

POLÍTICA CAMBIAL NO BRASIL¹

John Williamson, Senior Fellow, Peterson Institute for International Economics*

O regime macroeconômico implantado no Brasil durante a segunda administração de Fernando Henrique Cardoso, e em grande medida mantido pelo seu sucessor, é típico nos países avançados. Sua âncora é um regime de metas de inflação (com uma meta de taxa de inflação algo superior àquela de países mais avançados, de 4,5% ao ano, com uma margem de 2 pontos percentuais para cima ou para baixo). A taxa de câmbio flutua. Essa flutuação é com frequência descrita como sendo livre, mas, dada a extensão do recente acúmulo de reservas, ela não merece a classificação de livre flutuação tal como entendida pela maioria dos economistas. A política fiscal foi durante algum tempo mais ambiciosa durante o regime de Lula, resultando em um superávit primário de pelo menos 4,5% do PIB (subsequentemente reduzido para permitir maiores investimentos públicos, e reduzido ainda mais para ajudar a combater a crise, embora ainda tenhamos que aguardar para saber se isso é tão temporário quanto inicialmente prometido). A política monetária tem tido o objetivo de alcançar a meta de inflação, dada a política fiscal, o que – dada a história do país - tem implicado manter taxas de juros elevadas. (A taxa SELIC, a taxa de redesconto do Banco Central, foi de 15,4% ao ano em média nos primeiros sete anos do governo Lula.).

A questão a ser examinada neste texto é a da sabedoria do componente cambial dessa estratégia (assumindo que uma política monetária de metas de inflação será mantida). Não argumentamos que uma mudança radical da estratégia cambial seja justificável, mas consideramos que seria possível conceber um regime melhor. Normalmente este é descrito como um regime de taxas de câmbio de referência, e difere das práticas atuais por anunciar uma meta de taxa de câmbio. O único compromisso das autoridades é não intervir ou de alguma forma agir no sentido de deliberadamente afastar a taxa de câmbio da meta. Ações para impulsionar a taxa de câmbio rumo à meta são permitidas, e este texto inclui um *survey* das ações potencialmente disponíveis.

¹ Paper apresentado em seminário na Casa das Garças no Rio de Janeiro em 13 de agosto de 2010, a ser publicado no livro em homenagem à memória de Dionísio Carneiro. O autor agradece a Edmar Bacha e a vários outros participantes no seminário, bem como a Ilan Goldfajn, os comentários a uma versão anterior. Copyright do Peterson Institute for International Economics.

* Dionísio Carneiro foi um dos meus colegas mais próximos na PUC durante a maior parte do tempo da minha estada no Rio de Janeiro de 1977 a 1981. Recordo-o afetuosamente e estou muito contente de haver recebido este convite a contribuir para uma coletânea sendo reunida em sua memória.

Regimes cambiais que não são práticos

Todos os três regimes cambiais normalmente discutidos nos livros de texto são impraticáveis: taxas de câmbio totalmente fixas, taxas de câmbio “estáveis porém ajustáveis” (as taxas de câmbio atreladas e com mini-ajustamento contínuo do regime de Bretton Woods) e taxas de câmbio de flutuação livre. Resumirei minhas razões para rejeitar cada um deles.

Taxas de câmbio fixas foram experimentadas por vários países, inclusive na vizinha Argentina em 1991-2001. Há circunstâncias em que fixar a taxa de câmbio pode ser uma política sensata. Para que faça sentido para um país fixar permanentemente sua taxa de câmbio em relação a outra moeda, e assim abandonar qualquer tentativa de ter uma política monetária independente (diferente de uma fusão de soberanias monetárias como a ocorrida na União Monetária Européia), me parecem necessárias quatro condições (como defendi em Williamson 1991):

1. A economia é pequena e aberta, de modo a satisfazer as condições para ser absorvida em uma área monetária mais ampla, de acordo com a literatura tradicional sobre uniões monetárias ótimas.
2. O grosso de seu comércio internacional ocorre com o(s) parceiro(s) a cujas moedas pretende atrelar sua taxa de câmbio, de tal modo que a taxa de câmbio efetiva não seja muito distorcida por movimentos entre terceiras moedas.
3. O país deseja seguir uma política macroeconômica que resulte em uma taxa de inflação consistente com a do país a cuja moeda pretenda atrelar sua própria moeda.
4. O país está preparado para adotar arranjos institucionais que garantam credibilidade continuada ao compromisso de manter fixa a taxa de câmbio. Isso se faz da melhor maneira substituindo o Banco Central por um “currency board” (algo como um “conselho diretor de conversão de moeda”).

É claro que na base destes critérios a Argentina errou ao adotar uma taxa de câmbio fixa em relação ao dólar. Não é uma pequena economia aberta; relativamente pouco do seu comércio exterior era com os Estados Unidos, mesmo incluindo seus satélites monetários; a Argentina tem tido historicamente uma taxa de inflação superior à dos Estados Unidos; e (como insistiram os entusiastas de “currency boards”) a taxa de câmbio fixa não era sustentada por um verdadeiro “currency board”.

A segunda abordagem falsa é a que foi chamada de “câmbio atrelado ajustável” (“adjustable peg”) sob o regime de Bretton Woods e de “taxa de câmbio fixa porém ajustável” pelo Committee of Twenty. Trata-se de um sistema historicamente condenado pelas crises especulativas que inevitavelmente gera. Quando, no início do século, desenvolveu-se toda uma literatura visando a mostrar a impossibilidade de soluções intermediárias, baseou-se na proposição falsa de que a única solução intermediária concebível envolvia alguma variante de câmbio atrelado ajustável. Essa literatura é falsa porque existem possibilidades alternativas (como vamos discutir), mas está correta a proposição de que o câmbio atrelado ajustável deve ser descartado por causa do fator especulação.

A terceira abordagem que deve ser sumariamente descartada é a das taxas de câmbio em livre flutuação. O motivo é que grandes desalinhamentos cambiais estarão virtualmente garantidos se nada for feito para limitar seu tamanho. Basta pensar nas variações da taxa dólar/euro na última década, bem superiores a 50% apesar da ausência de choques que pudessem ter justificado sequer uma mudança de um décimo desse tamanho. Outros desalinhamentos graves tem se apresentado nas taxas câmbio de outras moedas em flutuação, como a libra, o yen, e mesmo o real. Caso consideremos que é importante limitar o tamanho do desalinhamento, este deve ser um objetivo consciente da política econômica.

Alternativa I: o “regime BBC”

Qualquer governo, como o do Brasil, engajado em uma flutuação não-livre da taxa de câmbio deve ter em mente algum conceito de quando o câmbio está “forte demais” ou “fraco demais”. A maneira mais direta de formalizar isso, e que me atrai há muito tempo, é a instituição do que hoje em dia se denomina “regime BBC”. Nesse contexto, BBC é a sigla para “band, basket, and crawl” (ou seja, banda cambial, cesta de moedas, e micro-ajustamentos), e nada tem a ver com a BBC de Londres.²

Os objetivos do componente “banda” de um arranjo de flexibilidade limitada desse tipo são diversos. Primeiro, não adianta dedicar recursos a limitar movimentos da taxa de câmbio mais rigorosamente do que é possível calcular uma taxa de câmbio de equilíbrio, e cálculos exatos de uma taxa de equilíbrio não são possíveis. Eu costumava

² Foi Rudi Dornbusch quem primeiro o chamou de “regime BBC”.

argumentar que o grau de flexibilidade indicado por esse critério era da ordem de mais 10% ou menos 10%, embora bandas ainda mais amplas - tais como os +/- 15% escolhidos em 1993 pelos europeus – tenham sido usadas na prática. O segundo objetivo ao operar com uma banda ampla é conceder um grau de liberdade para políticas monetárias anticíclicas (McKinnon 1971). Se um país tem uma banda de 10%, e se defronta com uma recessão que no resto do mundo não está ocorrendo, poderá baixar sua taxa de juros para 5% abaixo da norma internacional durante dois anos sem a ameaça de criar um incentivo para a arbitragem, uma vez que a taxa de câmbio pode inicialmente aumentar 10% acima³ de seu valor permanente. Um terceiro objetivo de funcionar com banda ampla é permitir operar mini-ajustamentos não-infinitesimais⁴. Finalmente, há o objetivo de não obrigar as autoridades a comprar ou vender reservas cada vez que haja uma entrada ou saída de divisas, permitindo, em vez disso, que a pressão de mudanças nos movimentos de capital seja absorvida ao menos em parte pelos movimentos da taxa de câmbio.

O objetivo de se atrelar a moeda nacional a uma cesta de moedas (e não a uma única moeda) é evitar movimentos bruscos na taxa de câmbio efetiva (que é o que importa do ponto de vista macroeconômico), quando esses movimentos bruscos resultem essencialmente de mudanças exógenas em taxas de câmbio de terceiras moedas.

Os mini-ajustamentos da taxa cambial (o “crawl”) têm sido usados mais comumente para compensar diferenciais de inflação. Mudanças na taxa de câmbio são também um instrumento poderoso para facilitar processos de ajustamento. Poderia ser desejável, por exemplo, gerar uma apreciação secular da moeda nacional a fim de compensar o efeito Balassa/Samuelson segundo o qual em uma economia em rápido crescimento sobe mais rapidamente a produtividade do setor dos bens comercializados internacionalmente (*tradables*).

Em outras palavras, todos os motivos para desejar flexibilidade das taxas de câmbio conforme apresentados nos livros de texto são atendidos pela flexibilidade limitada da taxa de câmbio. Evitadas seriam apenas as oscilações extremas que ocorrem sem fundamentos no regime de câmbio flutuante. Não há dúvida que ainda existem

³ Uso a convenção latinoamericana de que um aumento na taxa de câmbio significa que a moeda doméstica enfraqueceu.

⁴ Ver Johnson em Bergsten et al. (1970) para a discussão original das condições para que seja possível instituir mudanças previsíveis de paridade sem provocar especulação desestabilizadora.

economistas que negam a ocorrência de tais flutuações sem fundamento, mas o seu número certamente se reduziu durante a crise recente.

Durante muito tempo considerei esses argumentos decisivos na defesa de um sistema de flexibilidade limitada. Em especial, não me impressionava a idéia de que especuladores atacariam esse arranjo, pois eu não podia entender como eles poderiam lucrar com um ataque desses à custa da autoridade em vez de lucrar à custa de especuladores ainda mais enganados. (Se a taxa de equilíbrio de fato está no interior da banda, no longo prazo as autoridades terão lucro se a taxa de câmbio atinge o limite superior da banda e terão prejuízo com a taxa de câmbio no limite inferior da banda. Supondo que não há diferenciais de taxas de juros, as autoridades necessariamente levarão vantagem com tal estratégia, por razões de tipo Friedmaniano. De onde se conclui que os especuladores coletivamente perderiam dinheiro, isto é, que qualquer lucro dos especuladores ocorreria apenas à custa de outros especuladores.)

Pensemos agora na Indonésia em 1997. No início da crise do Leste Asiático o país parecia estar em situação confortável: a taxa de crescimento ainda era razoável (7,9% em 1996), o déficit do balanço de pagamentos era administrável, a razão dívida/PIB era moderada, a taxa de inflação estava sob controle (9% ao ano) e seu impacto externo era neutralizado por mini-depreciações, e suas exportações cresciam (em quase 10%). A Indonésia estava aplicando um “regime BBC”, embora a banda (aumentada para +/- 6% antes de a crise realmente atingir o país) fosse mais estreita do que eu teria preferido. Mas, a despeito de sua boa situação macroeconômica⁵, a Indonésia sofreu contágio da Tailândia. O problema foi que a crise iniciada na Tailândia moveu a taxa de câmbio de equilíbrio para fora da banda anterior. Isso significou que de fato se materializou a situação considerada normal por Obstfeld (1995), em que um país com uma banda cambial sofre problemas típicos de uma taxa de câmbio atrelada, mas com ajustamentos, porque a taxa de câmbio está fixada no limite da banda. Embora o regime BBC minimizasse as chances desse tipo de situação se materializar por causa de choques nacionais, dentro das regras do sistema, foi incapaz de reagir a um choque externo. Diante da (lamentável) falta de apoio do FMI para o *status quo*, a Indonésia não teve outro remédio senão mudar para um câmbio flutuante. Foi o desvio inesperado das regras do sistema que provocou a fuga de capitais inicial, à medida que as corporações da Indonésia que haviam tomado empréstimos em dólar trataram de cobrir

⁵ Sabemos todos, hoje, que a corrupção deixava muito a desejar, mas isso não foi tão relevante, pois tal situação prevalecia há muito tempo.

suas dívidas, o que então levou a uma fuga de capitais maior, quando a população de origem chinesa que tinha ativos na Indonésia tratou de se livrar deles. Ainda que esse tipo de situação não seja comum, não há garantia de que não volte a acontecer. É necessário um sistema que tenha resiliência também em uma situação assim.

Alternativa II: Flutuação administrada

A dificuldade surgiu na Indonésia porque uma mudança exógena (do ponto de vista nacional) colocou a taxa de câmbio de equilíbrio fora da banda que as autoridades haviam garantido sustentar. Uma solução para esse problema seria remover a obrigação de o governo intervir para manter uma taxa de câmbio específica, ou seja, deixar a taxa de câmbio flutuar. Não é necessário que isso seja igual ao sistema atual se as autoridades aceitam uma meta para a taxa de câmbio e compromissos específicos relativos à maneira pela qual essa meta será perseguida.

Dois princípios gerais de administração têm sido apresentados na literatura. O primeiro - no sentido tanto de primeiro a ser proposto (Wonnacott 1958) como de continuar sendo o mais amplamente conhecido - afirma que os governos deveriam, em suas intervenções, atuar no mercado contrariamente à tendência vigente (“*leaning against the wind*”), no sentido de reequilibrar a balança entre oferta e procura. Deveriam comprar reservas se a moeda nacional está se apreciando (se a taxa de câmbio está caindo, no sentido latinoamericano), e vender reservas em caso contrário. Concluiu-se que essa regra tem algumas características desejáveis: por exemplo, De Grauwe e Grimaldi (2006) mostraram que em um modelo do comportamento da taxa de câmbio (que discutirei adiante) ela tende a apresentar propriedades estabilizadoras (ao reforçar o peso relativo dos operadores atuando no mercado cambial com base nos fundamentos da economia).

Não obstante, essa regra me parece ser basicamente um engano. Se acreditamos que existe algo como uma taxa de câmbio de equilíbrio, essa regra às vezes obriga o governo a intervir para afastar a taxa de câmbio do equilíbrio. Se a taxa de câmbio está acima daquela de equilíbrio, presumivelmente deveríamos desejar que o governo comprasse reservas para impulsioná-la para baixo (e vice-versa), enquanto essa regra que se propõe obriga o governo a reduzi-la somente quando, além disso, ela está subindo. Isso não pode ser correto. Se o mercado está buscando corrigir um desequilíbrio, deveríamos procurar acelerar, e não retardar, o processo.

A regra alternativa⁶ sugere que o princípio adequado seria um compromisso das autoridades de intervir para levar a taxa de câmbio para o valor de referência publicado, que seria uma estimativa da taxa de câmbio de equilíbrio. Mas as autoridades teriam a permissão (diferente da obrigação) de intervir (ou procurar influenciar a taxa de câmbio) também em um sentido positivo, de modo a levar a taxa de câmbio para o equilíbrio estimado.

Aqui temos obviamente o mesmo problema que surge em qualquer tentativa de escolher uma paridade para o câmbio: a necessidade de estimar um nível de equilíbrio da taxa de câmbio. Ninguém imagina que isso possa ser feito com exatidão, mas oscilações nas taxas de câmbio flutuantes têm sido tão grandes que mesmo uma estimativa aproximada do equilíbrio poderia ser de grande valia. Existe hoje uma literatura abundante que procura estimar taxas de câmbio de equilíbrio (ver, por exemplo, IMF 2006, Cline e Williamson 2010). O problema que é de longe o mais difícil é definir o fluxo de capital considerado compatível com o equilíbrio. A minha própria abordagem (em associação com William R. Cline) tem sido a de recorrer a regras de bom senso (com alguma base empírica) que consideram que não é aconselhável que devedores tenham déficits em conta corrente (ou seja, entrada de capitais) superiores a 3% do PIB, e em seguida impor um limite similar aos países com superávit, para que sejam mantidas pressões de ajustamento simétricas. Em seguida seria imposta em princípio uma disciplina para países que ameaçam ter desequilíbrios maiores, ao mesmo tempo permitindo que qualquer país dentro desses limites bastante amplos aplique suas políticas sem uma disciplina internacional. Isso tem a desvantagem de permitir grandes mudanças na “taxa de câmbio de equilíbrio” quando um país ou região monetária (como primeiro ficou evidente em trabalho recente de Cline e eu próprio sobre a zona do euro) apresenta mudanças elevadas, mas ainda inferiores a 3% do PIB, na conta corrente projetada. A questão seria mais simples se fosse possível supor que o país ou a região tem uma meta bem definida para o saldo em conta corrente.

Flutuação sem taxa de câmbio de referência

A essência da proposta de se ter uma taxa de câmbio de referência é que os países concordem em adotar algum tipo de taxa de câmbio de referência e em abdicar de ações que possam afastar a taxa de câmbio de seu valor de referência. Além disso, seria dada

⁶ Ver Ethier e Bloomfield (1975) para a primeira sugestão nesse sentido.

aos países competência para impulsionar a taxa de câmbio em direção à taxa de câmbio de referência anunciada, mas não seria compulsório que o fizessem. Um sistema de taxas de câmbio de referência pode ser introduzido unilateralmente por um país que anuncia uma meta e cumpre as regras de administração da taxa de referência, ou pode ser introduzido de forma multilateral por um acordo internacional (presumivelmente no FMI) sobre um conjunto de taxas de câmbio de referência em que todos os países concordassem em respeitar as regras do sistema. O segundo caso seria o ideal, em parte porque exigiria que o FMI (ou qualquer organismo responsável pela determinação das taxas de câmbio de referência) assegurasse a consistência mútua. Contudo, uma vez que estamos discutindo como o Brasil deveria mudar unilateralmente sua política, vamos colocar o foco em tal mudança unilateral. Mas devemos reconhecer que uma mudança multilateral seria melhor.

A primeira vantagem de uma abordagem com taxas de câmbio de referência é que ela é consistente com a teoria mais convincente do mercado mundial de câmbio. Em minha opinião, não se trata do modelo padrão adotado pela profissão, o modelo de expectativas racionais e mercados eficientes (modelo REEM), no qual taxas de câmbio de referência seriam inúteis, e sim, do modelo de comportamento das taxas de câmbio de De Grauwe e Grimaldi (2006). A hipótese desse modelo é que os operadores ativos no mercado de câmbio podem projetar uma taxa de câmbio para um momento determinado de duas maneiras: ou usam um modelo fundamentalista (que leva em conta os fatores que a maioria dos economistas considera importantes na determinação do equilíbrio de longo prazo) e em seguida usam as taxas de juros esperadas, etc., entre agora e o longo prazo para descontar os valores obtidos na solução de longo prazo, ou então usam um modelo baseado em análise grafista. Este último simplesmente extrapola o passado recente. Na prática há muitos tipos de modelos grafistas, e alguns são mais complexos, mas a modelagem captura a essência. Os corretores mudam estocasticamente o modelo que usam, mas no momento da escolha eles são influenciados pela vantagem ou lucratividade recente das duas regras. Esse modelo é complexo demais para uma solução analítica, mas depois de repetidas simulações eles chegaram às conclusões seguintes:

1. As mudanças na taxa de câmbio estão normalmente desconectadas de mudanças nos fundamentos da economia, embora a taxa de câmbio, *seja, sim*, co-integrada com seu valor fundamental.

2. Caso se queira aderir toda vez a uma mesma regra, o uso do modelo grafista tende a ser mais lucrativo que o fundamentalista. (Muitas vezes é melhor ainda ficar passando de uma regra para outra.)
3. As taxas de câmbio têm uma distribuição de caudas grossas (isto é, valores bastante afastados da média têm densidade de probabilidade bem maior do que em uma distribuição normal).
4. A taxa de câmbio, algumas vezes, mas de forma imprevisível, está desconectada de seu valor fundamental e, em vez disso, está envolvida em uma dinâmica de bolha e colapso.

Em outras palavras, o modelo é consistente com os principais fatos dos mercados cambiais, inclusive alguns que devem constar aqueles que ainda são adeptos do modelo mais prevalecente na profissão.

De Grauwe e Grimaldi concluíram também que a intervenção, mesmo quando guiada pelo primeiro dos princípios para flutuação administrada analisados acima (“atuar contrariamente à tendência vigente”), estaria longe de ser o exercício em futilidade sugerido pelo modelo padrão, e teria efeito estabilizador. Essencialmente, esse efeito viria não do peso das compras ou vendas de moeda pelas autoridades, mas pelo aumento do peso dos fundamentalistas no modelo. Nitidamente é de se esperar que seja ainda mais estabilizadora uma intervenção guiada por quanto a taxa de câmbio está distante de seu valor fundamental.

De fato, um sistema de taxas de câmbio de referência é, no essencial, semelhante a um sistema de banda no qual não haja a obrigação rígida de defender os limites da banda. Isso tem a desvantagem de não dar aos atores no mercado de câmbio uma garantia de intervenção ilimitada para manter uma taxa firme, que é essencial para criar o que Krugman chamou de “viés na banda” (“*bias in the band*”), a credibilidade da manutenção da taxa de câmbio dentro de seus limites. Mas tem a vantagem compensatória de não exigir o que em certas circunstâncias só poderia ser oferecido a custo excessivo, com a perda de credibilidade das autoridades se e quando fossem incapazes de defender a banda.

De um ponto de vista global, a principal vantagem do sistema de taxa de referência talvez seja a de evitar que os países ajam de maneira antisocial. Mas, do ponto de vista nacional, a grande vantagem será a de contribuir para que os países previnam oscilações cambiais danosas. Não só pode ajudar que se evite a fraqueza

periódica a que esteve sujeita a maioria das moedas (objetivo que seria mais bem alcançado através de um acordo multilateral, na medida em que as taxas de câmbio de referência poderiam ganhar o tipo de legitimidade atualmente atribuída quando duas moedas são objeto de um acordo bilateral), como pode legitimar o combate à doença holandesa.

É aceito amplamente que a apreciação excessiva é ruim para o crescimento⁷. Existe, portanto, um argumento perfeitamente válido em favor de se combater a doença holandesa. Uma série de instrumentos pode ajudar:

1. O instrumento clássico de combate à apreciação indesejada é a intervenção esterilizada. (Se a intervenção ocorre e não é esterilizada, é mais comum descrevê-la como uma mudança de política monetária.) Esse instrumento, no entanto, pode ser caro, pois a esterilização implica emitir títulos de dívida domésticos com uma taxa de juros doméstica e comprar títulos de dívida estrangeiros com uma taxa de juros estrangeira, e isso normalmente envolve a aceitação de perdas pelas autoridades.
2. É óbvio que a expansão monetária, ou intervenção não esterilizada, conterà a taxa de câmbio, mas pode haver uma contradição com a disciplina macroeconômica.
3. Pode ser possível usar instrumentos monetários substitutivos como um aumento nas reservas compulsórias dos bancos ou a obrigatoriedade de instituições de poupança do governo transferirem seus depósitos dos bancos privados para o banco central, mas eventualmente esses instrumentos tendem a diminuir a eficiência do sistema monetário.
4. Pode fazer sentido exigir dos bancos que mantenham reservas compulsórias mais altas para empréstimos denominados em moeda estrangeira ou, em caso extremo, proibir tais empréstimos. Na medida em que os estrangeiros preferirem evitar a moeda doméstica, diminuirá a entrada de empréstimos estrangeiros e diminuirão os riscos financeiros.

⁷ Continua uma discussão sobre se a depreciação é boa para o crescimento. Minha opinião é que ela facilmente pode causar mais dano que benefício ao privar um país da poupança necessária para financiar o crescimento.

5. Se estrangeiros (ou nacionais) mantiverem ativos em moeda estrangeira, pode-se tributar de forma diferenciada os juros desses ativos (como fez a Suíça durante os últimos dias de Bretton Woods).
6. Conforme seja permitido internacionalmente e factível politicamente, poder-se-ia tributar exportações tradicionais.
7. A solução dada por todo bom economista, e defendida pelo FMI, é apertar a política fiscal. Trata-se de boa economia e eu próprio sempre defendo isso. Mas temos que reconhecer que é difícil a situação dos Ministros das Finanças obrigados a defender aumento de impostos e corte de gastos pelo fato de os estrangeiros terem tanta confiança no país.
8. Muitas vezes será possível relaxar controles sobre a saída de capitais. O problema que pode ocorrer é que a redução de controles da saída provoque um aumento da entrada líquida de capitais, já que pode ser tomado como sinal de que é fácil sair quando a situação comece a piorar (Labán e Larrain 1997).
9. O remédio clássico é controlar o fluxo de entrada de capital. Não tenho objeção doutrinária a isso, mas é preciso levantar a questão da capacidade administrativa. Provavelmente, o maior erro cometido por países ao introduzir controles de capital é superestimar seu impacto. Afirma-se muitas vezes que o controle de capital não é substituto para a boa política econômica, e isso é verdade, ainda que acaciano. Mas seria errado negar que o controle pode ter um papel construtivo como parte de um pacote.
10. Um instrumento sobre o qual há desacordo ainda maior é o que hoje em dia é chamado com frequência de “intervenção oral”. Há quem argumente que qualquer menção ao que as autoridades pretendem fazer no mercado cambial oferece um “alvo para ataque”. É claro que houve ocasiões em que as autoridades forneceram alvos para ataque, que surgem sempre que elas se comprometem a defender uma taxa de câmbio que não é de equilíbrio. Isso costumava acontecer com o câmbio atrelado ajustável quando países cometiam o erro de continuar a defender taxas de câmbio que tinham deixado de ser consistentes com um equilíbrio razoável, muitas vezes devido a diferenciais de inflação. Mas não dá para ganhar dinheiro – exceto, talvez, à custa de outros

como já explicamos.

É evidente que há múltiplos instrumentos com os quais se pode tentar defender a taxa de câmbio, inclusive intervenção (mas não limitado a isso), política monetária e fiscal, e controles de capital. Cada um tem seus problemas, e não é possível basear-se inteiramente em nenhum deles, ou pretender ir longe demais, sem por em perigo outros objetivos. Segue-se que não é sensato dar qualquer garantia incondicional de que uma taxa de câmbio específica será mantida, mas isso não é desculpa para a recusa em fornecer ao mercado qualquer informação sobre a intenção das autoridades.

Conclusões

Argumentou-se neste texto que o principal defeito da política cambial do Brasil é a falta de qualquer obrigação de parte das autoridades de indicar o que elas consideram ser a taxa de câmbio desejável. Se fossem especificar tal taxa de câmbio, é claro que teriam que comprometer-se com certas ações. A vantagem de dar uma taxa de referência em vez de comprometer-se a defender uma taxa de câmbio ou banda cambial particular é que as ações com as quais as autoridades estariam comprometidas seriam apenas no sentido negativo, isto é, não afastar a taxa de câmbio do nível que tivessem decidido apresentar como meta. Teriam o direito, mas não a obrigação, de intervir mais ativamente, tentando levar a taxa de câmbio para a meta, mas como isso seria um direito e não um dever, jamais impediria que o banco central atingisse alguma outra meta (tal como uma meta de inflação).

Poderíamos conceber também um movimento internacional concertado para ter metas de câmbio. Isso teria uma vantagem e uma desvantagem em comparação com um movimento puramente nacional como discutimos aqui. A vantagem seria que endosso internacional de uma meta para a taxa de câmbio do Brasil significaria aprovação internacional para essa meta, que se espera tenha o mesmo impacto psicológico no mercado que um acordo para intervir tanto por parte de países de moedas fracas como de países de moedas fortes. Com isso seria mais fácil para as autoridades brasileiras combater tentativas de mercado de levar o real para um nível inadequadamente forte ou

⁸ Por “lado direito do equilíbrio” quero dizer uma taxa de câmbio que deprecia a moeda quando a taxa de intervenção é superior à taxa de equilíbrio e aprecia a moeda quando a taxa de câmbio de intervenção é inferior à de equilíbrio.

fraco. A desvantagem seria que isso exige que algum organismo internacional, presumivelmente o FMI, tenha a responsabilidade de apresentar e obter aprovação para um conjunto de taxas de câmbio, em vez de isso ser uma decisão puramente nacional. Como o Brasil seria parte nessa decisão (por exemplo, por causa de presença de um membro brasileiro na Diretoria Executiva do FMI), teria uma proteção importante contra o estabelecimento de uma meta cambial inadequada. Mas, em última análise, o Fundo teria que estar seguro de alcançar uma decisão e a ele teria que ser concedido poder para sobrepor-se a considerações nacionais caso fosse necessário. Como tantas vezes, qualquer movimento no sentido de um arranjo cooperativo internacional exige sacrificar um pouco de soberania nacional.

Referências

Bergsten, C. Fred, George N. Halm, Fritz Machlup, and Robert V. Roosa. 1970. *Approaches to Greater Flexibility of Exchange Rates*. (Princeton: Princeton University Press.)

Ethier, Wilfred, and Arthur I. Bloomfield. 1975. *Managing the Managed Float*, Princeton Essays in International Finance, no. 112.

Cline, William R., and John Williamson. 2010. *Estimates of Fundamental Equilibrium Exchange Rates*. Policy Brief no 10-15, Peterson Institute for International Economics.

De Grauwe, Paul, and Marianna Grimaldi. 2006. *The Exchange Rate in a Behavioral Finance Framework*. (Princeton: Princeton University Press.)

International Monetary Fund. 2006. *Methodology for CGER Exchange Rate Assessments*. (Washington: International Monetary Fund.)

Labán, Raúl, and Felipe Larraín. 1997. Can a Liberalization of Capital Outflows Increase Net Capital Inflows? *Journal of International Money and Finance*, 16, no.3 (June), 415-31.

McKinnon, Ronald I. 1971. *Monetary Theory and Controlled Flexibility in the Foreign Exchanges*. Princeton Essays in International Finance no 84.

Obstfeld, Maurice. 1995. "International Currency Experience: New Lessons and Lessons Relearned", *Brookings Papers on Economic Activity I*, pp. 119-220.

Williamson, John. 1991. Advice on the Choice of an Exchange-Rate Policy, in E-M Claassen, ed., *Exchange Rate Policies in Developing and Post-Socialist Countries* (San Francisco: ICS Press).

Wonnacott, Paul. 1958. "Exchange Stabilization in Canada, 1950-54: A Comment", in *Canadian Journal of Economics and Political Science*, pp 262-65.