

Uma proposição de política cambial para a economia brasileira⁺

Fernando Ferrari Filho^{*} e Luiz Fernando de Paula^{**}

A recente crise financeira internacional mostrou que a estratégia nacional para lidar com crises financeiras em contexto de globalização do capital deve levar em consideração, por um lado, a necessidade da manutenção da estabilidade monetária e a adoção de políticas anticíclicas para dinamizar a atividade econômica e, por outro, não se deve descuidar das medidas de incentivo ao setor externo para superar as dificuldades impostas pelas possíveis restrições externas.

Nesse particular, medidas que visem mitigar as restrições externas envolvem transformações das estruturas de produção, tais como: (i) adoção de uma taxa de câmbio em conformidade com o mecanismo operacional de uma política cambial voltada não somente para coibir ações especulativas como, também, para manter a taxa real de câmbio relativamente estável ao longo do tempo, de modo a estimular a atividade exportadora, (ii) uma política industrial de promoção e diversificação das exportações, tanto em termos de pauta de produtos exportados quanto destino delas, (iii) aumentar o vínculo entre a produção interna e aquela voltada para o mercado internacional, onde o Investimento Direto Estrangeiro (IDE) representa um papel fundamental, considerando uma política estratégica de atração destes investimentos, (v) investimento em infraestrutura e aperfeiçoamento do arcabouço institucional e logístico e (vi) esforços no sentido de fomentar pesquisa e desenvolvimento das empresas. Cabe ressaltar que há forte complementaridade entre tais políticas e, portanto, não faz sentido elas serem vistas isoladamente. Todavia, neste artigo, nos centramos na discussão de qual seria a política cambial mais adequada para os propósitos de política aqui apresentados.

Nesse particular, o argumento que sustenta o maior ativismo cambial e a adoção de políticas industrial e comercial é que, para assegurar uma taxa de crescimento sustentada para os países, em especial os emergentes, em consonância com o equilíbrio intertemporal do balanço de pagamentos, isto é, sem incorrer em crises externas, deve-

⁺ In: Ferrari-Filho, F.; Paula, L.F.. (Ed.). *A Crise Financeira Internacional: Origens, Desdobramentos e Perspectivas*. São Paulo: Editora UNESP, 2012.

^{*} Professor titular da Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS) e Pesquisador Nível 1 do CNPq. Vice-Presidente da Associação Keynesiana Brasileira (AKB). E-mail: ferrari@ufrgs.br.

^{**} Professor Adjunto da Universidade do Estado do Rio de Janeiro (UERJ) e Pesquisador Nível 1 do CNPq. Presidente da AKB. E-mail: luizfpaula@terra.com.br.

se buscar uma mudança estrutural na economia, no sentido de aumentar a elasticidade renda de exportações (com produtos de maior valor agregado) e diminuir a elasticidade renda por importações.

Tendo como referência a ideia básica acima desenvolvida, qual seja, a de que a eliminação das restrições externas são fundamentais para assegurar o crescimento econômico sustentado dos países emergentes, e considerando-se a dinâmica da economia brasileira a partir do Plano Real e, em especial, do regime de metas de inflação, percebe-se que, a despeito da falta de uma estratégia efetiva de crescimento das exportações nos últimos anos, a reversão dos saldos comerciais e a recuperação do crescimento da economia brasileira denotam a importância dos resultados externos para o desempenho da economia. Contudo, a falta de um conjunto de políticas articuladas que visem uma inserção externa ativa pode gerar, em um futuro próximo, um quadro propício para o reaparecimento da vulnerabilidade externa e a instabilidade do crescimento econômico, retomando a característica de crescimento *à la stop-and-go* da economia brasileira da década de 1990 e começo dos anos 2000, principalmente após o novo contexto global pós-crise financeira internacional.

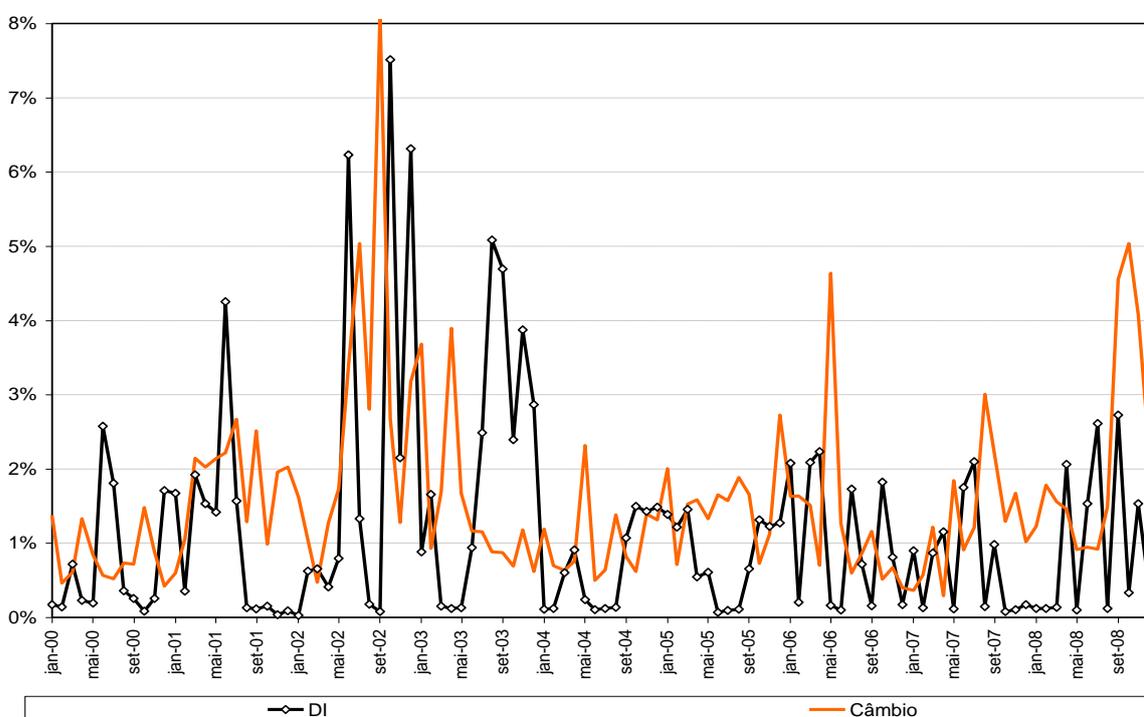
Concentrando as atenções na política cambial, há evidências no Brasil de que a taxa de câmbio nominal tem sido volátil em função do movimento dos fluxos de capitais, o que acaba gerando efeitos deletérios sobre outras variáveis econômicas (inflação e produto). Como pode ser visto no Gráfico 1 observa-se em vários momentos uma elevada volatilidade da taxa de câmbio, muitas vezes acompanhada da volatilidade da taxa de juros do mercado. Ademais, de modo geral observa-se um desalinhamento da taxa de câmbio (ou seja, da taxa de equilíbrio em relação à taxa real de câmbio), sendo que, em particular, desde meados de 2004 existe de modo geral, com exceção da desvalorização cambial ocorrida no 4º trimestre de 2008, uma forte tendência de desalinhamento cambial no Brasil.

Se o atual regime cambial brasileiro tem sido um fator de instabilidade macroeconômica, seja sobre a inflação, seja a ponto de gerar desequilíbrios externos, qual deve ser a alternativa em termos de regime cambial ou ainda em termos da operacionalização da política cambial?

Em primeiro lugar, *a taxa de câmbio é uma variável macroeconômica chave que, interagindo com a política monetária e a política fiscal, afeta o balanço de pagamentos, preços, nível de atividade e emprego.* A política macroeconômica deve ser

consistentemente formulada coordenando adequadamente seus três instrumentos, sendo que um foco no crescimento do produto e no emprego não significa que constrangimentos e objetivos relacionados ao balanço de pagamentos e inflação devam ser deixados de lado. Ou seja, a política macroeconômica deve estar voltada para a estabilidade macroeconômica, um conceito mais amplo do que simplesmente estabilidade de preços, pois inclui a combinação de equilíbrio interno (estabilidade e crescimento econômico) e equilíbrio externo (sustentabilidade do balanço de pagamentos).

Gráfico 1: Volatilidade do Câmbio e da Taxa DI*



(*) Volatilidade calculada com base no coeficiente de variação.

Fonte: Banco Central do Brasil (BCB). Elaboração própria.

No caso brasileiro atual, a superação do atual quadro de combinação de taxas de juros elevadas e taxa de câmbio apreciada, que tem gerado um viés de crescimento relativamente baixo e instável (comparado a outros países em desenvolvimento) e de desequilíbrios potenciais no balanço de pagamentos (atenuado em função dos efeitos positivos do recente *boom* de *commodities* sobre as exportações brasileiras), passa pela mudança no *mix* de política macroeconômica, que permita combinar uma taxa de juros mais baixa (ajudando a desestimular o afluxo de capitais) e uma taxa de câmbio mais

alta (de modo a estimular em particular a competitividade das exportações de produtos manufaturados).

Em segundo lugar, embora se entenda que a política econômica não deve ter como objetivo único a estabilidade de preços – objetivo este que supõe um regime de política macroeconômica que combina taxa de câmbio flutuante, política monetária voltada (quase que) unicamente para propósitos de estabilidade de preços e uma política fiscal subordinada a política monetária –, não se pretende (i) propor mudanças radicais neste regime, incluindo a política cambial, mas, sim, adequá-lo aos objetivos acima delineados e (ii) defender uma proposta mais acabada de operacionalização de uma nova abordagem de administração da taxa de câmbio, mas, tão somente, discutir e indicar algumas possibilidades que possam ser interessantes para a economia brasileira.

O desenho de um regime cambial designado a evitar uma excessiva volatilidade da taxa de câmbio e desalinhamentos cambiais sem um sacrifício maior dos objetivos econômicos domésticos é o desafio para acadêmicos e *policy-makers* no Brasil e cuja discussão deve ser aprofundada. Neste sentido, deve-se procurar *um tipo de abordagem da taxa de câmbio que permita evitar uma volatilidade excessiva de curto prazo da taxa de câmbio* (sem ter um compromisso com um determinado nível) e ao mesmo tempo *busque influenciar a trajetória intertemporal da taxa de câmbio real*, de modo a evitar desalinhamentos cambiais de longo prazo que podem ser altamente disruptivos para a boa *performance* econômica.

Indo nessa direção, a administração da taxa de câmbio em um regime de câmbio flutuante administrado, visando à manutenção da taxa real efetiva de câmbio de equilíbrio, mas garantindo ao mesmo tempo a necessária flexibilidade para absorção de choques externos, parece ser o regime cambial mais adequado para que as Autoridades Monetárias (AM) atinjam os objetivos de estabilidade macroeconômica. Para tanto, a adoção de um regime cambial baseado em uma banda de monitoramento ou em uma taxa de referência tem como preocupação evitar desalinhamentos cambiais mais prolongados e, portanto, objetivam influenciar a trajetória intertemporal da taxa de câmbio. No que diz respeito ao monitoramento da taxa de câmbio por um mecanismo de banda, ainda que sem um compromisso formal com um nível de taxa de câmbio, a banda cambial tem a função de cristalizar as expectativas dos agentes econômicos que atuam no mercado de divisas em relação da taxa de equilíbrio. Por sua vez, levando em conta as intervenções e sinais do BCB ao redor de uma taxa de referência, as forças de

mercado tendem a estabilizar o câmbio ao redor da taxa de referência. Dessa maneira, sabendo que o mercado cambial se comporta como um mercado de ativos, em que as decisões de compra e venda de divisas são baseadas em convenções, a banda de monitoramento ou a taxa de referência proveriam informação ao mercado de divisas de qual a taxa de câmbio as AM acreditam ser consistente com os fundamentos de longo prazo. Em suma, esses dois regimes podem ser interessantes para serem adotados no Brasil, pela combinação de flexibilidade com intervenção no mercado de câmbio.

Para assegurar a manutenção da taxa real efetiva de câmbio de equilíbrio em um patamar competitivo a médio e longo e prazos, propõe-se a criação de um *Fundo de Estabilização Cambial*, com recursos fornecidos pelo Tesouro Nacional (TN) na forma de títulos da dívida pública. A compra de divisas seria então acompanhada por uma política de esterilização feita pelo TN. O *Fundo de Estabilização Cambial* deverá atuar como um *market maker* no mercado de câmbio (i) comprando moeda estrangeira toda a vez que a taxa de câmbio se apreciar de maneira persistente com respeito ao valor estimado da taxa real efetiva de câmbio de equilíbrio e (ii) vendendo moeda estrangeira toda vez que a taxa de câmbio se apreciar de forma persistente com respeito ao valor de equilíbrio dessa taxa. A magnitude de recursos do referido Fundo será tão maior quanto maior for o fluxo de entrada de capitais na economia brasileira, o que pode implicar maior esforço fiscal em termos do aumento da meta de superávit primário. Para reduzir (ao menos parcialmente) o esforço fiscal requerido para a implantação do *Fundo de Estabilização Cambial*, faz-se necessária a introdução de controles abrangentes de capitais no Brasil para reduzir parcialmente os fluxos de divisas cambiais para a economia brasileira¹.

Para finalizar, a adoção de controles de capitais (sob a forma de requerimentos não-remunerados dos capitais entrantes) pode ser necessário tanto para prover a política monetária de uma maior autonomia, visando objetivos domésticos sem a preocupação de afetar a taxa de câmbio, quanto para ajudar a manter uma certa estabilidade na taxa de câmbio no curto prazo e reduzir as pressões derivadas de uma excessiva entrada de capitais.

¹ Para um aprofundamento, ver Oreiro, J.L. e Paula, L.F., “Novo-Desenvolvimentismo e a Agenda de Reformas Macroeconômicas para o Crescimento Sustentado com Estabilidade de Preços e Equidade Social”, <http://www.ppge.ufrgs.br/akb/clipping/18.pdf>