pensamento econômico e interrelações entre *policy makers* e agentes econômicos; ainda na mesma

seção, é proposta uma reflexão sobre políticas macroeconômicas ótimas de incentivo ao crescimento da economia brasileira. A última seção do trabalho dedica-se à conclusão e síntese de tudo que foi trabalhado anteriormente.

2. Resenha da literatura

Desvalorizações cambiais reais podem ter variados efeitos sobre a renda real do trabalhador e o mercado de trabalho. Em Goldberg e Tracy (1999), temos que a intensidade da resposta do mercado de trabalho a variações cambiais depende dos seguintes fatores: grau de penetração de produtos importados nos mercados domésticos; nível de orientação para exportação; nível de dependência produtiva de componentes importados.

Traduzindo simplificadamente estas relações em termos salariais, temos que quanto maior o grau de penetração de produtos importados nos mercados domésticos, maior é o impacto positivo de uma desvalorização cambial nos salários, dado que fabricantes locais ganham competitividade em relação aos estrangeiros, aumentando sua demanda por trabalho e, portanto, pressionando salários para cima; quanto maior o nível de orientação para exportação, maior é o impacto positivo de uma desvalorização cambial, dado que fabricantes locais ganham em competitividade no exterior, aumentando sua demanda por trabalho e, portanto, pressionando salários para cima; finalmente, quanto maior o nível de dependência produtiva de componentes importados, maior é o efeito negativo de uma desvalorização cambial nos salários, visto que produtores locais perdem competitividade, reduzindo sua demanda por trabalho, e, assim, pressionando salários para baixo.

Ao mesmo tempo, temos que desvalorizações cambiais – sobretudo quando percebidas como permanentes – têm impacto negativo via demanda sobre o poder aquisitivo dos salários no país, não só porque produtos importados ficam mais caros, mas, também porque o mesmo ocorre com insumos importados. Ressalve-se que o repasse deste aumento de custos para preços depende, por sua vez, do ciclo de negócios, isto é: em uma economia em recessão, os produtores podem preferir reduzir suas margens de lucro a aumentar preços, enquanto o inverso ocorre em momentos em que as vendas estão em alta (Goldfajn e Werlang, 2000).

No contexto de história econômica do Brasil, Celso Furtado descreve em sua obra clássica *Formação Econômica do Brasil* o que chama de mecanismo de socialização de perdas, através do qual prejuízos que deveriam ser sofridos pelo setor produtivo de elite são repassados aos outros setores, sendo, portanto, distribuídos ou “socializados”. O processo ocorre da seguinte forma: crises econômicas mundiais têm como consequência a adoção de uma política indutora da depreciação da moeda nacional, o que reduziria as perdas dos exportadores com as quedas internacionais dos preços de seus produtos, já que, em moeda nacional, os mesmos permaneceriam inalterados (ou seriam ao menos parcialmente compensados pela depreciação). No entanto, como já foi mencionado anteriormente, a mesma desvalorização do câmbio encarece importações, que são fundamentais para todos os setores da sociedade.

Argumenta-se que setores exportadores também perdem com o aumento do preço dos produtos importados; no entanto, cabe ressaltar que as importações efetuadas por membros da elite econômico-produtiva têm caráter fundamentalmente supérfluo, podendo ser reduzidas em caso de aumento de preços, enquanto importações feitas por todos os outros setores apresentam caráter de essencialidade, gerando uma redistribuição de renda que parte precisamente destes diferenciais de elasticidade-preço da demanda por importações entre diferentes estratos sócio-econômicos.

Knight (1976) elabora uma análise do impacto de variações cambiais sobre a distribuição de renda de um ponto de vista da dinâmica entre setores produtores de bens importáveis, exportáveis e não-comercializáveis e mercados de fatores. Ele conclui que, para países emergentes, diferentes arranjos institucionais geram diferentes resultados, no que tange à redistribuição da remuneração dos fatores como resultado de uma variação cambial, que se apóiam na proporção de bens de cada um dos tipos acima nas cestas de consumo típicas, na divisibilidade da remuneração dos fatores, e, ainda, no poder de barganha dos trabalhadores, considerando ainda o repasse cambial para a inflação.

Sachs (1980) se apóia no desenvolvimento do modelo Mundell-Fleming (1962/1963) e trabalhos de Perry (1975), Taylor (1978) e Hicks (1975) acerca do processo de fixação de salários para analisar a eficácia de políticas fiscais ou monetárias sob um regime de câmbio flutuante. Trabalhando com as hipóteses de previsibilidade perfeita e mobilidade de capitais, Sachs alega que a política monetária pode ser neutra, mesmo em regimes de câmbio flutuante, se a economia apresentar em suas negociações salariais uma tendência a preservar ou aumentar os salários reais.

Sachs sugere um modelo em que a hipótese de salários reais fixos no curto prazo é relaxada através da inclusão de uma resposta defasada dos contratos à aceleração inflacionária, bem como de uma eventual reação a variações no nível de desemprego. Assim sendo, temos algumas conclusões interessantes. Primeiramente, devido à defasagem nos ajustes salariais, a política monetária surte efeito no curto-prazo: uma expansão monetária aumenta as exportações, em um primeiro momento, para logo serem retraídas por um aumento nos preços domésticos. Ao contrário, a resposta a ajustes fiscais é menos significativa no curto prazo do que no estado estacionário. A expansão fiscal induz a apreciação do câmbio, aumentando salários reais; à medida em que os salários nominais se reduzem devido à queda nos preços, a oferta agregada se expande.

No longo prazo, temos que o equilíbrio em conta-corrente afeta os resultados de política econômica obtidos no exercício descrito anteriormente. Neste caso, com salários nominais fixos, tanto a política monetária quanto a fiscal têm efeitos positivos sobre o produto; com rigidez de salários reais, expansões monetárias não surtem efeito, enquanto ajustes fiscais têm impactos negativos.

3. Sobre a metodologia e a base de dados

Foram utilizadas séries temporais obtidas através de bases de dados do IPEA e do Banco Central do Brasil. Optou-se por séries mais atuais, mas ainda assim, longas, de Janeiro de 1988 a Dezembro de 2003, de forma a captar diversos choques de câmbio sobre a economia brasileira sem se perder, contudo, uma certa homogeneidade histórica.

As séries são todas trimestrais, no intuito de proporcionar uma amostra de tamanho razoável para as estimativas, e também para tornar cada observação mais representativa de seu período. Considerou-se que, dados os objetivos deste trabalho, médias mensais não apontariam resultados significativos, enquanto médias anuais seriam por demais abrangentes.

A utilização de variáveis reais nas regressões minimiza o impacto de reformas monetárias sobre salários e câmbio, além de apresentarem resultados em termos de poder aquisitivo, o que é mais interessante à nossa análise.

Optou-se por uma base de macrodados devido ao caráter complementar que a análise econométrica assume neste trabalho. A série de salário real obtida foi calculada para a indústria de transformação; a série de câmbio real, por sua vez, é multilateral e foi calculada pelo expurgo do Índice Nacional de Preços ao Consumidor (INPC) e dos Índices de Preços por Atacado (IPAs) dos 16 mais importantes parceiros comerciais do Brasil da série nominal de taxa de câmbio (R\$ / US\$), ponderada pela participação de cada parceiro na pauta do total das exportações brasileiras em 2001 (fonte: IPEADATA). O PIB industrial, por sua vez, figura nas regressões como controle (ciclos de negócios), e está representado por um índice de produção industrial dessazonalizado (quantum). A taxa de desemprego aberto utilizada aqui foi calculada para a Região Metropolitana de São Paulo. As exportações e importações (FOB) foram calculadas em dólares.

4. Câmbio, salários reais e distribuição de renda

A relação entre a taxa de câmbio e o mercado de trabalho se dá através de três canais fundamentais, a saber: demanda externa por bens produzidos domesticamente; competitividade de produtos domésticos com relação aos importados; custos de produção, associados às variações de preços dos bens intermediários importados. Cada um dos aspectos citados acima exerce influência distinta sobre a remuneração do trabalho. No caso de uma desvalorização cambial, por exemplo, temos que o preço de produtos nacionais tornam-se mais competitivos no mercado internacional, o que leva a aquecimento do setor exportador, aumentando a remuneração dos fatores (incluindo-se no grupo, portanto, o fator trabalho) no mesmo; ao mesmo tempo, verifica-se aumento da competitividade dos produtos domésticos com relação aos importados, que ficam mais caros, igualmente pressionando a produção interna de forma a exercer influência positiva nos salários reais. Por outro lado, o aumento de custos de produção, via aumento dos preços dos componentes importados de produção, representaria uma pressão negativa sobre a remuneração real do trabalho (Goldberg e Tracy, 1999).

A chave da relação entre os efeitos citados acima e suas conseqüências distributivas de renda está na compreensão das inter-relações presentes entre os diferentes setores produtivos em que a economia se divide, bem como as existentes entre estes e os mercados de fatores; ainda, cabe analisar também a interação entre os setores produtivos domésticos e o mercado internacional (Knight, 1976).

Uma economia fundamentalmente voltada para a exportação beneficia-se, em termos agregados, de uma desvalorização cambial (dado que as condições de Marshall-Lerner sejam satisfeitas). Por sua vez, um país essencialmente importador sofre dois efeitos inversos. Por um lado, há estímulo à produção doméstica, dado que, com a moeda mais fraca, seus preços beneficiam-se de maior competitividade frente aos produtos estrangeiros. Pelo lado da oferta, porém, o aumento do preço dos importados aumenta custos e é repassado aos preços finais dos produtos domésticos (ou contraí margens de lucro, no curto prazo), reduzindo, anulando, ou mesmo regredindo os efeitos benéficos anteriormente descritos. Neste caso, cabe analisar também a participação de

importados na cadeia produtiva, comparada à proporção dos mesmos na cesta de consumo, verificando também a intensidade do repasse cambial para a inflação ao consumidor e, ainda, o efeito substitutivo de importações desencadeado pela depreciação.

Para avaliar o impacto de depreciações cambiais sobre salários reais, isto é, sobre a remuneração do fator de produção trabalho, é necessário também verificar a disposição dos fatores entre setores, e os efeitos da desvalorização sobre cada um deles; segue desta necessidade a de destrinchar as relações entre fatores num contexto tanto inter-setorial como também intra-setorial, isto é, seu grau de mobilidade e a proporção em que são utilizados.

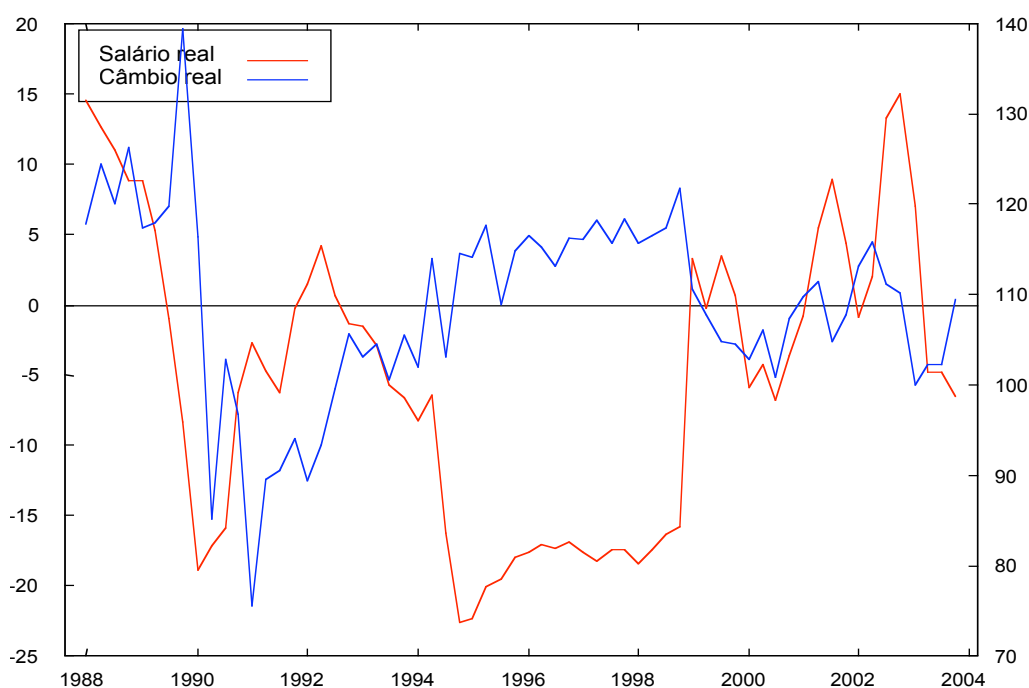
Em Knight (1976) é sugerida uma abordagem teórica que envolve três fatores de produção (trabalho, terra e capital) e três produtos/setores (importados, exportados e não-comercializáveis). Produtos para exportação são intensivos em terra; produtos importados são intensivos em capital, e não-comercializáveis, em trabalho; no entanto, todos os setores empregam todos os fatores em alguma proporção. Assumindo mobilidade inter e intra-setorial, dado que a desvalorização aumenta preços de produtos comercializáveis (importados e exportados) com relação aos não-comercializáveis, temos que todos os três fatores – em particular, o fator trabalho – deslocam-se do setor de não-comercializáveis para os outros dois. É plausível imaginar que tal transferência provoque uma mudança nos preços relativos dos fatores, fazendo com que a remuneração do trabalho caia; no entanto, diferentes limitações à mobilidade dos fatores, bem como a influência de diversos outros elementos (por exemplo, a organização das instituições de mercado, a interação do governo com os mercados) levariam a uma gama variada de resultados.

Ainda em Knight (1976), temos que a redistribuição da renda em resposta a movimentos na taxa de câmbio passa pela distribuição da posse dos fatores de produção e pela diversidade de cestas de produtos consumidos pela população; dado que em nenhum dos dois casos é observada uma uniformidade, a mudança nos preços relativos dos fatores causada por uma desvalorização impacta de maneiras diferentes a renda real dos diversos subgrupos populacionais – não apenas via receita (isto é, via remuneração do trabalho, como até então discutia-se), mas também via consumo.

5. Estimativas para a relação contemporânea entre salário e câmbio reais

Antes de entrarmos em um estudo do enquadramento da economia brasileira na proposta analítica delineada acima, parece ser bastante relevante uma discussão *a priori* sobre efeitos observados de variações cambiais sobre salários. Usaremos aqui variáveis reais, de forma a minorar distorções decorrentes de picos de hiperinflações e vales associados à adoção de novos planos econômicos.

Aqui, temos os gráficos sobrepostos das duas séries temporais, de câmbio real e salário real:



O próprio gráfico já fornece pistas sobre os resultados que encontraremos para nossas regressões, sendo possível notar desde já uma relação inversa entre câmbio e salários reais. Aqui, já estamos trabalhando com a série de salários reais com tendência extraída. É detectável já pelo gráfico uma intensificação desta relação entre câmbio e salários a partir da adoção do Plano Real, e sobretudo a partir de 1999, quando as variações de cada uma das variáveis se tornam ainda mais espelhadas.

Inicialmente, trabalharemos com a relação estática entre salário real, câmbio real e produção industrial. O modelo da regressão será da forma:

$$(W/P)_t = \beta_0 + \beta_1 \varepsilon_t + \beta_2 (Y_{ind})_t + u_t$$

Onde:

$(W/P)_t$ é o salário real;

ε_t é o câmbio real;

$(Y_{ind})_t$ é o índice de produção industrial.

Faremos esta estimativa inicial sem qualquer outro controle que não o índice de produção industrial (aqui utilizado como *proxy* para o ciclo de negócios). Uma simples análise gráfica dos dados, contudo, permite a conclusão de que tanto a série de salário real quanto a de produção industrial apresentam forte tendência de crescimento. Assim, esta foi retirada de ambas as séries.

A estimativa inicial (1) considerará o total da amostra, isto é, as 64 observações trimestrais para o período entre Janeiro de 1988 e Dezembro de 2003.

$$(W/P)_t = 5,8256 - 0,06370\varepsilon_t + 0,76748(Y_{ind})_t + u_t$$

(2,006) (-2,054) (7,564)

$$n=64 \quad R^2=0,488309$$

Os valores entre parênteses são os das estatísticas T. As três variáveis, aqui, apresentam significância a um nível de 5% (constante, câmbio real e produção industrial). Os resultados são coerentes com os que esperávamos: o câmbio apresenta uma relação negativa com o salário real, isto é: sua depreciação leva a queda do poder de compra do trabalhador.

Vamos agora inserir outras variáveis de controle relevantes, para confirmar nossos resultados. Começemos pela taxa de desemprego aberto. O novo modelo é:

$$(W/P)_t = \beta_0 + \beta_1 \varepsilon_t + \beta_2 (Y_{ind})_t + \beta_3 des_t + u_t$$

Onde des_t é a taxa de desemprego.

Esta nova estimativa (2) também considerará o total da amostra, isto é, as 64 observações trimestrais para o período entre Janeiro de 1988 e Dezembro de 2003.

$$(W/P)_t = 2,97237 - 0,0886397\varepsilon_t + 0,803867(Y_{ind})_t + 0,528963des_t$$

(0,860) (-2,533) (7,774) (1,487)

n=64 R²= 0,506486

Há algumas mudanças dignas de nota, aqui. Primeiramente, temos um aumento na significância tanto do câmbio real quanto do produto industrial na composição do salário real. Em segundo lugar, podemos notar que o R² da regressão aumentou, isto é, o modelo, agora, está melhor especificado – o que é perfeitamente coerente, dado que é esperado que o desemprego exerça influência sobre os salários. No entanto, temos como resultado desta regressão que a taxa de desemprego em si não apresenta significância estatística na determinação dos salários reais – ao menos para uma análise nível-nível¹.

Outras variáveis ainda podem ser incluídas, de forma a tornar o modelo ainda melhor especificado. Por exemplo, podemos incluir o nível de exportações, para controlar o resultado de forma a captar o efeito positivo de seu aumento sobre os salários, sobretudo dos trabalhadores ligados às indústrias exportadoras brasileiras. No entanto, os dados sobre exportações também apresentam forte tendência de crescimento, como fica claramente demonstrado na figura acima. Para utilizarmos a série em nossa estimação, retiramos também sua tendência.

Por sua vez, também é interessante incluir o nível de importações, numa tentativa de refletir sua relação com o setor de bens comercializáveis (importáveis) nacional (e, por conseqüência, com o mercado de trabalho neste setor), além de controlar para sua correlação com o câmbio e outras variáveis constantes da regressão. Extrairemos também a tendência desta série para utilizá-la em nossa estimação.

¹ Os resultados são bastante semelhantes quando utilizamos na mesma regressão o logaritmo da taxa de desemprego ao invés de seu nível. O mesmo ocorre para primeiras diferenças.

O novo modelo é:

$$(W/P)_t = \beta_0 + \beta_1 \varepsilon_t + \beta_2 (Y_{ind})_t + \beta_3 des_t + \beta_4 exp_t + \beta_5 imp_t + u_t$$

Onde:

exp_t é o nível de exportações.

imp_t é o nível de importações.

Esta estimativa (3) também considera o total da amostra.

$$(W/P)_t = -0,141923 - 0,0215358\varepsilon_t + 0,711952(Y_{ind})_t + 0,217550des_t - 0,000140exp_t + 0,000721imp_t$$

(-0,037) (-0,436) (6,041) (0,561) (-0,317) (1,900)

n=64 R²= 0,535414

Para este novo modelo de regressão, apenas o ciclo de negócios é significativo a 5%; o nível de importações é significativo a 10%, e o resto é altamente não-significante. Tal resultado pode indicar a necessidade de inclusão de mais variáveis no modelo, de forma a melhor especificá-lo.

Uma nova regressão pode ser montada ao se incluir entre os outros regressores uma variável *dummy* indicando o Plano Real. O novo modelo é:

$$(W/P)_t = \beta_0 + \beta_1 \varepsilon_t + \beta_2 (Y_{ind})_t + \beta_3 des_t + \beta_4 exp_t + \beta_5 imp_t + \beta_6 real_t + u_t$$

Onde $real_t$ indica a variável *dummy* para o Plano Real.

Mais uma vez, nesta estimativa (4) será considerado o total da amostra.

$$(W/P)_t = -0,3350 - 0,02108\varepsilon_t + 0,7139(Y_{ind})_t + 0,24098des_t - 0,00014exp_t + 0,00073imp_t - 0,1282665real_t$$

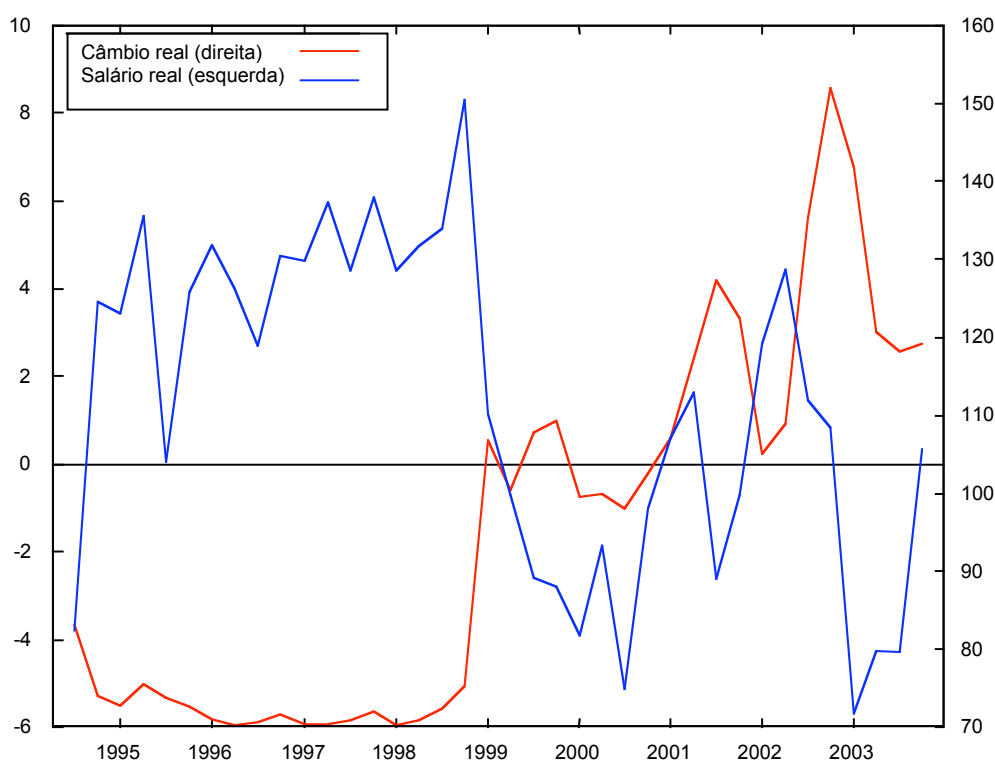
(-0,058) (-0,414) (5,631) (0,365) (-0,316) (1,509) (-0,044)

n=64 R²= 0,53543

Embora o R² indique melhor especificação do modelo, a inclusão da *dummy* reduz ainda mais a significância dos coeficientes de todas as variáveis; apenas o ciclo de negócios, novamente, apresenta significância a 5%.

É razoável esperar que a inclusão do Plano Real no modelo tenha algum efeito sobre as outras variáveis, dado o seu impacto sobre o cenário macroeconômico brasileiro – sobretudo o controle do processo inflacionário. Assim, o isolamento do período a partir do qual o Plano Real foi implantado pode gerar resultados mais coerentes.

Restringindo o tamanho da amostra para o período que se inicia em Julho de 1994, é possível observar uma relação negativa entre salários reais e câmbio real, como mostra o gráfico:



Assim sendo, podemos fazer, para a nova amostra composta das 38 observações que vão do terceiro trimestre de 1994 até o último trimestre de 2003, uma nova regressão (5) usando o modelo (2).

A nova estimativa é:

$$(W/P)_t = 7,83725 - 0,118838 \varepsilon_t + 0,153750(Y_{ind})_t + 0,425702 des_t$$

(1,941)
(-4,509)
(1,085)
(0,906)

$$n=38 \quad R^2 = 0,450008$$

Temos aqui um coeficiente altamente significativo para o câmbio real, isto é, um resultado novamente coerente com o esperado. É interessante notar, inclusive, que nesta regressão, o coeficiente do câmbio real assume maior significância do que para qualquer uma das outras apresentadas anteriormente, sugerindo que, para o Plano Real, a relação entre câmbio e salário reais é ainda mais relevante do que sob outros planos econômicos. Os coeficientes para a produção industrial e para a taxa de desemprego, por sua vez, não apresentam significância estatística a um nível de 5%.

Finalmente, trabalharemos o modelo da regressão (3) dentro da nova amostra restrita ao Plano Real. A nova estimativa (6) é:

$$(W/P)_t = 2,95411 - 0,08777\varepsilon_t + 0,16898(Y_{ind})_t + 0,575890des_t - 0,00034exp_t + 0,000375limp_t$$

(0,523) (-2,271) (1,131) (1,182) (1,153) (-1,146)

n=38 R²= 0,48551

Os resultados apontam significância apenas do coeficiente relativo ao câmbio real, que apresenta os sinais esperados. Ainda que não apresentando os sinais esperados, os níveis de exportações e importações mostram-se sem significância estatística, de acordo com este último modelo.

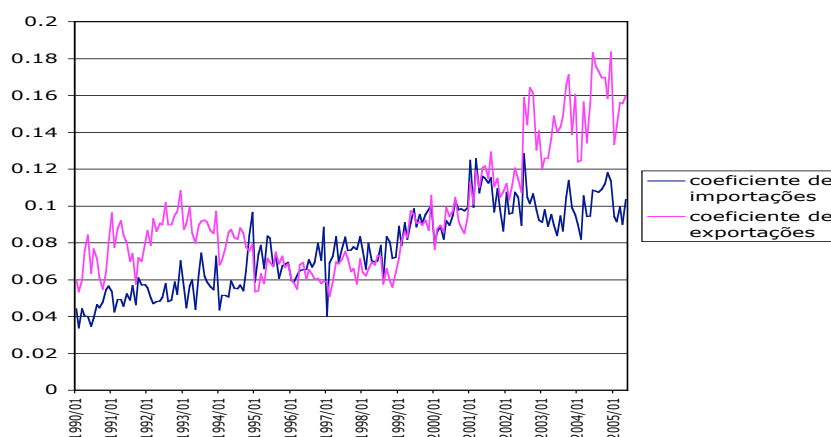
6. Características da organização produtiva brasileira

Baseando-nos no que foi discutido na seção 5, analisaremos agora as diversas características da economia brasileira que interagem com os canais de transmissão de movimentos na taxa real de câmbio para a distribuição da remuneração do trabalho e outros fatores de produção.

6.1. Conjecturas sobre a distribuição dos efeitos de depreciações cambiais e interação entre setores produtores de exportáveis e importáveis

Atualmente, a economia brasileira caracteriza-se por um coeficiente de exportação² crescente, a partir de 1995. Observa-se um salto de 8% em 2000 para quase 20% em 2004, com crescimento observado em quase todos os setores industriais. Os aumentos mais expressivos foram em minerais não-metálicos, equipamentos eletrônicos, madeira e mobiliários, refino de petróleo, têxtil, abate de animais e outros produtos alimentares. A heterogeneidade da composição atual das exportações brasileiras indica inadequação de generalizações no que tange inter-relações nos mercados de fatores para o setor de bens comercializáveis exportáveis.

Coefficientes de exportações e importações



Fonte: Ipeadata; Banco Central do Brasil. Tanto o coeficiente de importações quanto o de exportações foram calculados como volume (FOB) como proporção do PIB, valores em US\$.

Principais Produtos Exportados - Em US\$ Mil Fob

Discriminação	2004	Part. (%)	2003	Part. (%)
Soja mesmo Triturada	5,394,907	5.6	4,290,443	5.9
Minérios de Ferro e seus Concentrados	4,758,875	4.9	3,455,920	4.7
Automóveis de Passageiros	3,351,479	3.5	2,655,693	3.6
Farelo e Resíduos da Extração do Óleo de Soja	3,270,889	3.4	2,602,374	3.6
Aviões	3,268,848	3.4	1,938,582	2.7
Óleos Brutos de Petróleo	2,527,691	2.6	2,121,930	2.9
Carne de Frango Congelada, Fresca ou Refrig. Incl. Miudos	2,493,929	2.6	1,709,743	2.3
Produtos Semimanufaturados de Ferro ou Aços	2,115,274	2.2	1,618,821	2.2
Produtos Laminados Planos de Ferro ou Aços	2,006,993	2.1	1,410,003	1.9
Motores para Veículos Automóveis e suas Partes	1,971,557	2.0	1,674,008	2.3
Carne de Bovino Congelada, Fresca ou Refrigerada	1,963,066	2.0	1,154,509	1.6
Partes e Peças para Veículos Automóveis e Tratores	1,960,828	2.0	1,488,271	2.0
Calçados, suas Partes e Componentes	1,898,806	2.0	1,622,173	2.2
Café Cru em Grão	1,749,810	1.8	1,302,292	1.8
Pastas Químicas de Madeira	1,721,855	1.8	1,743,556	2.4
Acúcar de Cana, em Bruto	1,510,982	1.6	1,350,039	1.8
Fumo em Folhas e Desperdícios	1,380,461	1.4	1,052,425	1.4
Aparelhos Transmissores ou Receptores e Componentes	1,374,400	1.4	1,676,167	2.3
<i>Outros Produtos</i>	<i>51,754,570</i>	<i>53.6</i>	<i>38,217,188</i>	<i>52.3</i>
Total Geral	96,475,220	100.0	73,084,140	100.0

Fonte: MDIC-Secex

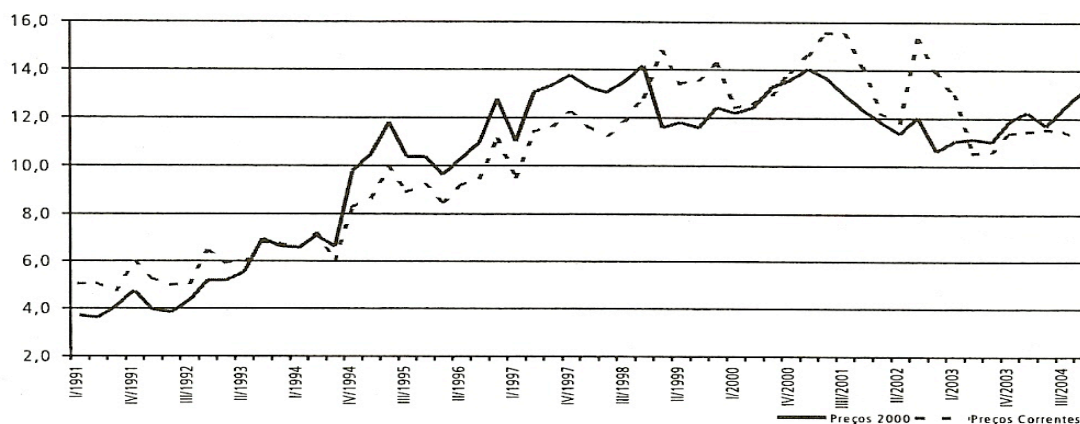
O coeficiente de penetração de importações³, por sua vez, apresenta atualmente tendência de crescimento, aumentando de 10,6% em 2003 para 13,1% em 2004, após uma fase substitutiva de importações entre 2001 e 2002. O crescimento é observado em praticamente todos os gêneros industriais, mas é particularmente intenso na indústria extrativa mineral e de veículos e peças (excluídos automóveis, caminhões e ônibus).

Tal evolução do coeficiente de penetração de importações no consumo aparente ao longo dos anos é coerente com a estrutura teórica trabalhada anteriormente. Note-se que o período substitutivo de importações mencionado coincide com um período de tendência de desvalorização cambial, indicando o fortalecimento do mercado doméstico de produtos importáveis; o inverso ocorre quando da apreciação real que se seguiu.

² Relação entre as exportações e a produção industrial. Fonte: Boletim de Conjuntura, Março de 2005 – IPEA.

³ Parcela do consumo atendida pelas importações, calculado para os diversos gêneros da indústria.

Coeficiente de penetração de importações



Fonte: Boletim de Conjuntura, Março de 2005 – IPEA.

Principais Produtos Importados - Em US\$ Mil Fob

Discriminação	2004	Part. (%)	2003	Part. (%)
Petróleo em Bruto	6,758,086	10.8	3,780,513	7.8
Partes e Peças para Veículos Automóveis e Tratores	2,041,116	3.3	1,500,763	3.1
Circuitos Integrados e Microconjuntos Eletrônicos	2,035,832	3.2	1,470,473	3.0
Medicamentos para Medicina Humana e Veterinária	1,630,489	2.6	1,397,312	2.9
Partes de Aparelhos Transmissores ou Receptores	1,586,940	2.5	996,905	2.1
Compostos Heterocíclicos, seu Sais e Sulfonamidas	1,301,895	2.1	929,073	1.9
Instrumentos e Aparelhos de Medida, de Verificação, etc.	1,104,206	1.8	862,268	1.8
Naftas	1,023,708	1.6	757,575	1.6
Cloreto de Potássio	980,713	1.6	624,437	1.3
Motores Para Veículos Automóveis e Suas Partes	953,482	1.5	741,801	1.5
Rolamentos e Engrenagens, Suas Partes e Peças	929,070	1.5	691,410	1.4
Hulhas, Mesmo Em Pó,mas não Aglomeradas	889,064	1.4	644,875	1.3
Motores e Turbinas p/ Aviação e Suas Partes	878,377	1.4	782,350	1.6
Óleos Combustíveis	851,312	1.4	808,054	1.7
Partes e Peças de Aviões, Helicópteros, outs Veículos	790,651	1.3	509,231	1.1
Inseticidas, Formicidas, Herbicidas e Prod. Semelhantes	777,281	1.2	486,038	1.0
Partes e Acess. de Maq. Automat. P/Process de Dados	745,525	1.2	590,888	1.2
Trigo em Grãos	729,877	1.2	1,009,699	2.1
Outros Produtos	36,774,170	58.6	29,707,375	61.5
Total Geral	62,781,796	100.0	48,291,040	100.0

Fonte: MDIC-Secex

As informações até então apresentadas (que revelam uma superioridade de cerca de 6% das exportações vis-à-vis importações como proporção do PIB) permitem alguma indução sobre a dinâmica da distribuição dos impactos de uma desvalorização cambial sobre a renda. De um ponto de vista setorial, podemos admitir que se, por um lado, a indústria exportadora apresenta grande heterogeneidade, sendo portanto os benefícios de uma depreciação vinculados ao crescimento das exportações distribuídos de forma relativamente homogênea pelos diversos setores da economia, por outro lado, temos que, em 2004, as importações de matérias primas e produtos intermediários, combustíveis e lubrificantes e bens-de-capital responderam por cerca de 89%⁴ do total do valor importado no ano. Esta informação já nos indica um peso significativo do efeito custo sobre os salários reais vis-à-vis efeitos sobre a competitividade dos setores nacionais, dada a inferioridade da parcela de importados destinada ao consumo.

A tabela abaixo visa esclarecer melhor esta interação entre elementos de custos de produção afetados e não-afetados pela volatilidade cambial.

FBCF - Máquinas e Equipamentos por Origem Nacional e Importado

Ano	Preços correntes				Preços do ano anterior			
	Nacional		Importado		Nacional		Importado	
	R\$ Milhões	%	R\$ Milhões	%	R\$ Milhões	%	R\$ Milhões	%
1992	24 74.9		8 25.1		2 75.9		1 24.1	
1993	538 75.5		174 24.5		17 65.1		9 34.9	
1994	15,715 74.7		2,334 25.3		649 70.9		266 29.1	
1995	28,642 68.7		13,043 31.3		15,752 64.3		8,761 35.7	
1996	26,774 65.1		14,385 34.9		25,280 63.7		14,378 36.3	
1997	28,289 58.7		18,105 41.3		26,984 57.7		18,894 42.3	
1998	26,910 64.4		18,499 35.6		26,988 60.0		16,890 40.0	
1999	24,249 52.0		22,343 48.0		22,305 60.4		14,607 39.6	
2000	33,803 57.7		24,798 42.3		29,419 56.7		22,442 43.3	
2001	41,193 57.8		30,061 42.2		39,359 61.4		24,748 38.6	
2002	46,899 63.3		27,204 36.7		42,993 64.6		23,546 35.4	
2003	62,707 71.9		24,545 28.1		50,476 69.6		22,095 30.4	

Fonte: IBGE-Departamento de Contas Nacionais

É possível depreender dos dados apresentados que, ainda que a maior parte da taxa de investimento brasileira seja originada na parcela doméstica da formação bruta de capital fixo, a mesma ainda sofre influência relevante de produtos advindos de outros países (num mínimo de 24,5%, no período analisado, e um máximo de 48%, ao final de 1999). É razoável admitir, dados os sempre elevados níveis de importação de capital

⁴ Fonte: Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio

fixo ao longo do tempo, que haja alguma elasticidade-câmbio da demanda por máquinas e equipamentos importados, mas que esta não seja excessiva ao ponto de aumentos na taxa de câmbio levarem à interrupção da importação de capital fixo; é igualmente cabível assumir que a elasticidade-cruzada entre maquinário importado e produzido nacionalmente não seja tal que os mesmos sejam substitutos perfeitos.

Dadas as informações acima, e sob a hipótese de alguma rigidez na demanda por máquinas e equipamentos de origem importada, temos que aumentos na taxa de câmbio levam a aumentos no custo do investimento; assim, seguindo a lógica proposta em Goldberg e Tracy (1999) para os canais de transmissão de variações cambiais à demanda e remuneração do trabalho, é razoável que tal dependência de componentes importados aumente as ramificações potenciais de uma desvalorização cambial sobre os custos de produção, o que já indicaria uma pressão para redução de salários reais no Brasil durante depreciações.

6.2. Conjecturas sobre a dinâmica do mercado de fatores e suas interações com os setores produtivos no caso brasileiro

Passemos agora a uma breve análise do mercado de trabalho no Brasil. Assim, pretendemos adquirir melhor fundamentação para a formulação de hipóteses acerca de como interagem os fatores entre si e num contexto inter-setorial quando de uma depreciação cambial.

É possível depreender da tabela a seguir algumas características do mercado de trabalho formal brasileiro. A começar: o trabalho se concentra no setor de bens não-comercializáveis (serviços diversos, construção). A indústria de transformação, responsável pela produção da maioria dos comercializáveis tanto importáveis quanto exportáveis estabelece-se logo em seguida neste quesito; atividades ligadas à agricultura ou exploração de recursos naturais em geral são as que empregam a menor proporção da população.

Estoque anual de emprego, segundo setores de atividade econômica, e proporção de empregados por setor – mercado formal (posição no final do período)

Discriminação	2002	2002 (%)	2003	2003 (%)	2004*	2004* (%)
Agricultura, Pecuária, Silvicultura e Exploração Florestal	1,159,334	4.04%	1,239,539	4.20%	1,307,036	4.21%
Pesca	21,375	0.07%	25,516	0.09%	24,353	0.08%
Indústrias Extrativas	122,801	0.43%	122,806	0.42%	133,765	0.43%
Indústrias de Transformação	5,130,893	17.89%	5,257,047	17.79%	5,753,385	18.52%
Produção e Distribuição de Eletricidade, Gás e Água	207,620	0.72%	208,382	0.71%	212,491	0.68%
Construção Civil	1,106,350	3.86%	1,048,251	3.55%	1,098,841	3.54%
Comércio Atacadista e Varejista	4,826,533	16.83%	5,119,479	17.33%	5,526,343	17.79%
Alojamento e Alimentação	874,280	3.05%	896,307	3.03%	951,954	3.06%
Transporte, Armazenagem e Comunicações	1,478,840	5.16%	1,455,552	4.93%	1,555,997	5.01%
Intermediação Financeira	572,239	1.99%	576,578	1.95%	584,158	1.88%
Ativids.Imobil., Aluguéis e Servs.Prests.às Empresas	3,124,381	10.89%	3,212,471	10.87%	3,408,469	10.97%
Administração Pública, Defesa e Seguridade Social	6,805,299	23.73%	7,003,147	23.70%	7,003,211	22.54%
Ensino	894,396	3.12%	930,774	3.15%	962,039	3.10%
Saúde e Serviços Sociais	1,141,159	3.98%	1,167,820	3.95%	1,213,356	3.91%
Outras Ativids. de Servs.Coletivos, Sociais e Pessoais	1,208,974	4.21%	1,269,639	4.30%	1,303,662	4.20%
Residências Particulares com Empregados Domésticos	7,568	0.03%	8,688	0.03%	9,075	0.03%
Organismos Internacs. e Outs. Instits.Extraterritoriais	1,871	0.01%	1,978	0.01%	1,964	0.01%
Nao Informado	-	-	-	-	128	0.00%
Ignorado	-	-	953	0.00%	17,976	0.06%
Total	28,683,913	100.00%	29,544,927	100.00%	31,068,203	100.00%

Fonte: MTE-Rais/Caged

É razoável incluir o setor agrícola no de bens comercializáveis exportáveis; a indústria de transformação, porém, engloba tanto importáveis quanto exportáveis, sendo difícil enquadrá-la somente em uma das categorias.

Para simplificar, tomaremos o fato de que a proporção de bens não industrializados entre os exportáveis é maior do que entre os importáveis; nesse caso, temos que exportáveis podem ser aproximados para intensivos em terra, e importáveis, para intensivos em capital.

É intuitivo enquadrar o setor de não-comercializáveis como intensivo em trabalho.

Já admitimos anteriormente que uma desvalorização cambial gera um movimento de substituição de importações, aumentando a demanda por capital no setor produtor de bens importáveis, fator no qual definimos ser mais intensivo; também já admitimos que, concomitante ao aumento da demanda por capital, haja também um aumento do custo do capital, dado que este é importado em uma proporção de porte significativo, ao mesmo tempo em que esta proporção apresenta rigidez não desprezível. O setor exportador, por sua vez, se vê aquecido.

Temos contudo dados que indicam impacto estatisticamente não-significante de aumento no volume de exportações sobre salários reais, apresentados no capítulo 5 deste trabalho; o fato de que o câmbio real apresenta consistente relação negativa com salários reais indica, portanto, que o efeito de repasse de custos para os salários, tornando razoável a hipótese de que, nos setores exportadores, os ganhos de competitividade que emergem de depreciações não seriam repassados de forma proporcional à remuneração do fator trabalho; tal conclusão poderia se apoiar, por exemplo, na hipótese de que os arranjos institucionais que cercam o mercado de trabalho no setor de bens exportáveis sejam particularmente falhos, não logrando transferência para os trabalhadores de ganhos dos quais o setor usufrui no agregado. Isso é consistente, por exemplo, com o que se verifica nos setores de extração mineral e agrícola, notadamente mais rígidos quanto a negociações salariais e responsáveis por grande parcela da produção para exportação brasileira, ao mesmo tempo em que significativa porção dos trabalhadores alocados nestes setores apresenta grau de qualificação baixo, o que corrói seu poder de barganha salarial.

6.3: Conjecturas sobre o repasse cambial para a inflação ao consumidor

Passando a observar a interação entre câmbio e consumo, focaremos essencialmente no repasse cambial para a inflação. O repasse cambial para preços ao consumidor tende a se verificar em três meses. Ainda que seu efeito redistributivo dependa de uma série de fatores, envolvendo a análise da composição das cestas de consumo para grupos com diferentes níveis de renda, da maneira como a depreciação afeta os preços de cada um destes bens, e, ainda, das elasticidades-renda da demanda por cada um de seus componentes, é cabível supor que o aumento da inflação ao consumidor comprima os salários reais, sendo mais um componente explicativo da relação negativa entre câmbio e salários reais apresentadas nas regressões que compõem o capítulo anterior.

Sobre o repasse cambial para a inflação, cabe citar algumas das conclusões presentes em Goldfajn e Werlang (2000). Embora o trabalho trate de uma análise do repasse de depreciações cambiais para a inflação de uma perspectiva internacional, alguns de seus resultados são bastante relevantes para nosso desenvolvimento. Primeiramente, nota-se um aumento no coeficiente de repasse cambial para inflação ao longo do tempo, isto é: quanto mais tempo se passa desde a desvalorização inicial, maior é o seu efeito inflacionário; o coeficiente tem seu valor máximo um ano após a depreciação. Por outro lado, o trabalho aponta a relevância da sobrevalorização da taxa de câmbio real e dos desvios do ciclo de negócios (com relação à tendência) na determinação do coeficiente. Ainda, conclui que os maiores índices de repasse cambial são os de países da América.

Assim, temos que a desvalorização cambial tem um impacto sobre a inflação que se propaga ao longo do tempo, penetrando gradualmente a economia.

7. Política macroeconômica no Brasil

Vimos que há uma relação negativa entre câmbio real e salários reais, isto é: quando o primeiro aumenta (deprecia), o segundo cai; vimos ainda que esta parece se acentuar nos anos seguintes à adoção do Plano Real. Discutimos diversas explicações plausíveis para que tal efeito se manifestasse: predominância do efeito de desvalorizações cambiais sobre custos de produção, pressionando a remuneração do trabalho; repasse para a inflação, reduzindo o poder de compra; distribuição desigual dos ganhos auferidos pelo setor exportador para a remuneração dos fatores empregados em sua produção, em prejuízo da remuneração do trabalho, o que, por sua vez, pode ser explicado por vias diversas, como, por exemplo, fragilidade institucional cercando o processo de fixação de contratos salariais neste setor.

Para analisar o tratamento dado ao câmbio enquanto instrumento de política macroeconômica e comercial hoje, julgamos relevante uma breve exposição e análise da história econômica brasileira no último século, à medida em que revela ranços tradicionalistas que permeiam muito do discurso dos críticos da atual política econômica.

7.1. Tradição: a política econômica brasileira no século XX

7.1.1. República Velha⁵

Em si, o período – que vai de 1889 a 1930 – divide-se em três subperíodos, delimitados pela declaração da República até a Primeira Guerra Mundial e desta até a Revolução de 1930. Sua característica básica é a extrema vulnerabilidade da economia primário exportadora brasileira a dois choques exógenos em particular, a saber: flutuações na oferta de café, que, dado o poder de monopólio brasileiro sobre esse mercado no mundo e a baixa elasticidade-preço de sua demanda, tinham efeitos de grande magnitude sobre as receitas de exportações; perturbações na economia

⁵ (ver Franco, em *A ordem do progresso: cem anos de política econômica republicana – 1889-1989* e Fritsch, na mesma obra)

internacional, provocando flutuações intensas na dinâmica de fluxo de capitais centro-periferia.

As primeiras duas décadas de República foram marcadas por grandes mudanças na estrutura econômica brasileira, notadamente a expansão do trabalho assalariado no setor agrícola (devida à abolição da escravidão e aos ciclos de imigração europeia no final do século XIX, o que levou a grande aumento das necessidades de circulação de moeda) e a crescente importância da conta de capitais no balanço de pagamentos, com a intensificação de exportações e de investimentos externos, o que, ao mesmo tempo em que alavancava as possibilidades de investimentos e atenuava a instabilidade do fluxo de receitas, estabelecia a vulnerabilidade da economia brasileira a crises externas.

A adoção do padrão-ouro em 1906 reforçou esta suscetibilidade a crises externas; seu resultado foi uma crise de liquidez marcada pela deterioração da posição externa brasileira em 1913. A opção pela manutenção do sistema levou a um arrocho monetário que trouxe recessão à economia nacional antes mesmo da eclosão da Primeira Guerra Mundial.

A economia brasileira foi atingida, sobretudo, pela estagnação das importações, que deprimiram os níveis de atividade doméstica; a esse fato associou-se um aperto de liquidez causado simultaneamente pelo atraso (“inelasticidade”) do sistema bancário brasileiro e pela própria guerra.

Note-se, contudo, uma mudança drástica na pauta de exportações, devida à interrupção do suprimento de algumas fontes tradicionais de matérias primas e suprimentos que, aos preços elevados que caracterizavam o choque de oferta causado pela guerra, poderiam ser supridos pelo Brasil.

Após um boom na balança comercial em 1919, provocado pela alta no preço mundial das commodities associada à lentidão da percepção da apreciação cambial pela economia brasileira (as dificuldades de suprimentos retardavam os prazos de entrega, adiando a resposta das importações ao câmbio valorizado), políticas recessivas adotadas nos principais centros financeiros internacionais, no intuito de conter pressões inflacionárias no pós-guerra, associadas à queda violenta dos preços dos produtos

primários no mercado mundial levaram a uma reversão súbita da balança comercial em meados de 1920, trazendo a recessão para o Brasil e gerando forte depreciação cambial. Esta, por sua vez, norteou a política econômica no período, visto que tanto a precária situação orçamentária do governo quanto o extenso endividamento privado em moeda estrangeira justificavam um controle da velocidade da desvalorização; ainda, a estrutura de custos e do salário real na Primeira República apresentavam alta sensibilidade a variações na taxa de câmbio, fazendo-as refletirem-se em impacto certo sobre a inflação. Pressões advindas do setor cafeeiro (e também justificadas pelo aperto de liquidez sentido por todo o mercado privado em geral) levaram à criação da Carteira de Redesconto do Banco do Brasil, e à adoção de renovada política de defesa dos preços do café, financiada através de linhas de crédito de curto prazo obtidas junto a bancos comerciais ingleses.

A posição fiscal brasileira, contudo, continuou a deteriorar-se rapidamente, e seu financiamento pelo Banco do Brasil levou a explosão da base monetária no final de 1922, alimentando as pressões inflacionárias que já havia em decorrência da desvalorização cambial.

O final da década foi marcado por tentativas de fortalecimento da posição externa através de duas medidas: apreciação cambial, visando equilíbrio do balanço de pagamentos; política de valorização do café, objetivando a manutenção das receitas de exportação. Cada uma dessas estratégias, porém, era inconsistente com a outra, o que, associado à dificuldade de obtenção de crédito junto a Londres e Nova York (que não apoiavam a apreciação do câmbio brasileiro), gerou o embrião de uma crise de liquidez que, associada a choques exógenos (supersafras e queda contínua dos preços internacionais do café), acabou por drenar o sistema financeiro nacional de tal forma que a defesa do café passou a ser viável apenas através de emissão – o que levou a nova desvalorização do mil-réis, e desgovernou a política monetária brasileira.

A partir de 1924, renovam-se os esforços ortodoxos, objetivando a reentrada no padrão-ouro; houve recuperação da economia, com estabilidade de preços e câmbio e crescimento do PIB, mas muito do sucesso advinha das condições favoráveis do mercado internacional. Em 1929, os sinais da recessão são sentidos, com exportações estagnadas e importações galopantes corroendo a balança comercial, associadas a queda

no fluxo de empréstimos externos de longo prazo para a periferia, a partir de metade de 1928. O padrão-ouro exigiu medidas contracionistas que compensassem o desequilíbrio externo, o que acarretou potente espiral deflacionária. O golpe de misericórdia ainda estava por vir: uma supersafra de café em 1929, associada a deterioração das condições de crédito em Londres, tornou a defesa do café simplesmente inviável; o preço despencou, e o balanço de pagamentos despencou dramaticamente.

7.1.2. O Governo Provisório, Vargas e o Estado Novo⁶

Por ocasião da crise de 29, países periféricos que demonstraram capacidade de superação rápida da recessão – como o Brasil – apresentaram em comum a característica de voltar-se para dentro, seu crescimento dependendo de sua capacidade de acomodar o deslocamento da demanda associado ao encarecimento de importações (mudanças nos preços relativos).

Nos primeiros anos de crise, foi adotada no Brasil uma pseudo-liberalização do câmbio, acompanhada de sucessivas moratórias da dívida; entre 1930 e 1931 reconheceu-se a necessidade de reintrodução do monopólio cambial, buscando evitar a desvalorização excessiva, protegendo receitas cambiais obtidas pelo setor cafeeiro (que se reduziam devido à queda dos preços do café), ao mesmo tempo em que buscava-se minimizar o impacto sobre o balanço de pagamentos, impedindo o alargamento da dívida em moeda conversível. O pagamento integral do serviço da dívida, contudo, tornou-se inviável.

Devido ao aumento da proporção de seus investimentos no Brasil, os americanos adotaram políticas conciliatórias com relação à dívida, buscando manter sua posição no mercado brasileiro; já os europeus, em especial ingleses, assistiam resignados à perda crescente de seu espaço para os EUA, e buscavam maximizar seus pagamentos financeiros.

Celso Furtado identifica no Governo Provisório uma característica pré-keynesianista, na medida em que observa a acomodação contínua de choques fiscais

⁶ Na análise deste período, nos basearemos em um artigo de Marcelo de Paiva Abreu, *Crise, crescimento e modernização autoritária: 1930-1945*, também constante do livro *A ordem do progresso*.

através da expansão do déficit público. Embora o discurso político à época refletisse alguma preocupação em satisfazer pressões externas quanto à crise cambial e sobretudo ao pagamento da dívida, evidências empíricas apontam que as medidas ortodoxas anunciadas pelos gestores de política econômica à época foram apenas uma manobra política conveniente.

A desvinculação de contração monetária e choque externo se deu com a saída do padrão-ouro, permitindo finalmente o crescimento e aumento e estabilização de preços. Até 1937, observou-se taxas elevadas de crescimento sem que se desse uma expansão monetária dramática; isso se deveu em parte à enorme capacidade ociosa instalada ao final da década de 30. De fato somente ao final do período começa a se dar uma maior aceleração inflacionária.

Verificou-se aumento da competitividade da indústria no período de 1934 a 1937. Isso pouco teve a ver com a evolução da política tarifária, devendo-se sobretudo à desvalorização cambial. No entanto, cabe ressaltar que a cobertura cambial estava sujeita à essencialidade das importações; por isso, não é possível medir o nível de protecionismo da economia pela política tarifária.

Ao mesmo tempo, verificou-se intensificação do comércio teuto-brasileiro, através de acordos bilaterais de compensação. A Alemanha absorvia mercadorias que os EUA não compravam, mostrando-se bom parceiro alternativo de comércio, além de fornecer produtos para importações a preços melhores do que os oferecidos pelos americanos em diversos setores. O comércio com a Alemanha favorecia exportadores, importadores, consumidores e militares, e desagradava profundamente aos EUA, que passaram a exercer forte pressão para o fim de tais acordos.

Com a implantação do Estado Novo ao final de 1937, percebe-se um trânsito claro do papel do Estado, da área normativa para a de provisão de serviços. Os programas de investimentos públicos contrastavam com a manutenção dos pagamentos do serviço da dívida. Contudo, a política quanto ao café sofreu uma reorientação – a sustentação dos preços foi abandonada – o que levou à readoção do monopólio cambial com base em uma única taxa, desvalorizada. De fato, o controle cambial e de importações tornou-se o principal instrumento de política comercial.

Em 1939, crescentes dificuldades no comércio de compensação com a Alemanha resultaram na Missão Aranha, em que o Brasil promete aos EUA liberalização da política comercial, freios ao comércio de compensação teuto-brasileiro e retomada do serviço da dívida pública externa em troca de crédito de 19,2 milhões de dólares do Eximbank e descongelamento de atrasados comerciais. Resulta de tal acordo a liberalização de 70% das cambiais de exportação, a uma “taxa livre”, enquanto 30% era vendido compulsoriamente ao Banco do Brasil, a taxa mais favorável ao governo do que a taxa livre (mais valorizada); foi criada também uma taxa “livre-especial”, para transações financeiras privadas, mais depreciada do que a livre.

Com o início da guerra, a perda de mercados de exportação na Europa Central não compensada pelo aumento das exportações dos Aliados; no entanto, verifica-se aumento das exportações a partir de 1941, resultante de política americana de sustentação de preços dos produtos primários latino-americanos (como o Acordo Interamericano), objetivando garantir o fluxo de matérias primas e também da redução do nível de exportações americanas e britânicas para o resto do mundo. Ao mesmo tempo, a queda de importações gerou aumento da balança comercial.

A escassez de insumos e de capital não pareceu ter afetado crescimento, e em 1942 observa-se acúmulo de reservas cambiais, crescimento industrial e entrada de capitais norte-americanos. A expansão monetária, parcialmente devida a uma reversão do financiamento do déficit (anteriormente feita através da emissão de títulos) dá início à aceleração inflacionária.

7.1.3. O pós guerra⁷

Neste período, verificou-se intenso crescimento econômico em diversos aspectos: elevação da taxa de investimento da economia e expansão intensa do nível de atividade. Nota-se avanço do processo de substituição de importações, com queda média de 42% no valor das importações industriais entre 1952 e 1956, resultando em queda da

⁷ Na análise deste período, nos basearemos em um artigo de Sérgio Besserman Vianna e André Vilella, *O pós guerra (1945-1955)*, e em outro de Vilella, *Dos Anos dourados de JK à crise não-resolvida*, constantes do livro *Economia Brasileira Contemporânea*, e também em dois artigos de Vianna em *A*

participação de importados na oferta doméstica (de 16% em 1952 para 7% em 1956). A nacionalização da produção, promovida pelo Estado como mote e prioridade, estabeleceu-se com sucesso, consistindo na principal marca do período e dando continuidade ao processo que já se anunciava sob o primeiro governo de Vargas.

A política cambial no período caracterizou-se inicialmente pela sobrevalorização cambial, objetivando o reequipamento da indústria e buscando forçar a baixa dos preços industriais domésticos através da concorrência com os importados. A balança comercial obtinha substanciais superávits com a área de moeda inconvertível, enquanto acumulava déficits em moeda forte.

O final da guerra levou à retração da pauta de exportações brasileiras, o que consumiu a parcela de reservas em moeda convertível; atrasados comerciais acumularam-se a um ponto em que fornecedores internacionais passaram a suspender suas remessas ao Brasil, ameaçando uma retração por falta dos componentes importados necessários à atividade produtiva.

Urgia, portanto, uma revalorização cambial; esta se deu em conjugação com uma política de controle de importações, através de um escalonamento de prioridades no fornecimento do câmbio pelo Banco do Brasil que favorecia a importação de produtos considerados essenciais. A adoção de um sistema de contingenciamento a importações, associada finalmente a uma recuperação dos preços internacionais do café em 1949, levou a um razoável equilíbrio na balança comercial entre 1949 e 1951. Por outro lado, houve queda de exportações, devida não só à sobrevalorização da moeda, como também à recuperação das economias mundiais, gerando perdas relativas de competitividade.

O aumento da capacidade de importar devido à elevação dos preços do café e à demanda contida por importações levaram o governo Dutra em 1950 a liberalizar em algum grau o controle de licenças de importação.

As licenças concedidas, por sua vez, tinham duração de seis meses a um ano, o que foi contribuiu para a crise cambial que se sucedeu em 1952. A queda nas exportações, associada à defasagem entre a política de licenciamento e as importações

efetivas, levou ao esgotamento de reservas internacionais e ao acúmulo de atrasados comerciais.

Em 1953, promulgou-se a Lei do Mercado Livre, através do qual foram instituídas taxas múltiplas de câmbio, com o que buscava-se atingir objetivos diversos de comércio exterior: possibilitar o escoamento da exportação de gravosos, ao mesmo tempo em que se preservava a receita cambial obtida com produtos de demanda preço-inelástica, como café e cacau; reduzir a propensão a importar, atribuindo aos importados a taxa mais desvalorizada (livre). O resultado foi que as exportações pioraram (os mercados estagnaram na expectativa de convergência das taxas de câmbio).

Ainda em 1953, a Instrução 70 da SUMOC resolveu os problemas centrais que cercavam a definição dos instrumentos de política a ser adotados: a situação cambial e o financiamento do déficit público sem emissão de moeda ou expansão do crédito. Reatribuindo ao Banco do Brasil o monopólio cambial, a Instrução também funcionava como mecanismo de proteção à indústria, através da classificação das importações em cinco categorias, segundo um critério de essencialidade, para a realização dos leilões cambiais que compunham as taxas vigentes. Contudo, a desvalorização promovida pela medida pressionou os custos de produção das empresas, que reagiram elevando preços de venda.

A Instrução 70 foi complementada, no governo Café Filho, pela Instrução 113 da SUMOC em 1955. Esta autorizava a importação de bens de capital sem o emprego de divisas, o que foi uma medida bastante controversa, visto que, na prática, concediam-se subsídios implícitos ao capital estrangeiro; por outro lado, funcionou como um poderoso mecanismo de atração dos mesmos, o que, se contribuiu para aumentar a dívida externa líquida brasileira, também expandiu as restrições de divisas vigentes nos anos JK (agravadas por desempenho ruim das exportações de café). Assim sendo, a política cambial em JK funcionava como fomentadora do desenvolvimento econômico, alargando possibilidades de investimento ainda que sob escassez de divisas.

7.1.4. Jânio Quadros e João Goulart⁸

A análise do período é bastante complicada, devido à presença de diversos subperíodos e a sua característica de instabilidade política. Observa-se, de 1960 a 1963, a seguinte evolução de indicadores: queda do crescimento do PIB (de 9,4% ao ano em 1960 para 0,6% em 1963), inflação galopante (de 30,47% ao ano em 1960 para 79,72% em 1963), com balança comercial instável e tendência de redução do déficit em conta corrente.

A política econômica no período JQ apresenta viés ortodoxo, recebendo de herança de JK a aceleração da inflação, a indisciplina financeira e a deterioração do balanço de pagamentos. Como principal medida conservadora, instituiu-se, através da Instrução 204 da SUMOC, uma reforma cambial (maio de 1961) que ensaiava uma desvalorização cambial com unificação das taxas, sem muito êxito. Em 1962, sob o gabinete de Hermes Lima, as tentativas de controle da aceleração inflacionária são revertidas pela criação do 13º salário.

Jango não encontrou cenário melhor. Além da instabilidade política com a qual lidava, tinha dificuldades na renegociação da dívida externa com os EUA e FMI, e lidava, ainda, com pressões inflacionárias provenientes de reajustes salariais e de uma grande seca que pressionou preços agrícolas. O Plano Trienal, por sua vez, com sua proposta de incentivo ao crescimento e tentativa de redução da inflação, não só era inconsistente como revelou-se mesmo um fracasso, com claro descontrole de contas públicas em meados de 1963. Ao mesmo tempo, a taxa cambial relevante foi desvalorizada a um nível inferior ao necessário para manutenção da receita dos exportadores, o que, dadas as entradas autônomas de capital, levou o balanço de pagamentos a deteriorar-se de forma considerável.

⁸ Na análise deste período, nos basearemos em um artigo de Marcelo de Paiva Abreu, *Inflação, Estagnação e Ruptura: 1961-1964*, constante do *Ordem do Progresso*, e ainda em Vilella, *Dos Anos*

7.1.5. Os governos militares⁹

Os governos militares caracterizaram-se pela incoerência na perseguição de dois objetivos bastante incompatíveis: aceleração das taxas de crescimento da economia e controle e reversão do processo inflacionário.

A economia brasileira adentra os anos da ditadura sofrendo os efeitos de graves distorções inflacionárias. As remunerações do trabalho eram distorcidas, e seu incremento, desvinculado da produtividade, tornava ainda mais confuso o processo de negociação salarial. Ao mesmo tempo, a política de sobrevalorização cambial prolongada minguava exportações e desincentivava o aporte de capital, além de estimular o mercado paralelo, agravando as assimetrias já presentes. Outros fatores, como controle de tarifas dos serviços de utilidade pública, distorções no mercado de crédito, imprevisibilidade financeira e ilusões de rentabilidade faziam a economia caminhar para a falência completa do papel orientador do sistema de preços¹⁰.

Em 1964, o Ministro do Planejamento Roberto Campos e o Ministro da Fazenda Octavio Gouvêa de Bulhões lançam o PAEG – Plano de Ação Econômica do Governo. A partir de um diagnóstico ortodoxo da inflação no Brasil, atribuindo-lhe como causas o financiamento do déficit público via expansão dos meios de pagamento, a expansão do crédito e os aumentos salariais acima da produtividade, o PAEG objetivava acelerar a taxa de crescimento econômico e conter progressivamente o processo inflacionário, além de suavizar desníveis econômicos setoriais e regionais e controlar a tendência de déficits descontrolados do balanço de pagamentos.

O programa acentuava a importância da manutenção e recuperação das taxas de crescimento da economia; o combate à inflação não deveria ameaçar a retomada produtiva. O controle do balanço de pagamentos, por sua vez, associava-se à redução do estrangulamento interno, diagnosticada como restrição ao crescimento. De elementos ortodoxos no PAEG, constavam apenas a política fiscal de 1964 a 1967, e a política

dourados de JK à crise não-resolvida.

⁹ Na análise deste período, nos basearemos em um artigo de André Lara Rezende, *Estabilização e Reforma: 1964-1967*; em outro de Luiz Aranha Corrêa do Lago, *A retomada do crescimento e as distorções do milagre: 1967-1973*; finalmente, também no artigo *Crise e Esperança: 1974-1980*, de Dionísio Dias Carneiro. Todos estes constantes do *Ordem do Progresso*.

¹⁰ Mário Henrique Simonsen, *A experiência inflacionária no Brasil. As distorções inflacionárias*.

monetária e creditícia nos primeiros dois semestres de 1966 (contração dos meios de pagamentos e restrição ao crédito; aumento dos juros e financiamento da dívida através da emissão de títulos).

Delfim Neto assume a Fazenda em 1967, e, consigo, traz um diagnóstico para a inflação brasileira que indica que sua composição se deve basicamente a elementos de custos, como o custo de crédito e a inflação corretiva. A solução apontada foi crescimento com controle de preços – primeiro voluntário, depois compulsório (a partir de 1967). A política explicitada pelo PED (Programa Estratégico de Desenvolvimento) enfatizava o fortalecimento da empresa privada e a ampliação do mercado interno, e a política quanto a inflação era de estabilização gradual, mas sem metas específicas. A política fiscal e monetária eram expansionistas, enquanto a política cambial introduziu minidesvalorizações cambiais no intuito de incentivar exportações. A proliferação de incentivos setoriais e regionais acabou por ampliar o poder de intervenção do Estado na economia, acentuando a dependência do capital privado de subsídios governamentais – sobretudo setores agrícolas e exportadores.

A política salarial, por sua vez, resultou em contenções do nível de salário real, em consonância com o diagnóstico de “inflação de custos” proposto por Delfim; assim, favorecia-se o aumento de margem de lucros e a remuneração seletiva, gerando concentração de renda.

O “milagre” encerrou-se de maneira dramática. Em meio a um ambiente de extrema liquidez internacional, a primeira crise do petróleo desferiu um golpe sobre a festividade do governo, exercendo poder sem limites ou prestação de contas. A falta de consciência das restrições externas, porém, alimentada pela liquidez internacional, marca todo o período que vai até a segunda crise do petróleo, sendo permanente o conflito entre estabilização e crescimento. A ameaça inflacionária toma forma explosiva, dado o desequilíbrio entre meios e gastos governamentais.

A ilusão de prosperidade intocável acaba com a segunda crise do petróleo. Com a adoção de medidas conservadoras pelos principais países credores do Brasil, buscando proteção contra a crise, o país vê-se subitamente sem ter a quem recorrer para financiar sua dívida externa galopante. Hesitante em apelar ao FMI, devido à delicadeza política

da situação de transição para a democracia, não querendo engessar-se nos programas estritos propostos pelo FMI, o governo optou por tentar financiar-se através de um superávit comercial, contraindo gastos e estimulando a exportação, mas a moratória mexicana, associada ao aprofundamento da recessão mundial, não deram ao país muita escolha que não recorrer ao FMI.

7.1.6. As últimas duas décadas

De 1985 até 1994, o Brasil entrou num frenesi de planos econômicos milagrosos, que visavam acabar com a inflação “de uma vez por todas”. Em comum, todos eles tinham o uso de políticas de rendas, numa tentativa explicitamente heterodoxa de estabilização. O uso de indexadores por sua vez, alimentava a inflação (inércia inflacionária). Na década de 80, verifica-se uma preocupação apenas mínima com o ajuste fiscal, enquanto este já é uma prioridade mais clara nos Planos Collor. Reformas monetárias também caracterizam o período, durante o qual o país teve diversas moedas diferentes (Cruzado, Cruzado Novo, Cruzeiro...). Os planos caracterizavam-se por sua impopularidade e ineficácia, sempre reincidindo em nova escalada inflacionária.

O Plano Real representa uma das tentativas mais sóbrias de reajuste econômico do último século. Buscou reduzir a inércia inflacionária, a partir de 1994 vinculando-se ao dólar; ao mesmo tempo, sublinhou a relevância da política fiscal na perseguição da estabilidade econômica,

Período	Gini
1976	0.62274005
1977	0.62464768
1978	0.60390678
1979	0.59312083
1980	-
1981	0.58420104
1982	0.59145599
1983	0.59597137
1984	0.58938332
1985	0.59766792
1986	0.58804493
1987	0.60055745
1988	0.61637171
1989	0.63556953
1990	0.61388413
1991	-
1992	0.58252241
1993	0.60443689
1994	-
1995	0.60050665
1996	0.60205408
1997	0.60209184
1998	0.60015497
1999	0.59397392
2000	-
2001	0.59605638
2002	0.58918221

com conquistas como, por exemplo, a Lei de Responsabilidade Fiscal. Por outro lado, o período de instabilidades pelo qual a economia brasileira passou em 1998 e a conseqüente desvalorização cambial em 1999 apontam a solidez do plano. A adoção do regime de metas de inflação, por sua vez, confere à política econômica brasileira maior aura de credibilidade. Do ponto de vista distributivo, por sua vez, Sonia Rocha (2000)

aponta redução do nível de desigualdade de renda a partir da adoção do Plano, interrompendo um período de 10 anos de estagnação da redução da mesma.

7.2. Reflexões

A partir da análise dos episódios brevemente descritos acima, pode-se observar um padrão claro de repetição de política econômica: quando fala-se em ganhos de competitividade para o setor exportador, a referência é, na grande maioria das vezes, ao preço internacional do produto exportado, e em alternativas de política cambial que tornem os produtos nacionais mais baratos frente ao mercado mundial.

Inegável que a desvalorização cambial surta efeitos positivos sobre o volume e receita advinda de exportações, e, ainda, sobre a economia como um agregado (dado que são satisfeitas as condições de Marshall-Lerner); isto não deixa de qualificar como leviano seu uso abusivo como instrumento de expansão econômica, à medida em que seus efeitos benéficos dissolvem-se ao longo do tempo, transferindo-se para a inflação no longo prazo e paulatinamente eliminando as vantagens comparativas obtidas inicialmente com a competitividade artificial de preços.

Em Sachs (1980), temos que em economias abertas com câmbio flutuante, a eficácia de políticas monetárias e fiscais depende fundamentalmente do processo de fixação de salários. Segundo o modelo Mundell-Fleming (1962/1963), expansões monetárias aumentam o produto via depreciação cambial, enquanto expansões fiscais não produzem qualquer efeito. Contudo, uma outra visão acerca do câmbio flutuante prega que, no nível de pleno emprego, expansões monetárias podem gerar apenas depreciação cambial nominal, compensada por aumento dos preços domésticos, o que logo anularia os ganhos de competitividade previstos pelo modelo Mundell-Fleming.

A intensificação das exportações é, sim, muito desejável; no entanto, igualmente desejável é que se dê por via de ganhos permanentes de competitividade, e não através de uma intervenção no mercado de câmbio que, além de sustentar-se somente no curto prazo, comprime os rendimentos do trabalho, e, se usada com descuido, compromete os objetivos de política monetária perseguidos pelo atual governo.

Percebe-se mais um ranço de tradição histórica deslocada; a persistente qualificação da perseguição da estabilidade de preços como secundária diante da perseguição de nem sempre exequíveis metas de crescimento é uma característica da imaturidade – expressa na reincidente busca de atalhos para o desenvolvimento e teimosia em rechaçar, em diversos momentos, as lições oferecidas experiência econômica internacional – e da instabilidade do cenário político-econômico das últimas décadas, em que o *status quo*, buscando justificar-se e assim, perpetuar-se no poder, favorecia sempre que viável medidas que tivessem caráter expansivo, protelando, sempre que possível, ajustes caracteristicamente recessivos.

A depreciação cambial se dá de forma natural, à medida em que a percepção do risco da economia se reduz e suas instituições ganham credibilidade no mercado mundial. O nível internacional de confiabilidade na solidez das instituições brasileiras ainda é baixo, como foi possível verificar em 2002, por ocasião das eleições presidenciais: ainda que sob o “efeito Enron”, que fez disparar os *spreads* de títulos de países emergentes sob a crise de confiança do mercado internacional, o Brasil apresentou o dobro da variação média dos outros países emergentes componentes do EMBI (*Emerging Markets Bond Index*); se comparada à evolução da popularidade do candidato Luís Inácio *Lula* da Silva, a evolução no *spread* dos *brazilian sovereign* apresentava a mesma direção, aumentando dramaticamente a cada pico de popularidade¹¹.

Além disso, outros ganhos de competitividade podem ser obtidos através de incentivos à inovação tecnológica – que, por sua vez, atua tanto como causa como consequência de um maior nível de abertura comercial – ou de acordos de comércio bem-arquitetados¹².

Em suma, o caminho para o crescimento econômico não deve passar por atalhos sustentados em taxas de câmbio artificialmente depreciadas; estas geram benefícios temporários no agregado, às custas dos rendimentos reais da população em geral. Uma

¹¹ Marcus Miller, Kannika Thampanishvong e Lei Zhang, em *Inflation targeting, debt, and the Brazilian experience 1999 to 2003*

¹² GOLDFAJN, I.: Populismo Cambial às avessas. Artigo de 18/01/2005, O Estado de São Paulo

política econômica consistente com a busca da estabilidade ainda consiste no caminho mais eficiente para a prosperidade, e desvios só atrasam os resultados positivos, à medida em que os agentes econômicos reagem com desconfiança e demoram a deixar de computar o risco associado a esses desvios em suas tomadas de decisão.

8. Conclusão

Neste trabalho, foi discutida a relação entre câmbio e salários reais, de um ponto de vista da distribuição dos efeitos de uma desvalorização cambial pelos diversos setores da economia.

Vimos alguns exercícios econométricos que apontam uma relação negativa entre salário e câmbio reais, isto é, uma queda no primeiro quando de depreciações do segundo. Em seguida, vimos dados da economia brasileira que indicam possíveis razões para tal efeito, a saber: aumento dos custos de produção, refletindo-se em compressão de salários como resposta da indústria para manter sua competitividade no mercado; repasse cambial para a inflação, refletindo parcialmente este efeito sobre custos, e parcialmente o encarecimento dos bens-de-consumo importados; ainda, características do mercado de trabalho brasileiro que restrinjam a transmissão dos benefícios de uma desvalorização cambial para a remuneração do trabalho no setor exportador, tais como desorganização sindical e um baixo nível de qualificação que reduza o poder de barganha do trabalhador no processo de fixação de salários.

Finalmente, a partir de uma breve reflexão acerca da história econômica brasileira, percebemos a persistência de vícios associados a conjunturas político-econômicas duradouras no discurso crítico da política econômica atual, como a idéia de incentivar exportações através da desvalorização cambial, ainda que ao custo de comprimir os salários reais e mesmo de comprometer, em um nível mais exaltado de intervenção no mercado de câmbio, a credibilidade da política monetária.

Concluimos, assim, que não há atalhos para o crescimento e o desenvolvimento; a construção gradual de um ambiente de credibilidade reduz o risco associado à economia e consiste num meio natural e saudável de depreciação cambial; além disso, investimentos em ganhos permanentes de competitividade, como inovações técnicas, podem aumentar o nível de exportações e estimular o crescimento econômico mesmo sem que haja uma depreciação.

9. Referências bibliográficas

ABREU, M. P. (org.); ABREU, M. P. [et al.] **A ordem do progresso: cem anos de política econômica republicana, 1889 - 1989** Ed. Campus 1990

CASTRO, L.B.; HERMANN, J.; GIAMBIAGI, F.; VILLELA, A. (orgs.); GIAMBIAGI, F. [et al.] **Economia Brasileira Contemporânea (1945 – 2004)** Elsevier 2005

GOLDBERG, L.; TRACY, J. **Exchange rates and wages** Federal Reserve Bank of New York and NBER 1999

GOLDFAJN, I. Populismo Cambial às avessas **O Estado de São Paulo** 18/01/2005

GOLDFAJN, I. O Impacto do Câmbio na inflação **O Estado de São Paulo** 15/02/2005

GOLDFAJN, I.; WERLANG, S. **The Pass-through from Depreciation to Inflation: A Panel Study** Banco Central de Brasil Working Paper No.5 2000

GIAVAZZI, F.; GOLDFAJN, I.; HERRERA, S. (orgs.) **Inflation Targeting, Debt and the Brazilian Experience, 1999 to 2003** The MIT Press 2005

FURTADO, C. **Formação Econômica do Brasil** 32 ed. Ed. Nacional 1959

KNIGHT, J. B. Devaluation and Income Distribution in Less Developed Economies **Oxford Economics Papers** New Series Vol.28 No.2 208-227 1976

ROCHA, S. **Pobreza e Desigualdade no Brasil: o esgotamento dos efeitos distributivos do Plano Real** IPEA Texto para Discussão No. 721 2000

SACHS, J. Wages, flexible exchange rates and macroeconomic policy **The Quarterly Journal of Economics** Vol.94 731-747 1980