

O câmbio deve ou não flutuar? Lições do Brasil, China e Índia

Luiz Fernando de Paula*

Introdução

Freqüentemente o Ministro da Fazenda, Antônio Palocci, tem afirmado que é da natureza do câmbio flutuante a sua flutuação, como se o Banco Central nada faz para tomar frente aos movimentos dos fluxos de capitais em um regime de taxa de câmbio flutuante, já que cabe ao mercado determinar livremente a taxa de câmbio de “equilíbrio” das contas externas. A realidade do funcionamento dos regimes cambiais em países emergentes mostra que, mesmo sendo adotado formalmente um regime de câmbio flutuante, na prática as autoridades econômicas preferem limitar as flutuações cambiais.

Procuraremos mostrar neste artigo que enquanto o Brasil tem adotado um regime cambial de câmbio flutuante com uma conta de capital aberta, em que as autoridades econômicas procuram intervir pouco no mercado de câmbio, dois países emergentes de grande porte - China e Índia - tem utilizado um câmbio competitivo e estável, em contexto de conversibilidade restrita da conta de capitais, como um dos elementos centrais do seu arcabouço de política macroeconômica. De fato, ambos países têm uma conversibilidade parcial da conta de capital, tendo tornado conversível nos anos 1990 as transações cambiais relativas a conta corrente do balanço de pagamentos. O processo de liberalização financeira tem sido feito nesses países de forma gradual e incremental, o que tem contribuído para que o crescimento econômico venha acompanhado de estabilidade macroeconômica.

Regimes cambiais e restrição aos fluxos de capitais

Uma discussão importante na literatura econômica está relacionada sobre qual seria o regime cambial mais adequado aos países emergentes. Por um lado, há a visão “bipolar” segundo o qual regimes intermediários de câmbio – que envolve toda uma gama de posições intermediárias entre câmbio totalmente flutuante e câmbio totalmente fixo – seriam menos viáveis para países com envolvimento substancial com os mercados financeiros internacionais.

O argumento principal é que tais regimes fazem os países mais vulneráveis aos ataques especulativos. De outro lado, existe a visão conhecida como “medo de flutuar” (*fear of floating*),

* Professor da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade do Estado do Rio de Janeiro (FCE/UERJ). Pesquisador do CNPq. Endereço eletrônico: luizfpaula@terra.com.br

segundo o qual na prática, muitos países emergentes preferem limitar os movimentos da taxa de câmbio, ainda que adotem, em princípio, um regime de câmbio flutuante. Tal resistência à flutuação resulta de problemas relacionados aos efeitos de uma desvalorização cambial excessiva sobre as dívidas contraídas em moeda estrangeira e ao seu alto impacto sobre os preços domésticos. Uma avaliação deste debate indica que não há um regime cambial “ótimo” válido para todos países, pois sua eficácia depende das características específicas de cada país e sua estratégia de inserção internacional.

De fato, regimes de câmbio fixo, embora proporcionem várias vantagens – como a eliminação do risco cambial que reduz a incerteza que cerca as decisões dos exportadores e importadores e dos tomadores de recursos financeiros internacionais – oferecem riscos elevados para países emergentes de maior porte, em função da perda de flexibilidade da política econômica para se contrapor a choques exógenos, o que pode tornar o custo do ajustamento elevado ou mesmo insuportável em termos sociais. Por isso, é necessário adotar regimes cambiais que sejam suficientemente flexíveis para permitir que cada país possa ajustar-se da maneira que julgar mais adequada a mudanças no contexto internacional. A escolha do regime cambial deve levar em conta, ainda, a importância crescente do comércio internacional para o desenvolvimento econômico dos países emergentes, uma vez que as exportações de bens e serviços podem servir como elemento de sustentação de níveis adequados de demanda agregada, além do fato de que a exposição de bens produzidos domesticamente à competição estrangeira possa estimular a produtividade doméstica.

Note-se, contudo, que a adoção de um regime de câmbio totalmente flutuante pode não ser a mais adequada em função dos efeitos causados pela oscilação brusca e intensa da taxa de câmbio ao sabor do movimento instável dos fluxos de capitais em países possuidores de moeda fraca e não-conversível e mercados financeiro/cambial pouco denso. O objetivo de manter um câmbio menos volátil e mais competitivo em termos de comércio internacional pode tornar interessante a adoção de regimes de câmbio intermediário, como sistemas de bandas ou zonas-alvo²⁹, pois nesses regimes preservam-se a flexibilidade de ajuste de câmbio frente a choques, mas ao mesmo tempo abre a possibilidade de orientação da trajetória temporal da taxa de câmbio. O funcionamento adequado desses regimes cambiais pode requerer, de modo tanto a evitar a possibilidade de ataques especulativos quanto aumentar a eficácia das autoridades monetárias na determinação da taxa de câmbio, a adoção de um

²⁹ No caso das “zonas-alvo” não há o compromisso formal com pisos e tetos de câmbio.

regime de conversibilidade restrita da conta de capitais, ou seja, a implementação de regulamentações sobre os fluxos de capitais.

A regulamentação sobre fluxos de capitais pode ser usada para os seguintes propósitos: (i) manter a estabilidade da taxa de câmbio, reduzindo as pressões sobre esta, em particular arrefecendo os efeitos de entradas de capitais externos sobre a apreciação do câmbio; (ii) permitir a implementação de políticas monetárias mais autônomas, uma vez que pode restringir as oportunidades de arbitragem entre taxas domésticas e externas de juros; (iii) preservar a estabilidade monetária e financeira em face de fluxos persistentes de capital, inclusive para deter saídas de capitais em contexto de crise do balanço de pagamentos.

Brasil

O Brasil, desde 1999, adota um regime de câmbio flutuante junto com um sistema de metas de inflação. O funcionamento deste regime cambial tem ocorrido em um contexto em que o país tem operado, de fato, com uma conta de capital aberta, o que significa uma plena liberdade nos fluxos de capitais externos, ainda que a Lei nº 4.131, de 1962, ainda em vigor, permita a imposição de controles de capitais por parte do Banco Central do Brasil (BCB). Desde o final dos anos 1980 observa-se no Brasil uma tendência crescente rumo à liberalização financeira.

Neste contexto, não há, por parte do BCB, qualquer compromisso formal ou informal de intervir na taxa de câmbio. Como o BCB intervém apenas eventualmente no mercado cambial, os fluxos de capitais determinam as variações no câmbio no Brasil, sendo que em anos de normalidade (ou estabilidade cambial) as reduzidas variações da taxa de câmbio são explicadas basicamente por variáveis reais (saldo comercial e investimento direto estrangeiro), enquanto que em período de forte pressão cambial (ou crise cambial), a variável investimento em carteira explica grande parte da alta volatilidade cambial.

Como resultado, observa-se tanto uma elevada volatilidade da taxa de câmbio nominal no Brasil, que aumenta sobremaneira em períodos de forte pressão cambial, quanto o fato que o câmbio real efetivo deprecia ou aprecia ao sabor do movimento dos fluxos de capitais (por exemplo, no ano 2001 e no 2º semestre de 2002 houve uma forte desvalorização do câmbio, enquanto que no 1º semestre de 2001 e a partir de meados de 2004 há uma clara tendência de apreciação cambial).

O movimento da taxa de juros, por sua vez, está fortemente correlacionado com a tendência da taxa de câmbio, já que, em função do *modus operandi* do sistema de metas de

inflação, o BCB reage às desvalorizações cambiais elevando a taxa de juros, e às valorizações da moeda doméstica reduzindo a taxa de juros, ainda que mais recentemente o BCB venha adotando uma política monetária mais exógena, elevando, independentemente da taxa de câmbio, a taxa de juros, no que tem resultado em uma forte apreciação cambial. Há, também, uma forte correlação entre a taxa de câmbio e a taxa de inflação no Brasil, no sentido de que movimentos mais agudos de depreciação cambial resultam em uma elevação no nível de preços (efeito “*pass-through*”) e movimento de apreciação cambial resulta em queda nos preços domésticos. Portanto, a volatilidade excessiva da taxa de câmbio tem efeitos negativos sobre o gerenciamento da política econômica (i.e, sobre a taxa de juros) e sobre as decisões de investimento das firmas exportadores, já que para essas o câmbio é uma variável-chave no cálculo empresarial.

Do ponto de vista da vulnerabilidade externa, o crescimento das exportações líquidas a partir de 2002, puxada pelo forte crescimento dos preços e demanda de *commodities* agrícolas e industriais no comércio internacional, tem resultado em uma melhoria significativa dos indicadores de vulnerabilidade externa – a relação dívida externa/exportações caiu de 3,5 em 2002 para 2,1 em 2004. Contudo, além da vulnerabilidade externa estar ainda em patamar elevado (mas não mais crítico), o peso da dívida de curto prazo no total da dívida externa, a existência de uma conta de capital aberta e as dúvidas quanto a trajetória futura da balança comercial face ao câmbio apreciado, este conjunto de fatores tornam ainda preocupante o futuro da economia brasileira.

China e Índia

A China tem mantido, desde 1994, um regime cambial que é considerado formalmente um sistema de câmbio flutuante administrado com uma banda estreita. Na prática, o que se tem observado é a manutenção de um câmbio fixo (ou semi-fixo), com a moeda local atrelada ao dólar, o que dada a forte e contínua depreciação cambial ocorrida até o início dos anos 1990, e considerando a baixíssima taxa de inflação a partir de 1997, tem resultado em um câmbio apreciado. A combinação entre uma taxa de câmbio estável, um câmbio real depreciado e uma taxa de juros baixa e estável nos últimos anos na China têm permitido criar um ambiente macroeconômico favorável à atração de capitais externos (principalmente investimento direto), a uma inflação baixa e, ao mesmo tempo, a um excepcional desempenho exportador.

A administração da taxa de câmbio na China tem sido permitida tanto pelo enorme volume de reservas internacionais (cerca de US\$ 600 bilhões em 2004) quanto da existência de controles na entrada e saída na conta de capitais, sobretudo através de proibições e limites quantitativos: capitais de portfólio são obstaculizados pela segregação no mercado de ações entre residentes e não-residentes, enquanto que restrições sobre outras formas de empréstimos externos são abrangentes e sujeitas a tetos rigorosos.

Como resultado da combinação de um excepcional desempenho exportador, um significativo aumento das reservas internacionais e um baixo endividamento externo, os indicadores de vulnerabilidade externa da China mostram uma situação bastante confortável: a relação dívida externa/PIB declinou no período 1990/2002, alcançando a cifra de 13,5% em 2002, sendo que a participação da dívida de longo prazo no total da dívida é da ordem de mais de 70%; a razão dívida externa/exportações, indicador de solvência externa de um país, declinou para quase 50% em 2002. Assim, todos indicadores de vulnerabilidade externa têm sido mantidos bem acima do que é normalmente percebido como estando dentro dos limites considerados “seguros”.

A Índia, por sua vez, adota, desde março de 1993, um regime de câmbio flutuante administrado. O Banco de Reserva da Índia (RBI) tem sido um ativo participante do mercado cambial, procurando evitar que transações de grande magnitude neste mercado possam resultar em uma excessiva volatilidade da taxa de câmbio, ao mesmo tempo em que busca assegurar uma razoável estabilidade na taxa de câmbio efetiva real. Para tanto, o RBI utiliza um amplo conjunto de instrumentos para influenciar as condições do mercado cambial, intervindo no mercado *spot*, utilizando transações futuras e de *swap* de câmbio e buscando acumular reservas para sustentar suas intervenções no mercado cambial – o nível de reservas cambiais subiu de US\$ 32,4 bilhões em 1998 para US\$ 75,4 bilhões em 2002.

De fato, desde a adoção de um regime de câmbio flutuante, a taxa de câmbio na Índia tem exibido períodos de estabilidade, quebrada por movimentos discretos e por vezes agudo em momentos de maior pressão cambial. Assim, o movimento do câmbio na Índia tem sido utilizado, junto a outros instrumentos extra-cambiais, para absorver choques externos. Como tendência geral, o câmbio tem sido desvalorizado nominalmente nos últimos anos e a taxa de câmbio efetiva real tem se mantido relativamente estável, em função da queda na taxa de inflação que ocorre a partir de 1999 (menos de 4% a.a.).

Embora as regulamentações relativas aos fluxos de capitais de longo prazo tenham sido afrouxadas e os fluxos de capitais de portfólio por parte de investidores institucionais

estrangeiros tenham sido relativamente facilitados nos últimos anos, as restrições sobre fluxos de capitais de curto prazo na Índia são ainda significativas. De acordo com o FMI, o sistema de controles de capitais indiano é um dos mais restritivos e eficazes do mundo, predominando controles de capitais de natureza quantitativa, com prevalência de controles sobre os fluxos de saída.

Os indicadores de vulnerabilidade externa da Índia mostram uma clara melhoria desde o início dos anos 1990 até o período recente: a relação déficit em conta corrente/PIB manteve-se num patamar inferior a 2%, passando a superávit a partir do ano fiscal de 2001/02, em parte resultado de um crescimento nas exportações; a relação dívida externa/PIB reduziu de 38,7% em 1991/92 para 20,1% em 2002/03, sendo que a participação da dívida de curto prazo no total da dívida externa – 4,4% em 2002/03 – tem-se mantido numa tendência declinante.

Conclusão

China e Índia, administrando seus regimes cambiais com conversibilidade restrita da conta de capital, têm sido casos bem sucedidos de gerenciamento da política macroeconômica – no qual a estabilidade da taxa de câmbio cumpre um papel fundamental – que busca criar um ambiente de estabilidade para o crescimento do país. Ambas as experiências mostram o quão acertado é estabelecer um gerenciamento adequado e cuidadoso da conta de capital e adotar políticas que visem a redução da vulnerabilidade externa do país. Brasil, por outro lado, tem adotado uma administração cambial menos intervencionista acoplada a uma conta de capital aberta, o que torna a taxa de câmbio bastante volátil. Uma comparação entre esses países contrasta os resultados econômicos alcançados: enquanto que China e Índia tiveram um crescimento econômico médio de 9,8% e 6,1% no período 1992/2003, respectivamente, e uma taxa de inflação média no período de 6,0% e 7,5%, Brasil teve um crescimento econômico médio de 2,5% no mesmo período, e uma taxa de inflação média de 8,7% em 1999/2004.