

**As Controvérsias Teóricas que Rondam a Escolha de
Regimes Cambiais em Países Emergentes**

Bruno Martarello De Conti[♦]

Frederico S. P. F. Valente[•]

Área 5: Economia Monetária e Finanças Internacionais

Sub-área 12. Economia e Finanças Internacionais

Resumo

As profundas mudanças verificadas na economia internacional desde o fim do sistema de Bretton Woods criaram um ambiente de maior complexidade. Este novo contexto se traduz num quadro de grande volatilidade das principais variáveis macroeconômicas nos países periféricos tidos como emergentes – isto é, aqueles que de alguma maneira fizeram sua inserção na globalização financeira. Tal fato ocorre justamente em razão dos fluxos de capitais que se direcionam a esses países serem muito mais instáveis do que nos países centrais. Agora, as variáveis presentes no balanço de pagamentos parecem estar todas subordinadas à mobilidade do capital internacional. Se antes a questão da estabilidade do câmbio era um atributo do próprio modo de operar do sistema monetário internacional, agora é uma questão deixada em aberto para a intervenção de cada país. Este trabalho tem o propósito de resgatar algumas das discussões a respeito dos regimes cambiais no contexto atual da globalização financeira, sobretudo no que diz respeito aos países emergentes. O objetivo é tentar traçar alguns pontos considerados centrais para se alcançar uma perspectiva alternativa para o tema da escolha de regimes cambiais em países emergentes.

Palavras chave: regimes cambiais, países emergentes, globalização financeira, fluxos de capitais.

Abstract

The deep changes verified at the international economy since the end of the Bretton Woods system created an ambience of a bigger complexity. This framework engenders a great volatility of the main macroeconomic variables in the peripheral countries considered as emerging countries – i.e., the ones that have in someway made their integration into the financial globalization. This scenario is due to the fact that the capital flows addressed to these countries are much more unstable than those of the central countries. Nowadays, the variables that compose the balance of payments seem to be subordinated to the mobility of the international capital. If some decades ago the issue of the exchange rate stability was an attribute of the modus operandi of the international monetary system, now it is an issue to be dealt with by each country on its own. This paper aims to recuperate some of the discussions concerning the exchange rate regimes in the context of the financial globalization, with the focus on the emerging countries. The goal is to delineate some points considered as essentials in the attempt of reaching an alternative perspective in the theme of the choice of exchange rate regimes in emerging countries.

Key words: exchange rate regimes, emerging countries, financial globalization, capital flows.

[♦] Doutorando em Teoria Econômica pelo IE/UNICAMP (deconti@eco.unicamp.br).

[•] Mestrando em Teoria Econômica pelo IE/UNICAMP (fredvalente@eco.unicamp.br).

As Controvérsias Teóricas que Rondam a Escolha de
Regimes Cambiais em Países Emergentes *

Bruno Martarello De Conti[♦]

Frederico S. P. F. Valente[•]

I. Introdução

A importância que tem como intermediária de todas as transações entre uma economia doméstica e o restante do mundo confere à taxa de câmbio o caráter de um dos preços-chave da economia. Por isso, em maior ou menor grau, a política cambial sempre foi um importante e poderoso instrumento de política econômica. A operação dessa variável econômica pode ser feita dentro de um grande espectro de arranjos institucionais, chamados de regimes cambiais. A questão da escolha de um regime cambial adequado por parte tanto dos países centrais quanto dos países periféricos ganhou novo fôlego com o fim do sistema de Bretton Woods e a emergência da globalização financeira.

De maneira geral, a manutenção da estabilidade do valor externo das moedas nacionais era um atributo do próprio modo de operar do sistema monetário internacional vigente do pós-guerra até o início da década de 70. O Acordo de Bretton Woods exigia dos países signatários a declaração do valor da paridade de suas moedas¹, embora existisse uma cláusula de escape para garantir o ajuste de preços relativos. A idéia era evitar os perigos da volatilidade cambial e das desvalorizações competitivas dos anos 20 e 30. A instituição responsável pela garantia e regulação desse sistema de paridade era o Fundo Monetário Internacional. Nesse período, portanto, o regime cambial prevalecente era o de câmbio fixo, porém ajustável, associado a uma série de restrições à mobilidade dos fluxos de capitais.

As profundas mudanças verificadas na economia internacional desde o fim do sistema de Bretton Woods criaram um ambiente de maior complexidade, no qual as oportunidades oferecidas aos países que se inserem na lógica da globalização financeira vêm, geralmente, acompanhadas de grandes riscos. Se, por um lado, a emergência do euromercado, o desenvolvimento das finanças diretas e a liberalização financeira aumentaram a mobilidade do capital e o seu potencial de

* Os autores agradecem os comentários e sugestões dos professores Ricardo Carneiro, Maryse Farhi e, em especial, Daniela Prates, orientadora da dissertação que serve de base a este artigo. Os equívocos remanescentes, contudo, são de total responsabilidade dos autores.

[♦] Doutorando em Teoria Econômica pelo IE/UNICAMP (deconti@eco.unicamp.br).

[•] Mestrando em Teoria Econômica pelo IE/UNICAMP (fredvalente@eco.unicamp.br).

¹ Definido em termos do conteúdo-ouro do dólar americano e com margem máxima de variação de 1% (Eichengreen, 1994).

valorização, de outro, a possibilidade de crises se tornou maior, sobretudo em função da instabilidade sistêmica que caracteriza esta etapa do desenvolvimento capitalista.

Este novo contexto se traduz num quadro de grande volatilidade das principais variáveis macroeconômicas nos países periféricos tidos como emergentes – isto é, aqueles que de alguma maneira fizeram sua inserção na globalização financeira. Tal fato ocorre justamente em razão dos fluxos de capitais que se direcionam a esses países serem muito mais instáveis do que nos países centrais.

O ponto relevante é que a hierarquia existente no padrão anterior entre a conta corrente e a conta financeira parece ter sido invertida. As variáveis presentes no balanço de pagamentos mostram-se hoje subordinadas à mobilidade do capital internacional. Se antes a questão da estabilidade do câmbio era um atributo do próprio sistema capitalista global, agora é uma questão deixada em aberto para a intervenção de cada país. Para as nações emergentes, este problema torna-se ainda mais crucial, já que a volatilidade acentuada dos fluxos de capital cria imensa pressão sobre as taxas de câmbio; e se a instabilidade cambial pode de alguma forma ser bem absorvida nos países desenvolvidos, isto está longe de acontecer nas economias emergentes.

Em primeiro lugar, a instabilidade na taxa de câmbio implica incertezas que podem reduzir o horizonte de decisão dos agentes econômicos envolvidos nas atividades globais, tornando os investimentos menos atrativos. Ademais, a volatilidade cambial exerce efeitos deletérios sobre inflação (*pass-through*), dívida pública e salários reais. Um outro problema que pode ser ressaltado refere-se à possibilidade do descasamento monetário entre ativos e passivos (*currency mismatch*), já que as alterações na taxa de câmbio acabam por gerar desequilíbrios patrimoniais entre os agentes, dado que o tamanho do passivo denominado em moeda estrangeira é, em geral, muito maior que o do ativo, produzindo graves dificuldades financeiras na economia.

A emergência da globalização financeira acentuou, portanto, a centralidade e a complexidade da questão cambial. Nela, os mercados cambiais assumiram uma posição central e, mais do que isso, tornaram-se um espaço de intensos e freqüentes movimentos especulativos. Nesse contexto, revela-se bastante árdua a tarefa das autoridades monetárias de lidar de maneira sensata com os movimentos taxa de câmbio. Para os países emergentes, notam-se ainda especificidades que lhes conferem dificuldades adicionais quando da escolha de um regime cambial apropriado. Não são todos os autores, no entanto, que percebem ou dão importância a estas particularidades ao tratarem dessa questão. Neste trabalho, serão abordadas as diferentes recomendações de regimes cambiais, com foco justamente nos países emergentes e nos dilemas por eles enfrentados. O objetivo, portanto, é resgatar as principais discussões a respeito deste tema, visando traçar alguns pontos

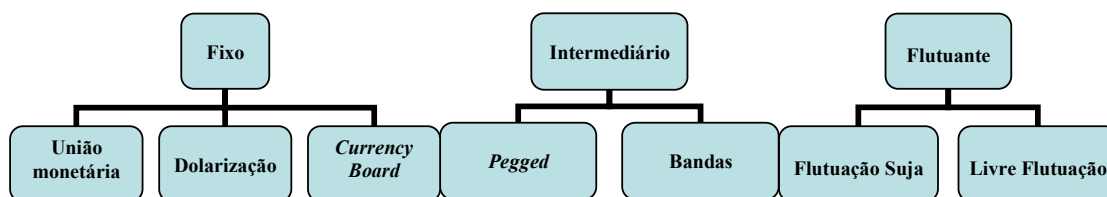
considerados centrais para se alcançar uma perspectiva alternativa para a escolha de regimes cambiais em países emergentes no atual contexto da globalização financeira.

II. Regimes cambiais em países emergentes: um outro problema?

O tema da escolha do regime cambial mais apropriado para países emergentes é extremamente controverso na literatura em questão, não podendo ser verificado qualquer consenso nem mesmo entre autores que seguem a mesma corrente de pensamento econômico. Esta seção tem o intuito de discutir as diferentes recomendações de regimes cambiais, com base em alguns dos principais autores que tratam da questão. Antes, porém, cabe uma breve caracterização dos tipos de regime cambiais existentes, já que se nota uma certa divergência a respeito da melhor maneira de se classificar os regimes existentes. Sobretudo quando se trata dos regimes intermediários, percebem-se zonas de interseção nas quais a diferenciação entre os modelos é bastante nebulosa.

Segundo Frankel (2003), o que estabelece o limite entre os regimes intermediários e os de taxas flutuantes é a existência de metas explícitas para a taxa de câmbio. Desta maneira, ainda que haja intervenções esporádicas das autoridades monetárias no mercado cambial, se não forem perseguidas taxas determinadas *a priori* e anunciadas ao público, o regime deve ser classificado como flutuante. Já para diferenciar os regimes intermediários dos de taxas fixas, o critério utilizado é a existência ou não de um compromisso institucional com a taxa de câmbio buscada (e.g. uma lei). É evidente que dentro desses três grupos existem inúmeras formas possíveis de gestão da taxa de câmbio, mas a opção deste trabalho foi por apresentar apenas os regimes considerados como os mais representativos.

Tipologia dos regimes cambiais²



Assim, os casos extremos de câmbio fixo – *uniões monetárias* e *dolarização* – representam no fundo a própria abolição da taxa de câmbio. A principal diferença entre estes regimes é o caráter unilateral da dolarização, ao passo que a união monetária é fruto de um acordo entre diferentes

² Cf. De Conti (2007). Neste mesmo trabalho pode ser encontrada uma caracterização mais detalhada dos tipos de regimes cambiais existentes.

países, que definem para si uma moeda única. Outro regime que estabelece a fixação do câmbio, mas sem a substituição monetária, é o *currency board*, no qual a paridade entre a moeda local e, em geral, o dólar, é determinada por lei. A conversibilidade entre as duas moedas é garantida pelas autoridades monetárias. Neste caso, a variação da oferta da moeda nacional fica condicionada ao fluxo de divisas, já que deve existir uma proporção fixa entre a base monetária e o volume de reservas cambiais.

No grupo dos intermediários, há o regime que se convencionou chamar de *pegged*, que nada mais é do que a determinação de uma taxa de câmbio fixa, mas cuja rigidez, diferentemente do regime de *currency board*, não é definida por nenhum compromisso institucional mais rígido. No limite, podem ocorrer até minidesvalorizações diárias sem que se perca o caráter de uma taxa de câmbio *pegged*, já que a paridade continua sendo determinada *ex ante* pelas autoridades monetárias. Já no regime de *bandas*, as autoridades monetárias estabelecem margens dentro das quais a taxa de câmbio pode flutuar livremente, de acordo com os movimentos do mercado. O objetivo central é tentar conciliar alguns benefícios da flexibilidade cambial, com outros decorrentes de uma taxa de câmbio administrada.

Por fim, resta a diferença entre o regime de *flutuação suja* e o de livre flutuação. Neste, a taxa de câmbio é determinada exclusivamente pelo mercado. O objetivo é a auto-regulação segundo a crença de que a taxa de câmbio é a variável de ajuste que garante o equilíbrio do balanço de pagamentos. No regime de flutuação suja, por sua vez, o mercado cambial não está livre da intervenção do governo, já que o Banco Central encontra-se apto (e autorizado) a realizar eventuais transações financeiras com o intuito de influenciar as taxas de câmbio.

a) Friedman e a defesa da livre flutuação

A proposta de começar a discussão com um autor – Milton Friedman – que não discute as especificidades dos países emergentes, mas propõe um modelo cambial que seria universal, deve-se ao caráter seminal de sua obra sobre o tema. Mesmo no auge dos anos de ouro do capitalismo mundial e num momento em que poucos questionavam o sistema de Bretton Woods e seu regime amplamente aceito de taxas de câmbio fixas, sua voz era dissonante. Em um artigo publicado no ano de 1953 e que permanece ainda hoje como referência para os debates sobre o assunto, o autor defende com veemência a adoção de um sistema de livre flutuação das taxas de câmbio, entendendo ser este o único regime condizente com os objetivos de uma economia mundial livre e próspera:

“a system of flexible or floating exchange rate – exchange rates freely determined in an open market primarily by private dealings and, like other market prices, varying from day

to day – [is] absolutely essential for the fulfillment of our basic economic objective: the achievement and maintenance of a free and prosperous world community engaging in unrestricted multilateral trade. There is scarcely a facet of international economic policy for which the implicit acceptance of a system of rigid exchange rates does not create serious and unnecessary difficulties. Promotion of rearmament, liberalization of trade, avoidance of allocations and other direct controls both internal and external, harmonization of internal monetary and fiscal policies – all these problems take on a different cast and become far easier to solve in a world of flexible exchange rates and its corollary, free convertibility of currencies” (FRIEDMAN, 1953: 157)

As idéias do autor, ainda que não tenham sido prontamente aceitas pela comunidade internacional, resistiram à passagem do tempo, ganharam fôlego com o desmonte de Bretton Woods e são hoje defendidas por muitos economistas, além de aceitas e recomendadas por organismos multilaterais, tais como o Fundo Monetário Internacional e o *Bank of International Settlements* (BIS)³. A essência desta proposição encontra seus fundamentos na teoria monetarista, que sugere que os preços devem ser flexíveis e, sobretudo, os três preços básicos da economia – taxa de câmbio, taxa de juros e salários –, de modo que os ajustes do mercado conduzam a economia aos equilíbrios interno e externo. Dado que, sob a ótica de um determinado país, os preços e salários no exterior não são suficientemente flexíveis, é necessário que a taxa de câmbio o seja, para que se realize suavemente o ajuste a choques, sejam eles reais, sejam de política monetária.

Num regime de flutuação cambial pura, diz Friedman (1953: 173), as variações da taxa de câmbio refletiriam variações nos fundamentos macro e microeconômicos de um país. Assim, uma variação cambial seria fruto de uma elevação da produtividade num ritmo mais rápido (ou mais lento) do que aquele verificado nos parceiros comerciais ou de uma expansão monetária descompassada com aquela que se observa no restante do mundo; em ambos os casos, a alteração cambial seria benéfica à economia local. Desta forma, se um país apresentasse fundamentos estáveis e consolidados, sua taxa de câmbio seria igualmente estável. Se, por outro lado, houvesse uma alta volatilidade cambial, ela estaria apenas evidenciando instabilidades econômicas mais profundas ou um comportamento dos fundamentos econômicos excessivamente divergente em relação ao de outros países. Nestes casos, fixar artificialmente a taxa de câmbio não eliminaria as

³ Cf. Duttagupta *et alli* (2005); Disyatat & Galati (2005); Mohanty & Turner (2005), dentre outros. Entretanto, como será visto adiante, estes autores admitem alguma intervenção cambial em determinados momentos e/ou países, ao contrário de Friedman, que é mais radical na proposição de um regime de flutuação realmente livre.

causas desta instabilidade e, pelo contrário, aumentaria a volatilidade de outras variáveis econômicas.

Além disso, diz o autor, a estabilidade cambial seria reforçada pela ação dos especuladores, pois, ao contrário do que dizem os críticos, esta ação impediria uma divergência excessiva da taxa em relação ao seu ponto de equilíbrio. A lógica por trás desta hipótese, denominada de “especulação estabilizadora”, é que, uma vez tendo se desviado de sua trajetória normal, a taxa de câmbio ofereceria uma oportunidade de ganhos aos agentes que, se antecipando aos demais, percebessem o desvio temporário e, apostando no retorno à taxa original, adotassem uma posição que, por fim, reforçaria e aceleraria este retorno previsto. Através desta dinâmica, ficaria praticamente eliminado o risco da ocorrência de ataques especulativos contra a paridade que a conduzissem para longe de seu ponto de equilíbrio.

A livre flutuação da taxa de câmbio não seria um empecilho ao cálculo econômico, como argumentam os críticos, já que a tendência seria a obtenção de uma relativa estabilidade cambial. De qualquer forma, havendo flutuação cambial excessiva, os agentes poderiam buscar a proteção através dos mercados futuros; mercados estes que tendem a se desenvolver rapidamente em um contexto de câmbio flexível. Ademais, para o autor, se um regime de câmbio fixo fornece segurança sobre a taxa de câmbio no futuro, cria maiores incertezas com relação a outras variáveis, inclusive, a própria taxa de crescimento econômico.

Outra grande vantagem deste regime cambial, conforme ressaltado por Frankel (2003) é a manutenção, na alçada das autoridades monetárias, dos poderes de senhoriagem e da capacidade de atuarem como emprestadores de última instância, possibilidades estas que são perdidas num regime de câmbio fixo. Elevando ainda mais o raio de ação do Banco Central, haveria também um aumento da liberdade que se confere à política monetária do país (EICHENGREEN, 2000; DUTTAGUPTA *et alli*, 2005, por exemplo). Dado não ser perseguida qualquer meta cambial, os governos nacionais poderiam valer-se de sua política monetária única e exclusivamente na busca de objetivos domésticos. Por isso, argumenta Friedman (1953: 180), seria infundada a análise de que um regime de taxa de câmbio flutuante potencializa o problema da inflação. Pelo contrário, diz o autor, a política monetária tornar-se-ia livre para combater a elevação dos preços quando isso se fizesse necessário. Para ele, com taxas de câmbio flutuantes, cada país poderia perseguir a combinação de desemprego e inflação que preferir, ou seja, poderia escolher seu ponto-ótimo na curva de Phillips. Cada nação poderia, separadamente, buscar sua própria estabilidade monetária, sem que houvesse a necessidade de uma coordenação internacional sobre as políticas fiscal e monetária internas de cada país.

Uma possível crítica à flexibilidade pura, lembrada por Friedman (1953: 185), é a de que taxas de câmbio flutuantes conduzem a uma velocidade e a um *timing*⁴ indesejados no momento de ajustamentos a choques. O autor rebate a esta colocação argumentando que, com taxas fixas de câmbio, o ajuste seria ainda mais errático, alternando fases de muita vagarosidade com momentos de extrema rapidez. Para os defensores da livre flutuação, uma vez que os preços não são completamente flexíveis, mudanças na taxa de câmbio mostram-se necessárias para equilibrar a divergência de fundamentos entre os países. O ajuste pelas taxas de câmbio seria superior a um ajuste rápido dos fundamentos, que provocaria grandes perdas na renda real como resultado de ajustes deflacionários.

A análise deste modelo, porém, não pode deixar de atentar para o fato de que, à época de sua proposição, a grande preocupação de Friedman era com o ajuste aos desequilíbrios do balanço de pagamento, num contexto de rigidez relativa de preços e salários. O foco do autor, portanto, estava sobre a economia real, até porque os fluxos de capitais naquele momento eram fortemente regulados pelas determinações do acordo de Bretton Woods.

Um dos grandes defensores da livre flutuação hoje é Barry Eichengreen (2000), que baseia suas recomendações no princípio da Trindade Impossível. Seguindo os ensinamentos do modelo Mundell-Fleming, este princípio propõe a existência de uma impossibilidade na obtenção simultânea de três objetivos de política econômica, a saber, a livre mobilidade de capitais, um regime de taxa fixa de câmbio e a autonomia na condução da política monetária. A idéia é que um país deve eleger apenas dois destes três objetivos, já que não seria possível alcançar a todos concomitantemente. No padrão-ouro, tivemos mobilidade de capitais com câmbio fixo; em Bretton Woods, manteve-se a rigidez cambial, mas com independência de política monetária; e no atual contexto de globalização financeira, o mais comum seria a adoção de regimes de câmbio flutuante, com alta mobilidade de capitais e autonomia monetária.

Isto ocorre, segundo o autor, pois num ambiente democrático como o atual, torna-se difícil aos governos nacionais abrirem mão do uso de uma política monetária autônoma, a serviço dos interesses da população. Ao mesmo tempo, observa-se uma crescente e irrefreável mobilidade internacional do capital, não dando alternativa aos países senão a adoção de um regime de câmbio flutuante. Com as aberturas comercial e financeira que marcaram as últimas décadas torna-se difícil se contrapor às influências dos movimentos de capital sobre a taxa de câmbio. “A conclusão óbvia é que a tendência para um câmbio flexível é uma consequência inevitável da maior mobilidade do capital internacional” (EICHENGREEN: 2000: 256).

⁴ No original: “*pace and timing*”.

Em países com mercados financeiros imaturos a flutuação cambial é temida, pois pode resultar numa excessiva volatilidade. Por outro lado, a ancoragem cambial só teria sido possível - no passado - sob a proteção de controles de capitais, que reduziam a interferência das condições financeiras externas sobre as internas, dando aos governos uma margem de manobra maior para manipular a política interna na busca de interesses domésticos, mas sem afetar a estabilidade da taxa de câmbio. Isto, porém, não seria mais possível, diz o autor, já que:

“como os países asiáticos [e periféricos, de um modo geral] passaram do estágio de crescimento extensivo – onde o problema de política econômica é mobilizar poupança e recursos no maior volume possível de investimento físico – para o estágio de crescimento intensivo – onde o desenvolvimento requer inovação, produtividade, crescimento e capital de risco -, os países da região não têm outra escolha senão liberalizar seus sistemas financeiros. E com a liberalização financeira doméstica vem a inevitável ampliação da mobilidade do capital, salientando a fragilidade das paridades fixas” (op. cit. 246).

Por tudo isso, desde o fim do sistema de Bretton Woods, verifica-se no mundo um movimento incessante em direção ao câmbio flutuante e, para o autor, não há nada até o momento que faça vislumbrar uma alteração desta tendência. Eichengreen reconhece que, para alguns países muito pequenos e abertos, a excessiva flutuação cambial tem custos econômicos muito importantes, tornando a ancoragem de sua moeda à de um vizinho maior uma alternativa. Mas para a grande maioria dos países, a maior flexibilidade cambial parece estar aí para ficar.

O prognóstico de Eichengreen encontra respaldo na constatação de que alguns dos principais organismos multilaterais, como BIS e FMI, têm ultimamente defendido a adoção de regimes de câmbio flutuante, argumentando ser esta uma tendência inexorável já verificada nos países desenvolvidos. A transição para um regime de maior flexibilidade é entendida como uma questão de maturidade da economia, já que, como visto acima, uma taxa de câmbio flexível seria capaz de proteger o país contra choques externos e aumentar a independência da política monetária.

Nesse sentido, as intervenções das autoridades monetárias no mercado cambial deveriam ser extremamente raras e com o propósito único de reduzir a volatilidade, não devendo haver jamais qualquer tipo de esforço para determinar um patamar para a taxa de câmbio. As principais explicações para este tipo de defesa são: (i) dúvidas quanto à efetividade das intervenções sobre a taxa de câmbio real; (ii) intervenções em larga escala poderiam minar as demais ações de política

econômica (efeitos colaterais); (iii) mercado financeiro privado seria capaz de absorver os choques; e (iv) poder da intervenção diminuiria com a repetição.

Estudos do BIS sobre o assunto (BIS, 2005; RHEE & LEE, 2005; DISYATAT & GALATI, 2005; MOHANTY & TURNER, 2005) argumentam que a efetividade das intervenções cambiais vem diminuindo com a abertura financeira e que a tendência é que elas se tornem cada vez menos válidas⁵. Seus efeitos, para os autores, não se sustentam no longo prazo e revelam uma certa assimetria, já que por vezes se pode estabelecer um piso para a taxa de câmbio, mas dificilmente se determina seu teto. Quando se fizessem necessárias, dizem eles, seria preferível que estas intervenções fossem feitas via “instrumentos de mercado”, tais como operações de compra e venda de divisas e não através de medidas mais duradouras, como por exemplo o estabelecimento de margens de flutuação. Além disso, elas deveriam estar dentro de objetivo mais amplos e transparentes (como, por exemplo, o compromisso com um regime de metas de inflação), evitando intervenções *ad hoc* ou inesperadas.

De qualquer maneira, os defensores do regime de câmbio flutuante argumentam que, para que os benefícios da flexibilidade se verifiquem, seria necessário que o mercado cambial fosse suficientemente líquido e eficiente, de modo a permitir que a taxa de câmbio respondesse às forças do mercado, que deveriam limitar tanto a frequência quanto a intensidade dos desvios do câmbio em relação a seu “ponto de equilíbrio”, determinado pelos fundamentos macroeconômicos. Para tanto, os países emergentes deveriam transitar todos em direção à liberalização completa de sua conta financeira, associada à independência e transparência do Banco Central⁶. Enquanto isso não ocorre, porém, estes estudos reconhecem que tanto a necessidade, quanto a efetividade das intervenções são maiores nos países emergentes do que nos países centrais.

b) Regimes intermediários: métodos e objetivos da administração cambial

Um dos maiores expoentes na defesa destes regimes intermediários é John Williamson (1993), que entende que, mesmo para países desenvolvidos, algum grau de intervencionismo cambial seria benéfico à economia. Para este autor, haveria uma “*fundamental equilibrium exchange rate*” (FEER) de médio prazo, que dependeria do equilíbrio da conta financeira e de um fluxo de capitais

⁵ O *overview* dos BIS Papers nº 24 propõe que os efeitos colaterais das intervenções cambiais sobre a economia doméstica as tornam cada vez mais difíceis de serem sustentadas (BIS, 2005). Rhee & Lee (2005: 205) argumentam que as intervenções cambiais na Coreia do Sul nos anos 90 foram necessárias e bem sucedidas, mas que “*from a future perspective (...) it is more desirable to let the exchange rate be determined in the market, reflecting the economic fundamentals and foreign exchange flows*”.

⁶ No Brasil, o principal defensor desta linha de raciocínio é Arida (2003).

considerado “normal”, ou “habitual”⁷. Haveria, no entanto, desvios temporários desta FEER que, apesar de não serem duradouros, diminuiriam a eficiência da economia em questão.

Para evitar estes desalinhamentos desnecessários, as autoridades monetárias poderiam estabelecer bandas de flutuação, facilitando o retorno da taxa de câmbio ao seu devido lugar. O grande problema de uma taxa de câmbio flutuante não seria sua volatilidade, mas sua tendência a desalinhamentos, de modo que, mais do que servir como uma âncora nominal, o propósito de uma taxa de câmbio administrada deveria ser justamente o de evitar estes desalinhamentos. Porém, o autor parece negligenciar o fato de que, se a volatilidade cambial pode de alguma forma ser bem absorvida nos países desenvolvidos, isto não acontece nas economias emergentes, como visto acima. Desta forma, diferentemente do que sugere Williamson, um regime cambial favorável às economias emergentes deve atentar para o posicionamento da taxa de câmbio, mas deve também procurar evitar o excesso de volatilidade cambial.

Seguindo em seu raciocínio, Williamson argumenta que o estabelecimento das bandas cambiais deveria pautar-se por critérios puramente “tecnocráticos” e jamais “ideológicos”. Isto, pois a tentativa de manutenção da taxa de câmbio em um patamar que não seja o de equilíbrio (um patamar competitivo “irreal”, por exemplo), seria um grande equívoco e enfrentaria forte reação do mercado, com uma intensa ação especulativa. Até porque o patamar da taxa de câmbio deveria ser, indiscutivelmente, aquele que garantisse, no médio prazo, a obtenção de uma combinação razoável de equilíbrios interno e externo. Com isto, fica claro que, apesar de fugir das “soluções de canto”, o autor mantém a defesa da ausência de autonomia de política cambial, como os teóricos do “*hollow middle*”, já que as intervenções estariam submetidas a regras bastante estritas. O autor defende, inclusive, o anúncio público das metas, bandas e ações governamentais, de modo a permitir a máxima transparência aos mercados.

É curioso notar que o “Consenso de Washington”, defendido (e batizado) por Williamson, não faz nenhuma proposta quanto ao regime cambial mais adequado aos países emergentes, sugerindo apenas que a taxa de câmbio deve ser competitiva⁸. Já o chamado “pós-Consenso”, elaborado mais de uma década depois do original, tem uma clara sugestão de regime cambial e que pode ser resumida na seguinte afirmação: “a maior flexibilidade parece ser a escolha sensata (e única?) porque toda forma de fixidez pode ser totalmente vulnerável a uma perda súbita de credibilidade” (Rojas-Soarez, 2004: 124). A autora sugere que a necessidade de transição do câmbio fixo para o

⁷ Este trabalho não pretende discutir as diferentes visões teóricas sobre a determinação da taxa de câmbio. Basta, para os objetivos desta dissertação, perceber que alguns autores entendem haver uma taxa de câmbio de equilíbrio, passível de ser calculada pelas autoridades monetárias, enquanto para outros autores não existe uma taxa de equilíbrio. Para maiores detalhes sobre as diferentes abordagens sobre a determinação da taxa de câmbio, algumas boas referências são Plihon (1991), Holland (1998) e Nápoles (2000).

⁸ Para os dez pontos propostos pela agenda do “Consenso de Washington” ver Kuczynski & Williamson (2004).

flexível na América Latina teria tido causas tanto externas (restrições temporárias impostas pelos mercados internacionais de capital), quanto internas (desilusão com o câmbio fixo seja no combate à inflação, seja na prevenção de ataques especulativos) e que, portanto, a rigidez cambial não seria uma alternativa viável.

Quando trata de regimes de câmbio flexível, porém, diferentemente de Friedman, Rojas-Soares percebe que nos países emergentes a flutuação pura não seria possível. Para ela, os motivos seriam a falta de independência dos Bancos Centrais, o elevado *pass-through* e a volatilidade nos fluxos de capitais, que poderiam gerar depreciações cambiais excessivas, com claro perigo de *currency mismatches*. Sem dúvida, este é um avanço em relação aos autores que ignoram as dificuldades enfrentadas pelos países emergentes no que concerne às diferentes fases em que podem se encontrar os ciclos internacionais de liquidez. Ela, no entanto, não estabelece qualquer hierarquia entre os três motivos supracitados, parecendo não perceber que a instabilidade dos fluxos de capitais é, certamente, a razão principal da inviabilidade da livre flutuação cambial nos países emergentes.

Um outro avanço é na percepção de que não há um regime cambial ótimo para todos os países emergentes e em qualquer momento histórico, já que os países apresentam especificidades que não podem ser desprezadas. Apesar disso, sugere como interessante um regime de flutuação administrada das taxas de câmbio, que combine regras com arbítrio. A regra em questão seria a determinação de que a meta do Banco Central deve ser o combate à inflação. O arbítrio permitiria intervenções esporádicas das autoridades monetárias no mercado cambial com o intuito justamente de combater a inflação. Mais uma vez, o que se percebe é a defesa da ausência de discricionariedade, já que as intervenções deveriam ter o propósito exclusivo de combater a inflação, não havendo, à semelhança das propostas de Williamson ou dos autores do “*hollow middle*”, qualquer autonomia no uso da política cambial para a promoção do crescimento e do desenvolvimento econômicos.

Portanto, apesar de afirmar que o regime combina regras com arbítrio, percebe-se que o arbítrio considerado por Rojas-Soares diz respeito apenas ao momento e à forma das intervenções, mas não ao seu objetivo, que é pré-estabelecido: o controle da inflação. É importante que se perceba que esta não deve ser encarada como uma verdade absoluta e que a política cambial pode também ser usada na busca por metas reais de desempenho econômico. Frenkel & Taylor (2006) argumentam que, além da inflação, a taxa de câmbio afeta a economia via preços relativos, competitividade, produtividade, crescimento, expectativas, comportamento do mercado financeiro, composição da demanda efetiva, balanço de pagamentos, etc. Desta maneira, a discricionariedade

na condução das políticas cambial e monetária, segundo os autores, pode e deve servir a outros fins que não o mero controle da inflação.

Frenkel (2006) sugere que uma taxa real de câmbio depreciada afeta o nível de emprego por três diferentes canais: (i) canal macroeconômico: o aumento das exportações tem efeito expansivo sobre produto e emprego já no curto prazo; (ii) canal do desenvolvimento: distorção dos preços relativos em favor dos bens comercializáveis; a combinação dada pelo patamar da taxa de câmbio de proteção contra importações e incentivo a exportações promove um aumento nas taxas de crescimento de médio e longo prazo, já que aumentam os investimentos nos setores de bens comercializáveis, com externalidades positivas sobre os demais setores da economia; (iii) canal da intensidade do trabalho: barateando a relação custo do trabalho/ custo do capital (já que o capital é, em geral, importado), a tendência é um aumento na relação trabalho/produto, aumentando o nível de emprego da economia.

Em vista destes efeitos, o autor chama atenção para a negligência da maioria dos teóricos e governantes do papel positivo que uma boa gestão da taxa de câmbio pode ter sobre os níveis de emprego e renda de um país⁹. Sua proposta é por um regime de política macroeconômica focado em múltiplos objetivos, contemplando o controle da inflação, mas com ênfase sobre o crescimento econômico e geração de emprego. Para tanto, a sugestão é que as autoridades monetárias tenham como um objetivo intermediário de política econômica uma taxa real de câmbio estável e competitiva: *“We conclude that preserving a competitive and stable RER [real exchange rate] is the best contribution macroeconomic policies can make to the improvement of employment and growth performances”* (FRENKEL, 2004: 12).

Nesse sentido, as intervenções do Banco Central no mercado cambial deveriam ter o intuito de preservar uma taxa real de câmbio estável e competitiva. Dado que o mercado cambial funciona como um mercado de ativos qualquer, o importante seria agir sobre as expectativas, que determinam as ações de compra e venda. Logo, defende o autor, se as autoridades monetárias lograssem, através de intervenções e sinalizações, estabilizar as expectativas sobre a taxa real de câmbio no médio prazo, o próprio mercado agiria no sentido de manter a taxa à vista estável. Numa espécie de método *behaviorista* de disciplina dos mercados, o Banco Central deveria ser firme em suas intervenções¹⁰, de modo que o mercado não tivesse incentivos para especular, sabendo que, se o fizesse, enfrentaria a forte reação das autoridades monetárias. Com o passar do tempo, a

⁹ *“In broader terms, in open developing economies, the real exchange rate is one of the crucial determinants of investment, growth and employment”* (FRENKEL, 2004).

¹⁰ Ou seja, deveria tomar as medidas cabíveis no sentido de manter a estabilidade da taxa real de câmbio, ainda que isso incorra em certos efeitos colaterais perniciosos como, por exemplo, altos custos fiscais. A idéia é que, mostrando ao mercado que irá até as últimas conseqüências para manter a estabilidade cambial, a reputação do Banco Central desestimula novos ataques especulativos no futuro, reduzindo a necessidade de novas intervenções.

freqüência das intervenções poderia diminuir. Um ponto importante está na recomendação de que não deveria haver o anúncio de regras e compromissos, mas que as sinalizações deveriam ser dadas sempre de forma implícita. Assim, ficaria resguardado um componente de discricionariedade, diferentemente dos regimes intermediários discutidos até aqui.

A idéia básica é combinar os benefícios do câmbio flexível no curto prazo com os do câmbio fixo no longo prazo. Desta maneira, dever-se-ia, por um lado, permitir a flutuação cambial no curto prazo, que teria a função de desincentivar os fluxos de capital especulativo. Por outro lado, não se poderiam permitir alterações muito grandes nas expectativas com relação à taxa de câmbio real no médio e longo prazos. O intervalo das intervenções, portanto, deveria ser largo o suficiente para promover o primeiro objetivo, mas curto o suficiente para concretizar o segundo.

Essa linha de raciocínio é proposta também por Ferrari & Paula (2006). Segundo esses autores, regimes de câmbio fixo apresentam certos benefícios (e.g. facilidade do cálculo econômico, controle de preços, etc.), mas o custo dos ajustamentos pode ser elevado ou mesmo insuportável em termos sociais. Por isso, algum grau de flexibilidade cambial mostra-se recomendável para que os países possam se adequar a eventuais mudanças no cenário internacional da maneira que julgarem pertinente. Por outro lado, eles concordam com a proposição acima discutida de que a flutuação pura não é recomendada, já que “em países de moeda fraca e não-conversível e mercados financeiro/cambial pouco densos”, a instabilidade dos fluxos de capital promove oscilações bruscas e intensas na taxa de câmbio.

Destarte, à semelhança de Frenkel (2006), estes autores sugerem para países emergentes um regime intermediário, que preservasse a flexibilidade de ajuste da taxa de câmbio diante de choques, mas que ao mesmo tempo abrisse a possibilidade de orientação da trajetória temporal desta taxa. O regime proposto teria bandas de flutuação cambial determinadas *ex ante*, mas não explícitas. A determinação prévia do intervalo de flutuação da taxa de câmbio, segundo os autores, “tem como finalidade influir nas expectativas dos agentes econômicos ao procurar reduzir a volatilidade do câmbio nominal e intervir em sua trajetória temporal (ou seja, influir na determinação da taxa câmbio real efetiva)” (FERRARI & PAULA: 2006, 190). Desta forma, haveria algum grau de administração da taxa de câmbio no curto prazo, com a redução da volatilidade e igualmente no longo prazo, com a orientação de seu patamar - ou de sua trajetória temporal - facilitando o alcance do objetivo almejado, a saber, uma taxa de câmbio menos volátil e mais competitiva.

Fica claro, portanto, não ser necessária a opção integral pelos vértices da “tríade impossível”; o mais recomendado, segundo alguns autores, é a adoção dos três vértices, mas todos de maneira parcial, já que com isso amplia-se o leque de opções de política econômica. De acordo com Bradford (2005):

“[T]he calibrated use of policy tools by degrees of commitment, deployment and assignment can create space for different policy-mixes. Selective capital controls, intermediate exchange rate regimes, and some monetary policy autonomy create the policy space within which a variety of policy combinations and mixes are possible and a greater number of instruments are available”.

c) Necessidade e efetividade das intervenções cambiais nos países emergentes

Como mostram Calvo & Reinhart, os países emergentes, ainda que declarem oficialmente a adoção de regimes de flutuação cambial, temem a excessiva volatilidade desta taxa e, a despeito das recomendações supracitadas em favor da livre flutuação, têm o hábito de intervir no mercado cambial. *“Countries that say they allow their exchange rate to float mostly do not – there seems to be an epidemic case of “fear of floating”* (2000: 2). Para chegar a esta constatação, os autores observaram séries de dados de 154 arranjos cambiais e notaram uma grande volatilidade das reservas cambiais, das taxas de juros (reais e nominais) e dos agregados monetários da maioria dos países, indicando a ocorrência de intervenções governamentais na taxa de câmbio, seja diretamente no mercado cambial, seja via taxas de juros¹¹.

Este medo da flutuação cambial, segundo os autores, acomete até mesmo os grandes países, mas é mais intenso nos países emergentes: *“despite their heterogeneity, emerging markets tend to share a common characteristic – they appear to be reluctant to let their currencies fluctuate”* (2000: 5). A causa comum é a falta de credibilidade da política econômica, que reduziria a capacidade das autoridades monetárias de coordenar os rumos da economia, aumentando o peso das expectativas na tomada de decisões dos agentes privados. Na formação destas expectativas, a taxa de câmbio representaria uma âncora nominal mais efetiva do que as taxas de juros, de modo que estas autoridades monetárias – sem credibilidade – perseguiriam a estabilidade cambial, mesmo que em detrimento da estabilidade das taxas de juros.

A busca por este padrão de taxas de câmbio estáveis, portanto, levaria as autoridades monetárias dos países emergentes a praticarem políticas monetárias pró-cíclicas, já que, em momentos de fuga de capitais, a tendência recessiva seria reforçada pelo aperto monetário que procuraria conter (ou reduzir) esta fuga. Como resultado, haveria uma alta volatilidade das taxas de juros, com o intuito de, num contexto de baixa credibilidade das autoridades monetárias, permitir

¹¹ Além disso, observaram a volatilidade dos preços das *commodities* importantes para cada país e constataram que ela foi, em geral, maior do que a volatilidade cambial, mostrando que se a taxa de câmbio absorve os choques nos termos de troca, como supõe a teoria, esta absorção é apenas parcial.

que uma taxa de câmbio minimamente estável favoreça as atividades econômicas. Fica implícito, portanto, que um Banco Central com boa reputação diante do mercado não precisaria buscar de maneira tão veemente esta estabilidade cambial.

Uma possível crítica a esse diagnóstico é a de que, nos países emergentes, não é o Banco Central ou a política econômica que não têm credibilidade, mas a própria moeda nacional. A hierarquia do Sistema Monetário Internacional faz com que os países de moeda inconvertível encontrem inúmeras dificuldades na condução de sua política econômica e na busca pela estabilidade cambial, ainda que porventura venham a se adequar aos ditames de uma política macroeconômica ortodoxa que, supostamente levariam à “credibilidade nas políticas e instituições”, tão aventada pela teoria convencional. A fraqueza de uma moeda no cenário internacional passa por questões mais profundas do que a mera gestão macroeconômica. São características estruturais da arquitetura monetária global e da economia nacional em questão que conduzem a esta inconvertibilidade (CARNEIRO, 2006).

Entretanto, apesar das limitações na compreensão das causas do “*fear of floating*”, este estudo de Calvo & Reinhart representa um avanço nas pesquisas sobre o tema, já que ao menos chama a atenção dos economistas para o fato de que países emergentes enfrentam dificuldades adicionais quando aderem a regimes de câmbio flutuante. São dois os pontos importantes a serem percebidos e discutidos: em primeiro lugar, as taxas de câmbio desses países apresentam uma instabilidade potencial muito mais alta do que no que nos países desenvolvidos (tanto na frequência das variações, quanto em sua amplitude)¹². Em segundo lugar, nos países emergentes esta volatilidade cambial implica prejuízos muito maiores para a economia local do que nos países desenvolvidos.

Para Greenville (2000: 4) a variabilidade das taxas de câmbio seria maior nos países emergentes pelos seguintes motivos: ausência de experiências históricas duradouras com taxas de câmbio determinadas pelo mercado; estruturas produtivas pouco maduras e, portanto, suscetíveis a transformações abruptas; poucos especuladores “friedmanianos”¹³; fluxos de capitais mais voláteis e muito maiores relativamente ao tamanho do mercado de capitais doméstico e à economia nacional como um todo. O último dos motivos elencados por Greenville é, certamente, o mais importante deles.

No contexto atual de globalização financeira, os fluxos de capitais alcançaram um tamanho e uma mobilidade sem precedentes na história, além de estarem crescentemente submetidos a uma lógica especulativa e de ganhos de curto prazo. A este caráter inerentemente instável dos fluxos de

¹² Para a comprovação deste fato, ver a tabela A2 de Mohanty & Stagnia (2005). A tabela mostra, ainda, que a volatilidade cambial costuma ser mais alta para os países de América Latina.

¹³ Especuladores “friedmanianos” são entendidos aqui como aqueles que cooperam para a estabilidade da taxa de câmbio.

capitais, acrescenta-se o fato de que o investimento na periferia do sistema capitalista se faz de maneira apenas marginal, já que em geral cumpre apenas as funções de diversificação de portfólio por parte dos agentes estrangeiros¹⁴ e, sobretudo, de acesso à alta rentabilidade oferecida nos países emergentes. Desta maneira, os primeiros recursos a serem realocados quando há qualquer possibilidade de problemas econômicos internacionais, são justamente estes capitais investidos na periferia, seja por motivos internos a estes países, seja por causas externas¹⁵. Estes fluxos, portanto, são extremamente dependentes do momento do ciclo internacional de liquidez, e não da “credibilidade da política econômica” ou dos “fundamentos”.

Prates (2002) associa esta elevada instabilidade dos fluxos de capitais que se direcionam à periferia, à posição ocupada por estes países na hierarquia do Sistema Financeiro Internacional:

“A volatilidade inerente aos fluxos recentes de capitais afeta sobretudo os países ‘emergentes’, pois esses fluxos são determinados, sobretudo, por uma dinâmica exógena a esses países, especificamente, o ciclo econômico e a política monetária dos países centrais e as decisões de aplicação e resgate dos investidores globais, subordinados à lógica especulativa. (...) [E]sta é uma das dimensões da assimetria financeira. Nos momentos de reversão do ciclo, de mudanças da política monetária no centro ou de aumento da preferência pela liquidez, as moedas (e os ativos financeiros) ‘emergentes’, por não serem detidas como reserva de valor em âmbito internacional – reflexo, por sua vez, da assimetria monetária – são os primeiros ‘alvos’ dos movimentos recorrentes de fuga para a qualidade (ou seja, para o dólar e/ou para os títulos da dívida pública americana) empreendidos por esses investidores” (PRATES: 2002, 156).

De acordo com Ocampo (2004), os ciclos de liquidez que fornecem expressivas massas de capitais para os países emergentes são caracterizados pelo duplo fenômeno da volatilidade e do contágio. Volatilidade, como discutido acima, por conta das mudanças na avaliação de risco por parte dos agentes (alternância dos momentos de “apetite pelo risco” com outros de “fuga para a qualidade”). Contágio, em função do custo e da assimetria de informações, que fazem com que os países emergentes sejam considerados e avaliados conjuntamente, aumentando a propensão a profecias auto-realizáveis:

¹⁴ Vale lembrar que a lógica da diversificação do portfólio não diz respeito unicamente a estes investimentos nos países emergentes, mas explica também o aumento dos fluxos de capitais entre os países centrais.

¹⁵ Plihon (1996) também trata do caráter marginal dos investimentos na periferia.

“As a result of these factors, developing countries were pulled together into the financial boom that started in the early 1990s (Calvo, et al., 1993), but they have also been subject to a clustering of “sudden stops” in external financing since the Asian crisis (Calvo and Talvi, 2004), in both cases with some independence from the ‘fundamental’ macroeconomic factors” (OCAMPO: 2004, 3).

Esta dinâmica cíclica seria fruto das assimetrias da economia mundial, e se reflete, na órbita financeira, em três aspectos básicos: (i) *original sin*¹⁶ (incapacidade que alguns países enfrentam de emitir dívida externa em sua própria moeda); (ii) diferenças no grau de desenvolvimento do sistema financeiro e do mercado de capitais de cada país; e (iii) reduzido tamanho do mercado financeiro doméstico dos países emergentes em relação à magnitude dos ataques especulativos que eles enfrentam.

Na mesma linha, Frenkel (2006) sugere que o conjunto de políticas recomendadas pelo Fundo Monetário Internacional e por grande parte dos economistas ortodoxos aos países da América Latina, a saber, a abertura completa da conta financeira, um regime de câmbio totalmente flutuante e uma política monetária de metas de inflação seria uma combinação que resulta em dois grandes prejuízos para estes países. Em primeiro lugar, como já visto acima, a instabilidade dos fluxos de capitais seria transmitida às taxas de câmbio (tanto nominais quanto reais) e aos preços relativos. Em segundo lugar, diz o autor, a política de metas de inflação determinaria, nestes países com *pass-through* elevado, um viés de apreciação da taxa de câmbio, gerando efeitos negativos sobre o nível de emprego e sobre o padrão de crescimento da economia.

Por todos estes motivos é que, mesmo após a ampla difusão e aceitação das teorias do “*hollow middle*” nos anos noventa e, sobretudo, após a crise asiática, há muitos autores que continuam defendendo regimes de taxas de câmbio administradas. Há, no entanto, grandes diferenças entre estes autores no que diz respeito à maneira de se realizar as intervenções e, principalmente, aos seus objetivos, conforme buscou-se mostrar.

d) Controle de capitais e o aumento da estabilidade cambial

O atual contexto de grande volatilidade dos fluxos de capital que se direcionam aos países emergentes não deixa mais dúvida de que o binômio câmbio livre e mobilidade de capitais gera de fato importantes instabilidades econômicas e potencializa as crises cambiais, como sugerem Ferrari

¹⁶ O conceito de *original sin* é desenvolvido em Eichengreen *et alli* (2003).

e Paula (2006: 188). Além disso, está claro que a volatilidade cambial tem impactos mais deletérios sobre as economias emergentes do que nos países desenvolvidos e as razões para isso são várias.

Em primeiro lugar, dada a incapacidade da moeda local de exercer sua função de unidade de denominação dos contratos no exterior, torna-se muito difícil aos agentes de um país emergente a obtenção de empréstimos estrangeiros em sua própria moeda. Desta maneira, a tendência é a criação de um relevante passivo dolarizado que torna grande o risco do descasamento monetário (*currency mismatch*). Na ocorrência de depreciações da taxa de câmbio, portanto, este passivo dolarizado aumenta (em termos da moeda nacional), podendo gerar graves desequilíbrios patrimoniais, dado que o tamanho do passivo denominado em moeda estrangeira é, em geral, muito maior que o do ativo, produzindo importantes dificuldades financeiras na economia. Além disso, com o risco de descasamento monetário, há um aumento do risco de crédito que, acrescentando-se aos riscos de mercado e de preço, já bastante altos em países com excessiva volatilidade cambial, exige um prêmio de risco extremamente elevado aos ativos emitidos nos países de moeda inconvertível¹⁷.

Uma outra característica de muitos países emergentes que amplifica os prejuízos provocados pela instabilidade cambial excessiva é a existência de um *pass-trough* elevado. Seja em função do histórico inflacionário e da conseqüente indexação da economia, seja por conta da dependência de produtos importados ou até mesmo por contar com uma estrutura produtiva oligopolizada, que dá às empresas maior liberdade para reajustar preços, o fato é que em muitos países emergentes (e, sobretudo, na América Latina) uma depreciação cambial é repassada em um percentual bastante elevado aos preços internos. Quando isso ocorre, há uma distorção de preços relativos em favor dos setores de bens comercializáveis ou de demais setores cujos preços também são indexados à variação cambial¹⁸. Mas o mais importante, é que este *pass-trough* apresenta um caráter assimétrico, ou seja, atua mais intensamente na subida da taxa de câmbio do que em sua queda. Desta forma, ainda que a taxa de câmbio percorresse seu “passeio aleatório” em torno de um ponto de equilíbrio, como defendem muitos autores (e.g. WILLIAMSON, 1993), estes movimentos atuariam sobre o nível de preços internos de um país emergente com mais intensidade no sentido ascendente. No momento da apreciação cambial, portanto, os preços não regressariam na mesma velocidade ao patamar original. Tendo em vista a propensão da taxa de câmbio a *overshootings*, e a evidência histórica de uma maior ocorrência deste fenômeno nos países emergentes, esta situação torna-se ainda mais dramática a suas economias.

¹⁷ Segundo Carneiro (2006), países emissores de moeda inconvertível podem reduzir este prêmio de risco através do acúmulo de reservas internacionais (que proporciona certa estabilidade cambial) e da obtenção de superávits elevados e sustentados na conta corrente, que garantiriam a estes países uma “convertibilidade virtual”.

¹⁸ No Brasil, o setor de bens com preços administrados apresenta um *pass-trough* extremamente elevado em função das regras de indexação determinadas no momento das privatizações.

Esta maior propensão dos países emergentes a enfrentarem o problema do *overshooting* de suas taxas de câmbio encontra explicação em uma outra característica dos mercados liberalizados que também intensifica os efeitos perniciosos de uma alta variabilidade cambial. A ação especulativa, ao contrário do que propunha Friedman é, quase sempre, pró-cíclica e não estabilizadora. A principal razão é que o “comportamento de manada” é a postura racional dos agentes num ambiente marcado pela incerteza. Dado o histórico de instabilidades, a falta de informações suficientes sobre a economia em questão, ou simplesmente o vislumbre da oportunidade de ganhos excepcionais, os especuladores tendem a adotar, em momentos instáveis, um comportamento que, em lugar de reconduzir a taxa de câmbio a seu ponto pré- crise, só faz exacerbar a variação cambial¹⁹. Nos países emergentes isto é particularmente preocupante em função da dimensão de seus mercados financeiros e da natureza não conversível de suas moedas nacionais, que se tornam os primeiros ativos a serem abandonados num momento de “fuga para a qualidade”.

Um outro importante efeito das variações cambiais ocorre sobre as transações comerciais e o investimento. Os países emergentes, em geral, apresentam mecanismos de *hedge* menos desenvolvidos do que as economias de ponta. Desta maneira, a proteção oferecida pelos mercados futuros não está ao alcance do conjunto dos agentes econômicos. Ademais, os mercados futuros têm se revelado, nos países emergentes, um espaço de intensa especulação, contribuindo para a volatilidade cambial, ao invés de minimizá-la. Neste contexto de grande instabilidade da taxa de câmbio, boa parte do capital produtivo fica paralisada ou sujeita ao risco de grandes perdas. Seja para setores exportadores, seja para aqueles que contam com uma grande parte de seus insumos importados, a intensa variabilidade do câmbio é extremamente prejudicial ao cálculo econômico. A volatilidade cambial excessiva torna pouco previsíveis os custos flexíveis, referentes às despesas correntes. Um desalinhamento cambial progressivo, por sua vez, aumenta o risco imane a aos investimentos de longo prazo, já que eleva a possibilidade de prejuízos causados por equívocos no cálculo dos custos fixos.

Alguns autores argumentam, inclusive, que apesar da ampla aceitação nos livros-texto do efeito benéfico de uma depreciação cambial sobre a atividade econômica dos países emergentes, na prática isso nem sempre se verifica. Isto, pois uma elevação da taxa de câmbio costuma ter nestes países um viés contracionista, em função do expressivo passivo dolarizado (que gera um efeito-

¹⁹ “Como moedas não são bananas, em particular a moeda reserva, a sua demanda aumenta como decorrência direta da sua valorização. Ou seja, para todos aqueles que têm ativos nas demais moedas, particularmente naquelas inconvertíveis, a resposta à valorização da moeda reserva é um aumento da sua procura. O inverso ocorre com as moedas menos líquidas cuja desvalorização relativa produz uma redução da demanda” (BELLUZZO & CARNEIRO, 2003: 3).

riqueza negativo), dos efeitos prejudiciais sobre o acesso do país ao mercado de crédito internacional, das dificuldades comerciais enfrentadas pelos agentes não protegidos por *hedges* e do alto percentual de *pass-trough* do câmbio para os preços internos. Em face de todos estes efeitos, mas, em especial, deste último, que põe em risco a tão perseguida estabilidade de preços, a reação dos governos nacionais tende a ser de um aperto da política monetária, acrescentando um novo elemento contracionista sobre o ambiente macroeconômico. De acordo com Frenkel (2004), para que não prevalecessem os efeitos contracionistas de uma depreciação cambial, o governo deveria justamente evitar esta tendência a adotar uma política pró-cíclica e, pelo contrário, deveria exercer políticas fiscal e monetária expansionistas²⁰.

Dessa forma, para reduzir a possibilidade de ataques especulativos e aumentar a eficiência das autoridades monetárias na determinação da taxa de câmbio parece ser necessário o uso de controles de capitais num grau adequado. Esta constatação leva Cooper (1999: 17) a propor que:

“[the] two prescriptions regularly extended to developing countries by the international community, including the IMF and the US Treasury, namely to move toward greater exchange rate flexibility and to liberalize international capital movements, may be in deep tension: even deep contradiction.”

Flassbeck (2001) sugere que a “trindade impossível” não é completamente válida para os países emergentes e o que há, na verdade, é uma “dualidade impossível”, já que a abertura da conta financeira gera perda de autonomia monetária, independentemente do regime cambial em vigor. *“The loss of national sovereignty, the ‘impossible duality’, is an immediate result of the opening of the goods and capital markets, not the result of an inappropriate monetary order”* (op. cit, 40). Desta forma, segundo o autor, o estabelecimento de controles dos fluxos de capital seria um importante passo para o sucesso das políticas econômicas praticadas nos países emergentes.

Esta mesma opinião é compartilhada por Greenville (2000) que, apesar de defender que o regime cambial mais adequado aos países desenvolvidos é o flexível, propõe que nos emergentes é preciso haver algum tipo de administração da taxa de câmbio associada ao uso de controles de capitais. Nestes países, diz o autor, a proposição de que a conta financeira contrabalança a conta corrente não se aplica. O potencial de variação de sua taxa de câmbio é muito maior do que nos países centrais, já que ela está completamente sujeita à reversão dos ciclos de liquidez internacional. Tendo isso em vista, faz-se necessária a adoção de certos controles na conta financeira para evitar a

²⁰ Nesta lógica toda, porém, não se deve ignorar a distinção, que se mostra extremamente relevante, entre os efeitos de um *processo* de depreciação cambial e da *manutenção* de uma taxa de câmbio depreciada.

volatilidade dos fluxos de capitais, já que esta menor volatilidade, criando menos distúrbios sobre o mercado cambial, facilitaria uma gestão cambial apropriada pelas autoridades monetárias destes países.

Epstein & Schor (1990: 199), por sua vez, refutando a opinião de muitos autores que tratam da abertura financeira como um fato irreversível (e.g. EICHENGREEN, 2000), defendem que *“countries have a fair degree of latitude to choose how much international integration they want, and can enact restrictions if necessary”*. Isso, pois a crença original de que a flexibilidade cambial, num contexto de ampla mobilidade de capitais, aumentaria a autonomia de política monetária, não se verificou e isso se deu, em grande medida, em função da dinâmica especulativa dos fluxos de capital de curto prazo que se direcionam aos países periféricos.

Carneiro (2003) também percebe não ser válida a “trindade impossível” para a periferia do capitalismo e atribui isso à posição destes países na hierarquia do sistema monetário internacional²¹. A inconvertibilidade da moeda, característica destes países, impede que as flutuações da taxa de câmbio insulem a política monetária, já que estas flutuações são prontamente transmitidas a outras variáveis econômicas e, direta ou indiretamente, têm impacto sobre as taxas de juros. Além disso, a crença do auto-ajuste do câmbio flexível, que concederia autonomia à política monetária, está baseada em uma série de pressupostos ortodoxos irrealistas, tais como a existência de uma taxa de câmbio de equilíbrio baseada em fundamentos e o caráter estabilizador dos movimentos especulativos. Para o autor (2003: 20), o que se verifica é que “os fluxos de capitais em direção à periferia são intrinsecamente voláteis e determinam uma dinâmica perversa de desequilíbrio e ajustamento do balanço de pagamentos diante dos quais os regimes cambiais são igualmente impotentes para estabelecer algum tipo de correção”.

III. Considerações Finais

O primeiro grande aprendizado que se tem com o estudo das recomendações de regimes cambiais é o fato de que não há um regime ótimo para todos os países ou todas as situações, já que as especificidades de cada país devem ser levadas em consideração, além da necessidade de se perceber o contexto vivido pela economia internacional. Sobretudo quando o foco são os países emergentes, as análises têm que ser ainda mais aprofundadas, dado o caráter de inconvertibilidade de suas moedas e os problemas adicionais que isso acarreta sobre a gestão da taxa de câmbio.

²¹ Na verdade, a experiência pós-Bretton Woods tem mostrado que a flexibilidade cambial só permite autonomia completa de política econômica para os Estados Unidos, emissores da moeda-chave do sistema. Em função da hierarquia monetária, os demais países centrais, ainda que adotem regimes de taxa de câmbio flutuante, encontram restrições a essa autonomia que, no entanto, são muito menores do que aquelas verificadas nos países emergentes.

Percebe-se, portanto, que regimes de livre flutuação cambial não são recomendáveis para países emergentes, por dois motivos básicos:

(i) O potencial de variabilidade da taxa de câmbio destes países é muito maior do que nos países desenvolvidos. A principal razão para isso é a dinâmica instável dos fluxos de capitais que se direcionam a esses países periféricos, em função do caráter de inconvertibilidade de suas moedas;

(ii) As variações da taxa de câmbio têm, nestes países, um efeito negativo sobre suas economias que é muito maior do que aquele verificado nos países centrais. As causas disso são diversas, mas vale destacar: o risco de *currency mismatches*, o elevado *pass-through* e a ausência ou precariedade dos mecanismos de *hedge*.

Tendo em vista estes problemas e o fato de que os regimes de câmbio fixo implicam restrições muito grandes para a política econômica, o arranjo mais adequado para os países emergentes parece, portanto, não estar em nenhum dos dois pólos, mas sim na zona intermediária. Mais do que a percepção de que a estabilidade cambial é essencial para a economia, é preciso notar que, nos países emergentes, a experiência revela a necessidade de uma ação contínua das autoridades monetárias para buscar esta estabilidade. Para tanto, ao invés de atar-se a regras e compromissos explícitos, as autoridades monetárias devem preservar a condição de atuar de maneira discricionária, quando isso se fizer preciso. Ademais, a mera conquista de um baixo patamar para as taxas de inflação não é garantia de crescimento e desenvolvimento econômicos; a administração das taxas de câmbio deve ter como finalidade última metas *reais* de desempenho econômico, sobretudo o crescimento do produto e a geração de emprego. Para que se logre estabelecer para a taxa de câmbio um patamar competitivo e uma estabilidade relativa, mostra-se necessário, como visto, reduzir a volatilidade dos fluxos de capitais, adotando-se certas modalidades de controle na conta financeira numa tentativa de evitar a ação nociva do capital especulativo e reduzir os efeitos indesejáveis dos movimentos de *feast and famine* da economia internacional.

Esta não é, evidentemente, tarefa fácil e a análise da economia brasileira no período recente mostra que, independentemente do regime cambial adotado, as dificuldades para a manutenção de uma taxa de câmbio estável e competitiva são bastante grandes. Por vezes, esta busca acaba até mesmo sendo abandonada em benefício de outros objetivos de política econômica.

Referências Bibliográficas

- ARIDA, P. (2003) *Por uma moeda plenamente conversível*. In: Revista de Economia Política, v. 23, n. 3 (91), p. 135-142, jul-set.
- BELLUZZO, L. G. M. & CARNEIRO, R. M. (2003) *O mito da conversibilidade ou moedas não são bananas*. Suplemento 1 do Boletim Política Econômica em Foco, IE/Unicamp, maio/ago 2003.
- BIS (2005) *Foreign exchange market intervention in emerging market economies: an overview*. BIS Papers n° 24.
- BORDO, M. (2003). *Exchange rate regime choice in historical perspective*. NBER Working Paper 9654, April 2003
- BRADFORD Jr., C. (2005) *Prioritizing Economic Growth: Enhancing Macroeconomic Policy Choice*. UNCTAD, G-24 Discussion Paper Series No. 37, April 2005.
- CALVO, G. A; REINHART, C. M. (2000) *Fear of Floating*. NBER Working Paper, n.7993.
- CARNEIRO, R. (2006) *Globalização e inconvertibilidade monetária*. Texto para Discussão. IE/UNICAMP, n. 120, abr. 2006.
- _____. (2003) *A política macroeconômica da era FHC ao governo Lula: da trindade impossível à autonomia necessária*. In: Velloso, J. P. R. *Governo Lula: novas prioridades e desenvolvimento sustentado*. Rio de Janeiro: José Olympio.
- _____. (2002) *Desenvolvimento em crise: a economia brasileira no ultimo quarto do século XX*. São Paulo: Editora Unesp.
- CHESNAIS, F. (1994) *La mondialisation du capital*. Paris: Syros.
- COOPER, R. N. (1999) *Exchange rate choices*. Harvard Institute of Economic Research, Discussion Paper n.1877, July.
- DE CONTI, B. M. (2007). *Regimes cambiais em países emergentes: a experiência brasileira recente (1994-2006)*. Dissertação de mestrado. IE/Unicamp.
- DISYATAT, P & GALATI, G. (2005) *The effectiveness of foreign exchange intervention in emerging market countries*. BIS Paper n.24.
- DUTTAGUPTA, R *et alli*. (2005) *Moving to a flexible exchange rate: how, when, and how fast?* IMF, Economic Issues 38.
- EICHENGREEN, B; HAUSMAN, R. & PANIZZA, U. (2003) *Currency Mismatches, Debt Intolerance and Original Sin: Why they are not the same and why they matter*. NBER Working Paper 10036, October, National Bureau for Economic Research, Cambridge, MA.

- EICHENGREEN, B. (2000) *A Globalização do Capital: uma história do sistema monetário internacional*. São Paulo: Ed.34.
- _____. (1994) *International monetary arrangements for the 21st century*. The Brookings Institution, Washington DC.
- EPSTEIN, G. & SCHOR, J. B. (1990) *Macropolicy in the rise and fall of the Golden Age*. In: MARGLIN, S. & SCHOR, J. B. (orgs.) *The Golden Age of Capitalism*. Clarendon Press Oxford, 1990.
- FERRARI, F. & PAULA, L. F. (2006) *Regime cambial, conversibilidade da conta de capital e performance econômica: a experiência recente de Brasil, Rússia, Índia e China*. In: SICSÚ, J. & FERRARI, F. (org) *Câmbio e Controle de Capitais*. Rio de Janeiro: Elsevier
- FLASSBECK, H. (2001) *The Exchange rate: economic policy tool or market price?* UNCTAD Discussion Papers, n.157.
- FMI (2004) *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions*.
- FRANKEL, J. (2003) *Experience of and Lessons from Exchange Rate Regimes in Emerging Economies*. NBER Working Paper.
- FRENKEL, R. (2006) *An alternative to inflation targeting in Latin America: macroeconomic policies focused on employment*. JPKE, summer 2006, vol 28, n° 4, pp 573-591.
- _____. (2004) Real Exchange Rate and Employment in Argentina, Brazil, Chile and Mexico. Paper preparado para o G 24 (draft).
- FRENKEL, R. & TAYLOR, L. (2006) *Real Exchange Rate, Monetary Policy and Employment*. DESA Working Paper No. 19, February 2006.
- FRIEDMAN, M (1953) *The case for flexible exchange rates*. In: FRIEDMAN, M. *Essays in positive economics*. Chicago: University of Chicago Press.
- GRENVILLE, S. (2000) *Exchange rate regimes for emerging markets*. In: BIS Review 97.
- HERNÁNDEZ, L. & MONTIEL, P. (2001) *Post-Crisis Exchange Rate Policy in Five Asian Countries: Filling in the "Hollow Middle"?* FMI, Working Paper No.01/170.
- HOLLAND, M. (1998) *Taxas de câmbio e regimes cambiais no Brasil*. Tese de doutoramento, IE/Unicamp.
- KUCZINSKY & WILLIAMSON, J. (2004) *Depois do Consenso de Washington*. São Paulo: Ed. Saraiva.
- MOHANTY, M & TURNER, P. (2005) *Intervention: what are the domestic consequences?* BIS Papers n.24.
- MOLLO, M; SILVA, M. & TORRANCE, T. (2001) *Money and Exchange-Rate Regimes: theoretical controversies*. In: *Revista de Economia Contemporânea*, IE/UFRJ, jan/jun.

- NÁPOLES, P. R. (2000) *Alternative Theories of Real Exchange Rate Determination. A Case Study: The Mexican Peso and The US Dollar*. PhD Dissertation, New School for Social Research, New York.
- NOLAND, M. (2005) *South Korea's experience with international capital flows*, Institute for International Economics, January, 2005.
- OCAMPO, J. A. (2004) *A Broad View of Macroeconomic Stability*. Paper apresentado no Seminário "From the Washington Consensus Towards a New Global Governance", Universal Forum for Cultures, Barcelona, 24-25 September.
- PLIHON, D. (1996) *Desequilíbrios mundiais e instabilidade financeira: a responsabilidade das políticas liberais. Um ponto de vista keynesiano*. In: CHESNAIS, F. (org.) (1999) *A mundialização financeira: gênese, custos e riscos*. São Paulo: Ed. Xamã.
- _____. (1991). *Les taux de change*. Paris: La Découverte.
- PRATES, D. M. (2005) A literatura Convencional sobre Crises Financeiras nos Países Emergentes: os Modelos Desenvolvidos nos Anos 90.. Estudos Econômicos (IPE/USP), São Paulo-SP, v. 35, n. 2, p. 359-385, 2005.
- _____. (2002) *Crises financeiras nos países "emergentes": uma interpretação heterodoxa*. Tese de doutoramento. IE/Unicamp.
- RHEE, G & LEE, E. M. (2005) *Foreign exchange intervention and foreign exchange market development in Korea*. BIS Papers n.24.
- ROJAS-SUAREZ, L. (2004) *Política Monetária e Taxas de Câmbio: diretrizes para um regime sustentável*. In: KUCZINSKY & WILLIAMSON, J. *Depois do Consenso de Washington*. São Paulo: Ed. Saraiva.
- WILLIAMSON, J. (1993) *Exchange rate Management*. In: The Economic Journal, vol. 103, n 416.