

Globalização, Fluxos de Capitais e Regimes Cambiais: Reflexões sobre o Brasil

Affonso Celso Pastore
Maria Cristina Pinotti

Professor da EPGE - FGV
Economista da A. C. Pastore e Associados

RESUMO

O artigo procura discutir três questões. Primeiro, os efeitos da combinação de regimes de câmbio fixo com movimentos de capitais. Segundo, os argumentos a favor e contra à adoção de uma moeda única no Mercosul. Terceiro, as vantagens dos fluxos de capitais para o financiamento e para suavizar os ciclos econômicos. Conclui-se pela inconveniência dos regimes de câmbio fixo, pela não adoção da moeda única e pelo uso de fluxos de capitais desde que o regime cambial seja flexível.

PALAVRAS-CHAVE

fluxos de capitais, regimes cambiais, Brasil

ABSTRACT

The article discusses three questions. First, the effects of capital movements in a fixed exchange rate regime. Second, the arguments for and against a monetary union in Mercosul. Third, the advantages of capital flows to financing as well as to smooth business cycles. The conclusions point against a fixed exchange rate regime, against the adoption of a monetary union and for capital flows if the exchange regime is flexible.

KEY WORDS

capital flows, exchange regimes, Brazil

JEL classification

F32, F33

INTRODUÇÃO

Entre o final da Segunda Guerra Mundial e o início dos anos setenta a economia brasileira sustentou taxas de crescimento econômico elevadas, e financiou-se fundamentalmente com poupanças internas. Foi um período de introversão. O País elevou as barreiras tarifárias e não tarifárias às importações, buscando o desenvolvimento pela substituição de importações, e menos por opção do que por imposição financiou o desenvolvimento com recursos internos, embora tenha recebido, como consequência da proteção tarifária, um fluxo de investimentos estrangeiros diretos, com os quais financiou parte do processo de substituição de importações.¹

Naquelas duas décadas existiam fluxos de capitais, mas não comparáveis em intensidade e em velocidade ao ocorrido nos anos mais recentes. O sistema financeiro internacional obedecia às regras fixadas em Bretton Woods, que determinava um sistema de taxas cambiais fixas, porém reajustáveis, mas os controles de movimentos de capitais eram permitidos, e até certo ponto estimulados, sendo extensivamente utilizados pelos vários países. O mercado de derivativos ainda não havia surgido,² o que provocava menor velocidade e menor intensidade dos fluxos internacionais de capitais.

As políticas macroeconômicas expansionistas nos Estados Unidos, gerando taxas de inflação elevadas, e os dois choques do petróleo, em 1973 e 1979, caracterizaram a transição do regime de Bretton Woods para o regime de flutuação cambial nas economias mais maduras. Foi durante esse período de transição, e em grande parte provocado pelas políticas macroeconômicas expansionistas dos Estados Unidos, que foram construídos os desequilíbrios nos países emergentes e que culminaram na crise da dívida, iniciada ao final de

1 A teoria do comércio internacional ensina que a proteção tarifária eleva o preço do fator de produção mais escasso em relação ao preço do fator relativamente mais abundante. Durante a fase de substituição de importações, nas décadas de cinquenta e sessenta, elevaram-se as proteções tarifária e não tarifária em setores industriais capital intensivos (a indústria automobilística, por exemplo), aumentando as taxas de retorno sobre os investimentos em adições ao estoque de capital, e como este tipo de capital era móvel internacionalmente, aquela restrição ao comércio constituiu-se em um estímulo aos investimentos estrangeiros diretos nestes setores.

2 O trabalho original de Fischer Black e Miron Scholes, criando a fórmula de precificação de opções, foi publicado no início dos anos setenta, e os mercados futuros de juros somente foram criados em Chicago em torno de 1973 quando, segundo o relato de Merton Miller, Leo Melamed (o presidente da Chicago Mercantile Exchange) aceitou a sugestão de Milton Friedman para criar um mercado futuro de libras esterlinas na Bolsa de Chicago. A Bolsa Mercantil e de Futuros, no Brasil, foi criada somente em 1986.

1982. Entre 1982 e 1990, apesar de todo o desenvolvimento dos mercados futuros e de opções, os fluxos de capitais para os países menos desenvolvidos, ou os mercados emergentes, não puderam se desenvolver, devido aos efeitos da crise da dívida. Foi somente em 1990 que o grande salto nos fluxos de capitais voltou a ocorrer.³

Na América Latina, em geral, e no Brasil, em particular, durante a crise da dívida e nos anos subseqüentes, instalaram-se fortes desequilíbrios inflacionários. Políticas fiscais expansionistas, combinadas ou com uma atitude de “conviver com a inflação”, como no caso brasileiro, ou de impedir os juros nominais que pelo menos compensassem as taxas de inflação, gerando forte repressão financeira, como na Argentina, provocaram a indexação,⁴ que no primeiro caso terminou por se transformar na principal fonte de inércia inflacionária, e a dolarização, que no segundo caso conduziu à hiperinflação. Depois de várias tentativas frustradas de estabilizar os preços, baseadas em formas erradas de tratar os fenômenos da inércia inflacionária e da dolarização, de um lado, e de operar as políticas monetária e fiscal, de outro, a quase totalidade desses países adotou programas de estabilização baseados em uma âncora cambial. Neste sentido, afastaram-se da tendência dominante entre os países mais desenvolvidos de flutuar suas moedas. Dominaram nos países latino-americanos os regimes cambiais da classe do “regime de câmbio fixo”.

A combinação de regimes cambiais da classe dos regimes de câmbio fixo com o ressurgimento em grande escala dos movimentos de capitais provou ser uma combinação explosiva, sujeitando essas economias a ataques especulativos. Eles não ocorreram somente nos países emergentes, como no México, em 1994, que contagiou a Argentina, ou nos países do sudeste asiático, em 1997, ou na Rússia, ao final de 1998, e logo em seguida no Brasil, mas já haviam ocorrido anteriormente em 1992 em vários países europeus, que então vinham fixando as paridades de suas moedas em relação ao marco alemão.

A combinação de três fatos - a vulnerabilidade dos países em regime de câmbio fixo aos ataques especulativos, que é magnificada pelos fortes movimentos internacionais de capitais; o arranjo Europeu de construir uma união monetária,

3 Ver a esse respeito CALVO, LEIDERMAN & REINHART (1993). Ver também EDWARDS (1998).

4 A indexação não existiu somente no Brasil. Ela foi adotada em grande escala na economia Israelense, por exemplo, mas também de forma bastante abrangente em outros países latino-americanos, como o Chile.

adotando uma moeda única; e finalmente o sucesso de várias economias mais desenvolvidas em manter a estabilidade de preços e de minimizar as flutuações cíclicas de seus produtos e empregos dentro de um regime de câmbio flexível - produziu uma proposição enunciada por Barry Eichengreen. Ele prevê que no século 21 as economias do mundo estarão organizadas ou em uniões monetárias, flutuando suas moedas únicas com relação às moedas de outros países ou de outras uniões monetárias, ou se manterão fora de uma união monetária, porém com um arranjo de câmbio flexível.⁵

Mas a visão de Eichengreen não é a única. Frequentemente ouvem-se argumentos de que os arranjos de câmbio fixo são mais eficazes para produzir a estabilidade de preços, retirando poder discricionário das autoridades econômicas, e de que é necessário, conseqüentemente, um forte controle sobre os fluxos internacionais de capitais, para evitar a instabilidade macroeconômica. A proposição de que os capitais devem ser controlados é seguida de uma tentativa de distinguir, de forma vaga, quais são os fluxos de capitais “bons”, que gerariam investimentos e adições à capacidade produtiva, dos fluxos de capitais “maus”, que seriam eminentemente especulativos, e passíveis de controle. Reconhece-se que os investimentos estrangeiros diretos que elevam a capacidade produtiva são “bons”, mas também são bons quaisquer fluxos de capitais que permitam evitar a queda do consumo nas fases de queda cíclica, pagando-se os empréstimos nas fases de recuperação cíclica, ainda que estes sejam capitais de curto prazo, e não diretamente estimulados pelas oportunidades de investimentos em capacidade produtiva. Por outro lado, a instabilidade macroeconômica enfrentada por países com arranjos de câmbio fixo e com fundamentos errados não é atribuída ao seu regime cambial, ou às suas políticas econômicas domésticas mal-executadas, mas aos efeitos dos fluxos de capitais. A proposição de Eichengreen, por outro lado, combinada com o fato de que a União Européia escolheu o caminho da união monetária, tem levado muitos a propor que Brasil, Argentina e outros países latino-americanos deveriam também formar uma união monetária a partir de sua união aduaneira, estabelecendo uma moeda única no Mercosul.

O propósito deste trabalho é analisar algumas dessas proposições. Ele se divide em quatro partes. Após esta introdução, segue-se uma seção analisando os efeitos da combinação de regimes de câmbio fixo com movimentos de capitais. Mostra-se a inconveniência de permanecer no regime de câmbio fixo, e os custos que a defesa aos ataques especulativos trouxeram à economia brasileira. Na segunda

5 Ver EICHENGREEN (1994).

subseqüente discutimos os argumentos a favor e contrários a uma moeda única no Mercosul. Esta não é uma opção que deva ser tomada para “seguir uma tendência”. Ela somente seria recomendável na presença de ganhos de eficiência econômica, que podem ser analisados à luz da teoria das áreas monetárias ótimas, e se a seguirmos encontramos mais argumentos contrários à moeda única no Mercosul do que a seu favor. Finalmente, na última parte analisamos as vantagens dos fluxos de capitais para o financiamento dos investimentos, e para aplinar os efeitos dos ciclos econômicos. As vantagens dos fluxos de capitais podem ser exploradas com maior eficiência no regime de livre flutuação cambial do que em arranjos cambiais alternativos.

1. O REGIME DE CÁMBIO FIXO

A estabilidade de preços requer uma âncora nominal, que pode ser a oferta monetária⁶ ou a taxa de câmbio. A baixa credibilidade na política econômica dos países com inflações persistentemente elevadas conduziu-os a optar por arranjos cambiais da categoria do regime de câmbio fixo. Estes arranjos não implicam, necessariamente, um câmbio nominal imutável, mas neles o comportamento da oferta de moeda e a eficácia da política monetária na alteração da renda e do emprego são muito semelhantes às do câmbio nominal fixo. Em qualquer uma de suas várias versões, este regime torna a oferta monetária endógena, o que faz com que, na ausência de controles de movimentos internacionais de capitais, a política monetária perca, no todo ou em parte, a sua eficácia para alterar os níveis de produção e emprego, mas a mantém para determinar o nível das reservas internacionais.

Em um extremo está o regime de *currency-board*. Nele, a autoridade monetária somente pode emitir a moeda local comprando a moeda de um outro país (o “lastro”), a uma taxa cambial fixa, e mantendo uma taxa de conversibilidade

6 Isto não significa que recomendaríamos que os Bancos Centrais operassem controlando as quantidades de moeda. A instabilidade das demandas de moeda, na grande maioria dos países, impede que este critério de operação tenha eficiência. O regime de metas para a inflação produz uma âncora nominal mais eficiente, com o direcionamento das flutuações de taxas de juros diretamente para a determinação das taxas de inflação, em vez de objetivar valores para a oferta monetária.

fixa.⁷ O país pode não chegar a este extremo, retendo o poder de operar em mercado aberto, e neste caso o Banco Central pode tentar controlar a oferta de moeda com operações de mercado aberto, mas na presença da mobilidade internacional de capitais conseguirá, apenas, alterar o estoque de reservas. Uma terceira variante ocorre quando são fixadas metas para a taxa real de câmbio, que pode ser presa em torno de um valor fixo, ou seguir uma trajetória predeterminada. Na mesma categoria se encaixa o regime de “zonas de flutuação”, com uma amplitude de flutuação muito estreita.

Em qualquer uma das variantes do câmbio fixo, se existir plena liberdade de movimentos de capitais, a política monetária perde completamente a sua eficácia para o objetivo de determinar os níveis de renda e emprego, que somente podem ser atingidos utilizando a política fiscal. Alguma eficácia da política monetária pode ser recuperada, no entanto, com a imposição de restrições aos movimentos de capitais, que juntamente com as intervenções esterilizadas do Banco Central pode manter a taxa doméstica de juros persistentemente acima da internacional. Os controles são aplicados, neste caso, sobre os ingressos de capitais, e não sobre as saídas, como é o exemplo recente da Malásia.

A popularidade do câmbio fixo e do *currency-board*, entre alguns economistas, vem da suposição de que além dele atuar como uma âncora nominal, estabilizando os preços, serve para impor disciplina à autoridade fiscal. Com uma taxa de juros maior do que a taxa de crescimento econômico, os déficits primários persistentes produzem um crescimento explosivo da dívida pública, que pode ser truncado quer com a autoridade fiscal obedecendo à sua restrição orçamentária intertemporal, quer pela capitulação da autoridade monetária, que passa a monetizar os déficits, gerando o imposto inflacionário. O erro desta segunda proposição deriva da crença de que o câmbio fixo daria poder suficiente à autoridade monetária para impor disciplina à autoridade fiscal, que se confunde com o próprio governo, ignorando que não há como forçar o governo a renunciar à prerrogativa de uma decisão que é eminentemente política. Erra, também, ao

7 Este é o regime adotado na Argentina e em Hong-Kong. Na Argentina, a forte fuga de capitais induzida por anos a fio pela repressão financeira, entre o final da Segunda Guerra Mundial e o início dos anos noventa, produziu uma elevada massa de dólares nas mãos dos argentinos. Nos anos de inflações elevadas o estoque real de pesos era fortemente taxado pelo imposto inflacionário, mas o estoque de dólares não, porque estes podiam ser convertidos em pesos à taxa de câmbio do mercado paralelo, que se reajustava com a inflação. Elevava-se a velocidade-renda da moeda em pesos, o que conduzia à hiperinflação, independentemente da magnitude dos déficits públicos. A reforma monetária na Argentina tinha que eliminar uma das duas moedas, ou então estabelecer uma paridade e uma taxa de conversibilidade fixas entre as duas. Neste sentido, o “*currency-board*” não foi escolhido por sua superioridade com relação a outros regimes cambiais, mas simplesmente porque, naquelas circunstâncias, era a única forma de eliminar uma hiperinflação.

admitir que este seria um requisito necessário apenas para a sobrevivência do regime de câmbio fixo, e não de todos os regimes cambiais que visem preservar a estabilidade de preços. Mesmo no câmbio flutuante, quando a âncora nominal é a monetária, os preços também deixarão de ser estáveis quando a dívida pública tiver atingido limites a partir dos quais o financiamento dos déficits somente pode ocorrer com a expansão monetária.⁸ A única vantagem do câmbio fixo reside na atuação da taxa cambial como âncora nominal, mas a médio prazo ela precisa ser suportada pela política fiscal adequada.

Ao lado desta sua virtude, o regime de câmbio fixo tem importantes defeitos. O primeiro vem da sua incapacidade de evitar que os países que o adotam importem os ciclos econômicos que ocorrem nos demais países. Todas as economias estão sujeitas a choques, que podem ser de natureza monetária ou real. A literatura sobre os méritos relativos dos regimes puros de câmbio fixo e de câmbio flexível indica que o câmbio fixo se comporta melhor, no sentido de minimizar as flutuações cíclicas, quando os choques são monetários, e o câmbio flexível se comporta melhor quando os choques são reais.⁹ Por exemplo, foi por estarem no câmbio fixo (no padrão-ouro) que algumas economias européias importaram a depressão de 1929, iniciada nos Estados Unidos, e foi por estar no câmbio fixo, no início dos anos oitenta, quando os juros americanos foram elevados, que o Chile sofreu uma recessão significativamente mais profunda do que os demais países latino-americanos.¹⁰ Foi também por estar no regime de câmbio fixo que a Argentina entrou em uma recessão profunda, a partir de 1998, quando a queda de relações de troca, seguida pela recessão e pela desvalorização brasileiras, afetou sua economia.

O segundo defeito do regime de câmbio fixo vem do fato de que a combinação de câmbio fixo com mobilidade internacional de capitais torna os países vulneráveis a ataques especulativos. Há alguns anos aprendemos de que forma os desajustes fiscais podem conduzir a um ataque especulativo. Como neste regime o Banco Central não pode controlar a quantidade de moeda, mas somente a sua composição entre crédito doméstico e reservas internacionais, a compra de títulos pelo Banco Central para monetizar os déficits públicos conduz à queda das reservas internacionais. Compras contínuas em mercado aberto, ou o

8 Ver SARGENT & WALLACE (1986). Eles mostraram que se os indivíduos tiverem a antevisão de que a oferta de moeda crescerá, no futuro, a taxa de inflação começará a se elevar de imediato, e não apenas quando a oferta monetária iniciar a sua ascensão.

9 Ver GENBERG (1989)

10 Ver CORBO & FISCHER (1994).

financiamento contínuo dos déficits públicos com o imposto inflacionário, provocam quedas contínuas das reservas, convidando a um ataque especulativo, que sempre ocorre antes que as reservas se esgotem.¹¹

Mais recentemente aprendemos que esta não é a única causa dos ataques especulativos. Eles podem ocorrer ainda que os “fundamentos” fiscais estejam em ordem, como em alguns países europeus, em 1992/93, no México, em 1994, e nos países do sudeste asiático, em 1997. Na Inglaterra, em 1992, o ataque ocorreu porque o país estava em recessão, e o dilema do governo consistia em defender a libra, o que requeria elevar a taxa de juros e aprofundar a recessão, ou desvalorizá-la, o que não provocaria o crescimento significativo da inflação, porque o país estava em recessão. Os especuladores sabiam que se atacassem as reservas a Inglaterra escolheria flutuar em vez de elevar os juros. Eles atacaram e a Inglaterra flutuou a libra. No México, em 1994, o ataque ocorreu porque o câmbio estava valorizado, e a política monetária foi expansionista. Na Tailândia o ataque ocorreu diante da antevisão de que se o Banco Central elevasse a taxa de juros aprofundaria a crise bancária, gerando a expectativa de que preferiria desvalorizar. Em Hong-Kong ele ocorreu quando surgiram dúvidas sobre o compromisso da China continental com o “*currency-board*”. Todos estes foram ataques especulativos com um componente de profecia auto-realizada, que decorrem do alto grau de mobilidade internacional de capitais, combinado com o câmbio fixo, e algum impedimento do governo para elevar as taxas de juros.¹² Em nenhum deles ocorriam desajustes fiscais de maior magnitude.

O terceiro problema, que não é exclusivo do câmbio fixo, deriva da tendência à apreciação cambial provocada pelos fluxos de capitais, que é particularmente importante quando economias com longa tradição inflacionária enveredam por programas de estabilização baseados na estabilidade da taxa nominal de câmbio. No câmbio flexível um forte fluxo de ingressos de capitais conduz à apreciação do câmbio real porque valoriza o câmbio nominal. Nos países que adotam o câmbio fixo como âncora em seus programas de estabilização ela produz o mesmo resultado, porque os juros elevados para conter o consumo são também indutores de fortes ingressos de capitais, cujos efeitos sobre a oferta monetária não podem, em geral, ser totalmente esterilizados com operações de mercado aberto, o que gera o crescimento dos preços dos bens domésticos em relação aos internacionais, e portanto valoriza o câmbio real. A valorização do câmbio real pode conduzir a déficits não sustentáveis nas contas correntes, indicando a necessidade de

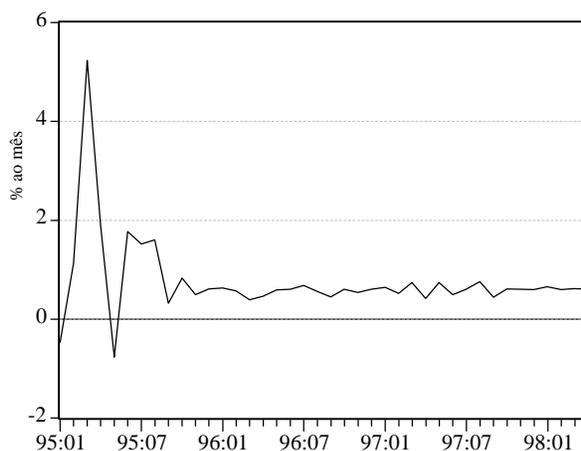
11 O trabalho clássico é o de KRUGMAN (1979). Ver também FLOOD & GARBER (1974).

12 Ver OBSTFELD (1986). Ver também GARBER & SVENSSON (1994).

reajustes cambiais, e à medida que os especuladores tomem consciência de que ou uma crise bancária potencial, ou uma recessão de grande profundidade, inibe as autoridades de elevar as taxas de juros, reconhecerão a maior probabilidade de sucesso, caso disparem um ataque especulativo.¹³ A valorização do câmbio real é um dos indicadores antecedentes mais eficazes para detectar o risco de um ataque especulativo.¹⁴

O Brasil adotou um regime da classe do câmbio fixo, em março de 1995, e terminou aderindo à flutuação cambial em janeiro de 1999. Depois de um curto período de flutuação, entre junho de 1994 e março de 1995, adotou um regime de *crawling peg*, com reajustes do câmbio nominal prefixados, de março de 1995 até janeiro de 1999. Durante esta fase a política monetária foi utilizada principalmente para determinar as reservas internacionais, mas reteve alguma eficácia para alterar a atividade econômica, devido aos controles de movimentos de capitais.¹⁵

GRÁFICO 1 - TAXAS MENSAIS DE REAJUSTE DA TAXA CAMBIAL



No Gráfico 1 verifica-se que as taxas mensais de correção da taxa cambial são aproximadamente constantes do segundo semestre de 1995 até o final de 1998. As taxas de juros domésticas foram mantidas suficientemente elevadas para atrair

13 Esta é a explicação de Krugman sobre os ataques às economias do sudeste asiático. Ver KRUGMAN (1998).

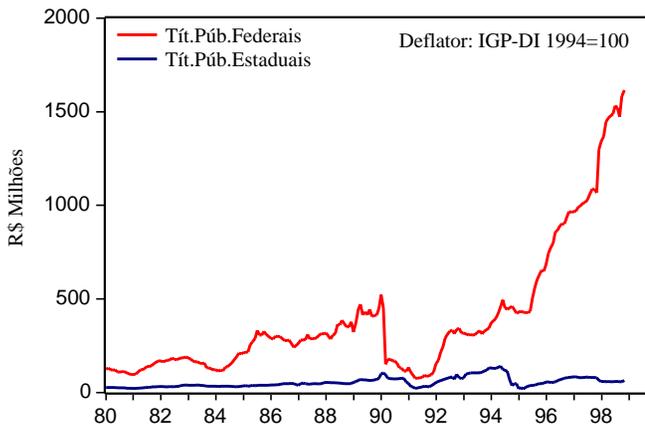
14 Ver KAMINSKY, LIZONDO & REINHART (1979).

15 Ver GARCIA & BARCINSKI (1997). Ver também CARDOSO & GOLDFEJN (1997).

capitais que financiaram os déficits em contas correntes, e os controles de movimentos de capitais permitiram recuperar um pedaço da eficiência da política monetária para controlar a demanda agregada. Porém as taxas de juros reais superiores às taxas de crescimento econômico, ao lado de déficits fiscais primários persistentes, provocaram o crescimento da dívida pública a uma velocidade excessiva, indicando a não sustentabilidade daquele crescimento (Gráfico 2). A velocidade de crescimento da dívida em termos reais acelerou-se de 1994 em diante.

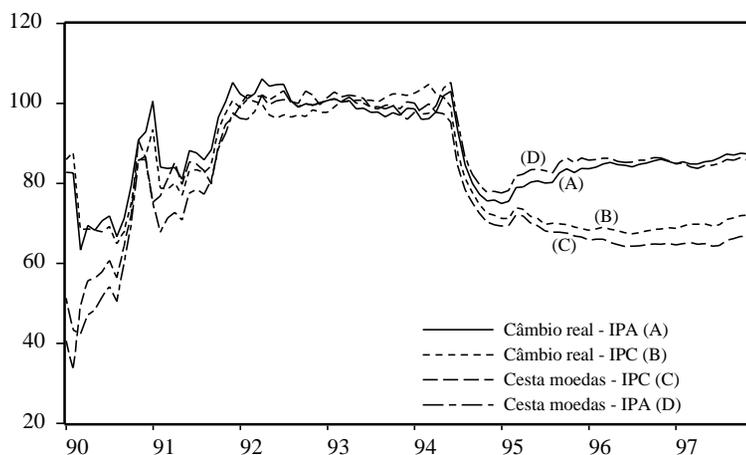
Antes de adotar o regime de “*crawling-peg*”, em março de 1995, ocorreu um curto período de flutuação cambial, durante o qual a taxa real de câmbio apreciou-se. No Gráfico 3 verifica-se o comportamento de quatro medidas de câmbio real nesse período. Ele valorizou-se entre junho de 1994 e março de 1995, mantendo-se aproximadamente constante daí em diante.¹⁶ Os déficits nas contas correntes crescem com a valorização do câmbio real, e com a elevação da absorção, gerada por políticas fiscal e/ou monetária expansionistas. Se os déficits não podem ser reduzidos por alterações no câmbio real, terão que ser reduzidos por contrações na absorção. Se a política fiscal também não pode ser utilizada, é necessário manter as taxas de juros elevadas, o que reduz o crescimento econômico e eleva o crescimento da dívida pública.

GRÁFICO 2 - DÍVIDA PÚBLICA BRUTA EM TÍTULOS PÚBLICOS. (VALORES REAIS DE 1994)



16 Quer com relação ao dólar, quer com relação à cesta de moedas, a valorização estimada é menor se o deflator doméstico for o índice de preços por atacado do que se for o índice de preços aos consumidores. Tomando como base a média (igual a 100), de 1992 a junho de 1994, as apreciações do câmbio real são estimadas em um intervalo entre 12,7% e 33,5%. Outras bases de comparação produzem outras estimativas de apreciação cambial. Escolhemos aquele período como base de comparação porque as contas correntes estavam aproximadamente em equilíbrio.

GRÁFICO 3 - BRASIL - QUATRO MEDIDAS DE CÂMBIO REAL



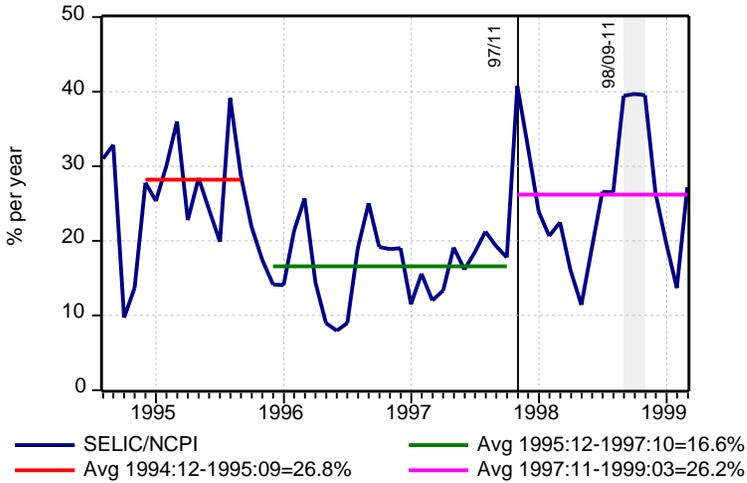
Era evidente que os “fundamentos” não permitiam a manutenção do regime cambial de “*crawling-peg*”, e que mais cedo ou mais tarde o Brasil seria forçado a abandoná-lo. A resistência foi, no entanto, longa, e os custos medidos em termos de perda de produto foram muito grandes. Na Tabela 1 mostram-se as taxas de juros do início do Plano Real até março de 1999. Há três fortes elevações: a primeira em março de 1995, em resposta à crise mexicana, a segunda em novembro de 1997, em resposta à crise do sudeste asiático, e a terceira iniciada em setembro de 1998, em resposta à crise russa. Todas estas elevações foram realizadas para abortar um fluxo de saída de capitais, e para defender a taxa cambial. Em todas elas as taxas reais de juros cresceram significativamente.

TABELA 1 - TAXA SELIC DE OVERNIGHT^(*) - % POR ANO

Mês	1994	1995	1996	1997	1998	1999
01		48.8	35.7	22.8	37.2	29.5
02		46.8	32.1	22.0	28.8	32.6
03		65.0	30.1	21.6	29.8	48.1
04		65.0	27.9	21.8	22.6	
05		64.8	27.0	20.7	21.4	
06		60.8	26.5	21.1	21.0	
07	122.0	60.5	25.8	21.0	22.4	
08	63.3	57.2	26.4	20.8	19.3	
09	57.0	48.0	25.3	20.8	34.3	
10	53.2	44.1	24.7	22.0	41.6	
11	61.4	40.6	23.9	43.2	36.5	
12	56.4	39.0	23.9	42.1	32.9	

(*) Taxa Básica de Juros - Banco Central.

GRÁFICO 4 - TAXAS REAIS DE JUROS NO BRASIL - SELIC/IPCA - EASES



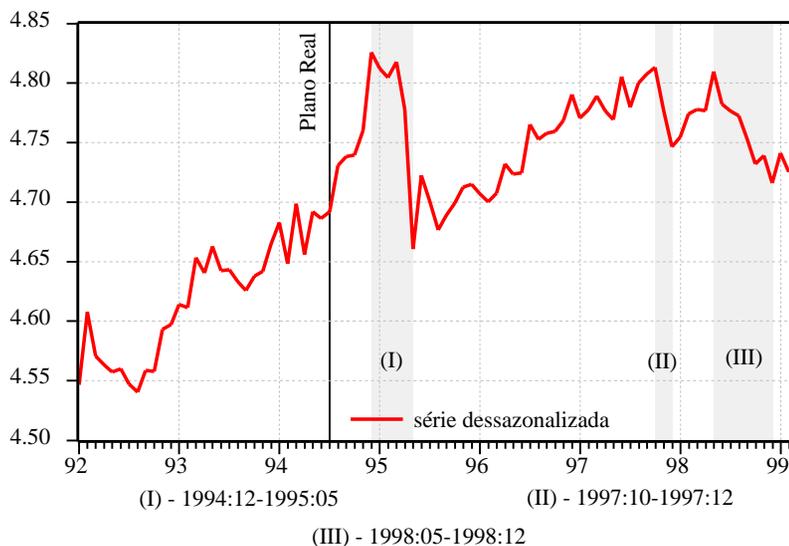
No Gráfico 4 estão as taxas reais de juros, obtidas “deflacionando” as taxas nominais da Tabela 1 pelas taxas de variação do índice nacional de preços aos consumidores. Entre dezembro de 1994 e setembro de 1995, no entorno da crise mexicana, a taxa real de juros média foi de 26,8% ao ano. No período das crises do sudeste asiático e russa, entre dezembro de 1997 e março de 1999, a taxa média real de juros foi de 26,2% ao ano. No período intermediário, no qual a economia brasileira conheceu as taxas de juros mais baixas de todo este período, a taxa real média situou-se em 16,6% ao ano. Com qualquer uma destas taxas médias reais, inclusive as mais baixas, as taxas de crescimento econômico teriam que ser extremamente baixas, e o crescimento da dívida pública somente não seria explosivo se ocorressem superávits primários extremamente elevados. Estes superávits não ocorreram, tornando-se inevitável que a não sustentabilidade da política fiscal induzisse um ataque especulativo.

No Gráfico 5 ilustra-se uma faceta dos custos da defesa do regime cambial anterior. As áreas sombreadas, no gráfico, mostram os períodos imediatamente subsequentes a cada uma das três elevações de taxas reais de juros, na defesa contra as crises mexicana, do sudeste asiático e russa, respectivamente, mostradas na Tabela 1. Em cada um dos três casos ocorre uma queda significativa da produção industrial. Ela foi maior na seqüência da crise mexicana,¹⁷ menor e menos persistente na seqüência da crise do sudeste asiático, e maior do que

17 Os dados do gráfico estão em logaritmos, de forma a permitir, com a simples visualização comparativa das distâncias de queda, a comparação da intensidade das taxas de queda.

neste último caso, mas mais persistente, na seqüência da crise russa. Excluindo-se o primeiro ano do Plano Real, em 1995, a renda *per capita* média do Brasil permaneceu estagnada desde então. Estes números ilustram os custos da defesa do regime cambial.

GRÁFICO 5 - OS EFEITOS DOS CHOQUES DE JUROS SOBRE A PRODUÇÃO INDUSTRIAL DO BRASIL - (EM LOGARITMOS)



2. O BRASIL NO CURRENCY BOARD E A MOEDA ÚNICA NO MERCOSUL

A adesão do Brasil à flutuação cambial não recebeu o suporte de muitos economistas. Nomes como Rudiger Dornbusch, Guillermo Calvo e Ricardo Hausmann declaram uma preferência pelo regime de *currency-board*. Por detrás dessa prescrição estaria a noção de que o abandono do regime de *crawling-peg* tornaria o Brasil extremamente vulnerável ao retorno da inflação, que não poderia ser contida no regime de livre flutuação cambial, e de que com a sua adesão ao *currency-board* o Brasil abriria as portas para a criação de uma moeda única no Mercosul, que implicitamente seria aceita como uma mudança positiva para a região. Vejamos cada um destes dois argumentos.

O Brasil nunca teve, antes de 1994, políticas fiscal e monetária produtoras de estabilidade, e mesmo depois de implantado o Plano Real sua política fiscal não era consistente com a opção pela âncora cambial. Os déficits públicos sempre

foram elevados, e somente não conduziram ao crescimento não sustentável da dívida pública, nos anos de inflações mais elevadas, porque a coleta de senhoriagem pela emissão de moeda impediu aquele crescimento explosivo.¹⁸ A inflação persistente e elevada, no entanto, não pode ser atribuída apenas à política fiscal expansionista, embora ela seja uma peça extremamente importante da explicação do fenômeno. O Brasil tinha inflações elevadas porque havia optado por aquele caminho, erradamente supondo que os custos da inflação seriam relativamente baixos. A decisão de conviver com a inflação, adotando um sistema abrangente de indexação, elevou significativamente a persistência da inflação, e passou a dificultar o seu combate.¹⁹ Devido à indexação e à política fiscal expansionista, a política monetária perdeu quase que totalmente sua eficácia.

Por que, em um país com este desempenho nas políticas fiscal e monetária, seria recomendável dar ao Banco Central o poder discricionário de atuar alterando as taxas de juros ou a oferta de moeda? Melhor seria adotar um regime rígido de regras, e nada melhor do que o *currency-board* para este propósito. A recomendação de regras, em vez de poder discricionário, para um país com uma longa tradição de administrar desastrosamente sua política monetária, é o que conduziu aqueles três economistas a manifestar a sua preferência pelo *currency-board*, no caso brasileiro.²⁰

Ao adotar o *currency-board*, no entanto, o País estaria confessando sua completa incapacidade de aprender a fazer política monetária, e estaria renunciando a qualquer possibilidade de neutralizar os efeitos de choques externos sobre a sua economia. Como vimos, o *currency-board*, como todas as variantes do regime de câmbio fixo, deixa os países que o adotam vulneráveis aos efeitos de choques externos. Os países que no sudeste asiático deixaram suas moedas flutuar, a partir de 1997, já se encaminham para a saída das recessões, mas Hong-Kong e China, que mantêm suas taxas cambiais fixas, ainda têm recessões maiores. A experiência da Inglaterra e da França, em 1992, ilustra que quem flutuou a sua moeda (a Inglaterra) saiu rapidamente da recessão, e quem permaneceu no câmbio fixo (a França) amargou uma estagnação muito persistente. A experiência

18 PASTORE (1994).

19 PASTORE. (1997).

20 A freqüente afirmação de que o "*currency-board*" impõe uma "camisa-de-força" aos países, impedindo-os de seguir políticas fiscais expansionistas, era motivo do humor do prof. Mario Henrique Simonsen, que costumava dizer: "*camisa-de-força sim, mas com um zíper; que as autoridades estão livres para usar sempre que se sentirem desconfortáveis.*"

do Chile, no início dos anos oitenta, e mais recentemente da Argentina, que com suas economias no câmbio fixo sofreram choques externos muito fortes,²¹ mostra a magnitude das quedas de produto que podem ser geradas por choques externos. O Brasil teria que renunciar ao poder de produzir a estabilização cíclica se optasse pelo *currency-board*, e ficaria na mesma posição incômoda em que atualmente está a Argentina, que somente tem a alternativa de esperar até que a recuperação mundial puxe sua economia para fora da recessão.

Se a passagem do Brasil para o *currency-board* fosse realizada no início de 1999, seria extremamente traumática, e acentuaria a crise, em vez de resolvê-la. Neste regime extingue-se o Banco Central, criando-se em seu lugar um *currency-board*, que somente pode emitir a moeda doméstica comprando o lastro - o dólar - a uma taxa cambial fixa, e mantendo uma taxa de conversibilidade fixa. Daquele momento em diante qualquer pessoa poderia livremente converter reais em dólares. Em princípio, a conversibilidade poderia atingir apenas a base monetária, desde que a dívida pública do governo tivesse uma escala de vencimentos muito longa, uma vez que o *currency board* está impedido de fazer operações de mercado aberto, o que impediria a monetização da dívida pública. Mas se existir uma dívida de curto prazo significativa, é crucial que no momento da instalação daquele regime exista uma taxa de conversibilidade elevada, na qual não apenas a base monetária é tornada conversível em dólares, mas também a dívida pública de curto prazo, pelo menos. Este não era (e não é) o caso brasileiro.

Suponhamos que a relação entre a soma da base monetária e da dívida pública de curto prazo do governo seja pequena, como, por exemplo, de 30%. Se a dívida tiver uma escala de vencimentos linear dentro do ano, em cerca de três meses vencem obrigações aproximadamente iguais a um estoque de reservas internacionais. Como no regime de *currency board* o governo garante a conversibilidade da moeda doméstica em dólares, no vencimento dos títulos os indivíduos têm a alternativa de, em vez de comprar novos títulos, resgatá-los, remetendo os dólares comprados a uma taxa cambial fixa para o exterior, e comprando títulos públicos de outros países com riscos menores. Com um “índice de vulnerabilidade” baixo, como o do exemplo acima, o *currency-board* iria à falência num curto período após a sua instalação.

21 Referimo-nos à elevação das taxas de juros nos EUA, quando Paul Volker decidiu alterar os procedimentos operacionais do FED, no início dos anos oitenta, para combater a inflação, e ao choque de queda nas relações de troca, a partir de 1998.

Por isso é que os economistas que recomendavam a adesão ao *currency board* recomendavam, também, a reestruturação da dívida pública interna (o seu alongamento compulsório), para permitir o funcionamento do novo regime. É fácil perceber que a recomendação do *currency-board* combinada com a de uma reestruturação da dívida interna continha uma contradição enorme: de um lado, o *currency-board* era recomendado para elevar a reputação das autoridades e, de outro, a reestruturação da dívida produzia a queda daquela reputação, além de ser uma política inconsistente no tempo (“*time inconsistent*”). Partiríamos para um regime de regras, começando com o descumprimento de um contrato - de honrar a dívida pública -, o que certamente não seria um bom começo, para dizer o mínimo.

A experiência da moeda única na Europa seduz a muitos, e os conduz a recomendar que este caminho seja adotado no Mercosul. Há dois caminhos alternativos que podem ser trilhados caso os países do Mercosul optem pela criação de uma moeda única. O primeiro seria a generalização do regime de *currency-board* adotado pela Argentina para todos os demais países da área, que fixariam as paridades de suas moedas com relação ao dólar, e a nova moeda única somente seria criada com o lastro dólar. Claro que haveria problemas práticos extremamente relevantes a serem resolvidos neste caso, como, por exemplo, quem funcionaria como prestador de última instância para os sistemas bancários individuais de cada um dos países. A segunda alternativa seria evitar a fixação da moeda do Mercosul com relação ao dólar, mas apenas fixando de forma irrevogável as paridades entre as moedas dentro da área, anteriormente à eliminação de suas moedas nacionais, para posterior substituição pela moeda única. A moeda do Mercosul flutuaria com relação ao dólar. Haveria um Banco Central do Mercosul administrando a política monetária para a região como um todo, nos moldes do Banco Central europeu.

Se estivermos imaginando uma moeda única presa ao dólar, como na primeira alternativa, estaremos simplesmente generalizando para o Brasil (e para os demais países que não fixam suas moedas ao dólar) os mesmos defeitos acima apontados para o *currency-board*.²² A alternativa de criar uma união monetária com o câmbio flutuante com relação ao dólar (e com relação às demais moedas) seria muito mais atrativa, mas certamente impõe uma tarefa enorme de construir instituições monetárias supranacionais, e provavelmente sofreria uma forte oposição por parte da Argentina. A união monetária como um todo poderia

22 O objetivo de atrair o Chile para o Mercosul, por exemplo, teria que ser totalmente abandonado, quando esta decisão fosse tomada.

manter a sua competitividade com relação às demais regiões do mundo. Esta tarefa de construção institucional teria que ser realizada em escala supranacional por países que ainda estão se debatendo para criar suas próprias moedas nacionais de forma estável e respeitável no âmbito puramente interno de suas economias, e para consolidar suas próprias instituições monetárias nacionais. Certamente estamos nos concentrando apenas nos temas ligados à política monetária. É preciso lembrar que a operação deste sistema requer a forte coordenação das políticas fiscais com compromissos irrevogáveis assumidos com o grupo de países, por países que individualmente não conseguem seguir rigidamente suas próprias metas. Será que estamos sendo realistas em pensar na factibilidade deste programa? Este é certamente um tema acadêmico fascinante, mas que contribui mais para desviar a atenção dos verdadeiros problemas do que contribuir para a sua solução.

A flutuação da moeda única com relação ao dólar contornaria o problema da competitividade da região como um todo com relação ao resto do mundo, mas será que para os países que compõem atualmente a união aduaneira denominada Mercosul haveria vantagens em transformá-la em uma união monetária? Somente existe sentido em uma união monetária se os países que a compõem estiverem contidos dentro do domínio de uma área monetária ótima (uma “*optimum currency area*”), que se define como aquela área geográfica (que não necessariamente coincide com os limites dos países) na qual existe, pelo critério de Mundell, elevada mobilidade de mão-de-obra.²³ O território do Brasil se aproxima de uma área monetária ótima porque há (maior) mobilidade de mão-de-obra dentro de suas fronteiras (embora esta mobilidade não seja absoluta, dado que mesmo dentro das fronteiras de um país há elevados custos de migrar), mas o Mercosul não é uma área monetária ótima, porque não há mobilidade de mão-de-obra entre os países que o formam. Não há, por exemplo, qualquer mobilidade de mão-de-obra entre o Brasil e a Argentina.

Seguindo a análise de Mundell, podemos imaginar que duas regiões de um país, como o Sul e o Sudeste do Brasil, por exemplo, tivessem a alternativa de utilizar duas moedas, a do Sul e a do Sudeste, que poderiam manter entre si uma taxa cambial fixa, ou então flutuante. Suponhamos uma recessão no Sul, com um superaquecimento da economia do Sudeste. Se o câmbio for fixo, a única forma de eliminar este desequilíbrio é movendo mão-de-obra da área recessiva para a área com superaquecimento, mas se o câmbio fosse flutuante, ainda que não

23 A teoria de áreas monetárias ótimas começou a ser desenvolvida por MUNDELL (1961). Ver também KENEN (1969).

existisse mobilidade de mão-de-obra, o Sul poderia aquecer sua economia, desaquecendo-se à do Sudeste, com a desvalorização da moeda do Sul com relação à do Nordeste. A conclusão é óbvia: dentro do critério de fixação de áreas monetárias ótimas, o câmbio deve ser fixo apenas quando existe mobilidade de mão-de-obra. O México pode fixar sua moeda com relação ao dólar com um grau maior de eficiência do que o Brasil, e certamente muito maior do que a Argentina.

Se não existirem as variações cambiais que reduzem, ou eliminam, os efeitos do desemprego de um país sobre os demais, as flutuações cíclicas de um país contaminarão os outros. Para não “importar” este desemprego, os demais países da união monetária teriam que derrubar os salários que, no entanto, são rígidos. O regime cambial que minimiza as flutuações cíclicas comuns aos países do Mercosul é, dentro da teoria das áreas monetárias ótimas, o de câmbio flexível, e não o de câmbio fixo. Os países que compõem o NAFTA podem ser uma área monetária ótima, mas não o Mercosul.

Por que então a Europa partiu para a unificação monetária? Cada país europeu é, isoladamente, muito menor do que os Estados Unidos, mas se agregarmos a Europa como um todo, quer em termos de valor do PIB, quer em termos de tamanho populacional do mercado, ela se assemelha aos Estados Unidos. A Europa unida tem condições de competir com os Estados Unidos melhor do que a Europa dividida em economias independentes, da mesma forma que os Estados Unidos, composto pela soma de todos os seus Estados dentro de uma ordem econômica única, têm uma eficiência econômica muito maior do que se fosse dividido em Estados independentes, cada um com sua ordem econômica própria.

Para ilustrar este ponto, suponhamos que os Estados Unidos fossem divididos em 20 países, cada qual com seu Banco Central independente, com sua moeda própria, que flutuaria com relação às demais, mantendo sistemas tributários e legislações sobre as mobilidades de mão-de-obra e de capitais também independentes. Suponhamos que esta divisão ocorresse a partir de agora, mantendo-se dentro de cada um dos novos Estados nos quais os Estados Unidos se subdividiram, as mesmas dotações de fatores – mão-de-obra, capital e recursos naturais. Cada um dos novos Estados teria, potencialmente, a mesma capacidade produtiva, porque os Estados teriam preservadas, após a divisão, as mesmas dotações de fatores. Mas a produção da totalidade dos vinte Estados seria menor devido às fricções e às incertezas trazidas pelas vinte moedas diferentes e pela flutuação cambial, que certamente limita a mobilidade de fatores entre os novos Estados. O produto da soma destes vinte Estados independentes seria menor do que o produto dos Estados Unidos na conformação atual. O que vem ocorrendo com a Europa é exatamente o inverso do processo descrito acima. Com a união

européia e com a união monetária ela vem eliminando aquelas barreiras, tentando com isso tornar-se uma economia global em escala e competitividade semelhantes às dos Estados Unidos.

A recomendação de uma moeda única para o Mercosul não faz nenhum sentido diante das razões acima expostas. Ela nos parece mais um modismo, que desvia a atenção dos verdadeiros problemas em vez de auxiliar a concentração na sua solução.

3. MOBILIDADE DE CAPITAIS E CÂMBIO FLEXÍVEL

Ao migrar para o câmbio flexível, mantendo controle sobre a taxa de inflação, o Brasil destruiu o mito de que somente os regimes da classe do câmbio fixo conseguem produzir estabilidade de preços. Ela pode ser gerada em qualquer regime cambial, desde que as políticas monetária e fiscal sejam adequadas e, conseqüentemente, a escolha do regime cambial não está presa à necessidade de estabilizar os preços, mas sim de criar as condições para um crescimento econômico sustentado, e para uma menor exposição às flutuações cíclicas.

No regime cambial anterior o País tinha que atrair um fluxo de capitais necessário para financiar os déficits elevados nas contas correntes, provocados por um câmbio real valorizado. Embora as privatizações e a abertura ao capital estrangeiro no sistema bancário garantissem ingressos de investimentos estrangeiros diretos, sua magnitude não era suficiente para financiar o déficit em contas correntes, e manter um elevado nível de reservas, necessário para a credibilidade no regime cambial. Para evitar que os déficits nas contas correntes fossem ainda mais elevados, devido à valorização do câmbio real, era necessário conter a absorção, e como a política fiscal era expansionista, a política monetária tinha que ser contracionista. Os juros domésticos elevados continham a absorção, mas freqüentemente atraíam um fluxo de capitais excessivo, obrigando a imposição de controles sobre aqueles ingressos, de forma a manter o controle da política monetária para o objetivo de conter a absorção. Os controles aos fluxos de capitais tinham a função de preservar uma parte da eficácia da política monetária para o objetivo de atuar sobre a demanda agregada, e não de evitar ataques especulativos. Estes somente podem ser evitados com a consistência das políticas macroeconômicas e com a flutuação da taxa cambial.

No regime de câmbio flutuante os controles de capitais para garantir a eficácia da política monetária são desnecessários. O Banco Central está liberado para utilizar a taxa de juros voltada para o objetivo da estabilidade de preços, e a

flutuação cambial é que realiza o equilíbrio externo. O Banco Central tem, no entanto, que estar preparado para tolerar a volatilidade elevada da taxa cambial, o que produz, fundamentalmente, oscilações no câmbio real, mais do que no nível doméstico de preços. Finalmente, como o regime de câmbio flutuante inibe ataques especulativos, toda a discussão sobre a necessidade de controlar capitais “especulativos” perde sentido.

Que capitais deveriam ser atraídos por um país neste regime? É claro que os fluxos de investimentos estrangeiros diretos adicionam-se ao estoque de capital e elevam a capacidade produtiva, vindo em geral com uma elevada dose de inovações tecnológicas embutidas, e portanto são positivos. Mas é claro, também, que há fluxos de capitais de curto prazo que têm nítidas vantagens econômicas.

O primeiro exemplo é o dos capitais que são utilizados para “aplinar” as flutuações cíclicas. Suponha uma recessão mundial que reduza drasticamente as importações com relação ao Brasil, elevando os déficits em contas correntes. Na ausência de fluxos de capitais o País seria compelido a tomar medidas restritivas domésticas, absorvendo a recessão mundial, declinando os níveis domésticos de consumo, e reduzindo o bem-estar da sociedade. Na presença de fluxos de capitais, ainda que de curto prazo, ele se endivida temporariamente, para pagar esse endividamento com superávits nas contas correntes em fases de crescimento da economia mundial, mantendo estável o fluxo de consumo e, conseqüentemente, elevando o nível de bem-estar da sociedade.

O segundo exemplo prende-se ao papel dos fluxos de capitais para reduzir a volatilidade da taxa cambial. O comportamento da taxa cambial é dominado pelos fluxos de capitais e pelas expectativas, e por isso no regime de câmbio flutuante ele apresenta grande volatilidade, à semelhança do preço dos ativos formados em mercados organizados. Os capitais fluem de acordo com os estímulos derivados de ganhos potenciais de arbitragem. Diante de expectativas negativas, que forcem a depreciação cambial excessiva, se o Banco Central elevar os juros domésticos e permitir o ingresso de capitais de prazo mais curto poderá reduzir a depreciação com relativa velocidade. Este não é necessariamente um objetivo que deva ser perseguido pelo Banco Central, mas se o for contará com a mobilidade de capitais de curto prazo para realizar a tarefa.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- CALVO, Guillermo, LEIDERMAN, Leonardo & REINHART, Carmen. Capital inflows and real exchange rate appreciation in Latin America: the role of external factors. *IMF Staff Papers*, 40, março de 1993.

- CARDOSO, Eliana & GOLDFEJN, Ilan. Capital flows to Brazil: the endogeneity of capital controls. *International Monetary Fund Working Paper* 115, setembro de 1997.
- CORBO, V. & FISCHER, S. Lessons from the Chilean stabilization and recovery. In: BOSWORTH, Barry DORNBUSCH, Rudiger & LABÁN, Raul (eds.), *The Chilean economy*. Washington: The Brookings Institution, 1994.
- EDWARDS, Sebastian. Capital inflows into Latin America: a stop-go story. *NBER Working Paper* 6441, 1998.
- EICHENGREEN, B. *International monetary arrangements for the 21st century*. Washington: The Brookings Institution, 1994.
- FLOOD, R. P. & GARBER, P. Collapsing exchange-rate regimes. In: FLOOD & GARBER (eds.), *Speculative bubbles, speculative attacks, and policy switching*. Cambridge, Massachusetts: The MIT Press, 1994.
- GARBER, P. & SVENSSON, Lars. The operation and collapse of fixed exchange rate regimes. *The Handbook of International Economics*, v. 3, North Holland, 1994.
- GARCIA, Márcio & BARCINSKI, Alexandre. Capital flows into Brazil in the nineties: macroeconomic aspects and the effectiveness of capital controls. PUC-Rio, março de 1997 (*mimeo*).
- GENBERG, Hans. Exchange rate management and macroeconomic policy: a national perspective. *Scandinavian Journal of Economics*, v. 91, n. 2, 1989.
- KAMINSKY, G. L., LIZONDO, S. & REINHART, C. M. Leading indicators of currency crises. *IMF Working Paper* 97/79, Washington: International Monetary Fund, 1979.
- KENEN, P. The theory of optimum currency areas: an eclectic view. In: MUNDELL, Robert & SWOBODA, Alexandre (eds.), *Monetary problems of the international economy*. University of Chicago Press, 1969.
- KRUGMAN, P. A model of balance of payments crises. *Journal of Money, Credit and Banking*, v. 11, agosto de 1979.
- _____. What happened to Asia. Janeiro de 1998 (*mimeo*).
- MUNDELL, R. A. The theory of optimum currency areas. *American Economic Review*, v. 51, setembro de 1961.
- OBSTFELD, M. Rational and self-fulfilling balance of payments crises. *American Economic Review*, v. 76, 1986.
- PASTORE, A. C. Déficit público, a sustentabilidade do crescimento das dívidas interna e externa, senhoriação e inflação: uma análise do regime monetário brasileiro. *Revista de Econometria*, 14, novembro de 1994.
- _____. Passividade monetária e inércia. *Revista Brasileira de Economia*, 1997.

SARGENT, T. J. & WALLACE, N. Some unpleasant monetarist arithmetic.
In:. SARGENT, T. J., *Rational expectations and inflation*. Harper and Row Publishers, 1986.

Trabalho apresentado Congresso Brasil-Portugal Ano 2000, seção de economia, Brasília, 23/09/1999.

(Recebido em novembro de 1999. Aceito para publicação em fevereiro de 2000).