

TEMPORARIAMENTE A FAVOR DO "CÂMBIO FLUTUANTE DEGENERADO"

*Octavio de Barros**

Há um consenso de que, frente à ausência de padrão monetário internacional estável e frente à profunda volatilidade dos movimentos privados de capitais em escala planetária, o mundo desenvolvido caminha na direção do retorno a algo que se assemelharia às taxas de câmbio fixas. Evidentemente, não se pode imaginar que venham a ser restaurados o padrão ouro (como desejam até hoje os soviéticos) ou as taxas rígidas de câmbio. Seria um contra-senso ou falta de realismo.

Os movimentos de capitais privados atingiram uma notável magnitude, bastante superior à capacidade de gestão de reservas por parte dos bancos centrais, e não seria fácil coibir tal mobilidade através de um retorno ao passado das taxas fixas. Não obstante, decerto muita coisa pode ainda ser feita com relação à instabilidade cambial, particularmente no que concerne à coordenação de políticas macroeconômicas das nações desenvolvidas. Ceticismos à parte, somente a convergência de políticas macroeconômicas (e não apenas fiscal e monetária) e uma certa equalização de institucionalidades econômicas seriam capazes de restringir os movimentos cambiais especulativos que dificultam o enfrentamento dos grandes constrangimentos da economia mundial.

Assim, mesmo vigindo o regime de taxas flutuantes, seria possível estreitar as possibilidades de valorização e de desvalorização especulativas das moedas nacionais dos países desenvolvidos. Isso não obsta a proliferação de sistemas monetários coordenados, semelhantes à serpente européia, que, mal ou bem, dão estabilidade às relações comerciais, financeiras e de investimento entre os países europeus.

Isso posto, reafirma-se como desejável que as relações econômicas internacionais convirjam na direção de maior estabilidade cambial como condição para o enfrentamento de outras questões econômicas mais relevantes. Quando Keynes, em Bretton Woods, propunha um padrão mone-

* Economista Senior do Instituto de Economia do Setor Público (IESP) e Professor do Instituto de Economia da UNICAMP.

tário novo, único e estável, já antevia os problemas derivados do fato de a moeda internacional ser a mesma moeda de uma ou de poucas nações líderes.

A experiência internacional também nos confirma que o câmbio é um dos preços mais importantes na economia e que os planos de estabilização exitosos em vários países foram viabilizados, em larga medida, pela possibilidade da estabilidade cambial. Só o câmbio estável, sinônimo de redução do constrangimento externo, pode indicar maior estabilidade aos demais preços da economia. A redução do constrangimento externo depende, por seu turno, de aportes externos importantes ou de redução significativa das transferências de recursos financeiros para o Exterior. Importa, portanto, manter um nível satisfatório de reservas e evitar que a economia seja refém permanente do problema externo. O prêmio interno a ser pago aos agentes melhor posicionados é demasiadamente alto para que não se implementem políticas que reduzam a vulnerabilidade externa. Assim, os argumentos que se seguem na análise do caso brasileiro pressupõem, obviamente, uma solução contundente e definitiva ao problema da dívida externa, perdendo validade caso isso não venha a ocorrer.

A experiência brasileira recente do câmbio flutuante deve, contudo, ser analisada com a responsabilidade de quem tem em mente as questões acima apresentadas. Ou seja, não se pode apenas optar por um raciocínio meramente convencional que tem na taxa de câmbio fixa o caminho para a estabilização definitiva. Concordar que todo processo de estabilização monetária depende de estabilidade cambial não pode mecanicamente ser confundido com uma necessidade imperiosa de taxas fixas ou administradas de câmbio. Estabilidade cambial não corresponde necessariamente a taxas de câmbio fixas ou administradas. As taxas de câmbio fixas podem ser, e freqüentemente se tornam, portadoras de profundas instabilidades nos países em desenvolvimento, na medida em que a razão privada aposta sempre na permanência do constrangimento externo, ou na vulnerabilidade frente aos pagamentos internacionais, ou, ainda, na mudança inexorável da taxa de câmbio. Ao primeiro sinal de dificuldades no terreno das exportações, sinalizadas pelas operações de fechamento de contratos de câmbio, os agentes antecipam-se na chamada "profecia autocumprida", quando passam a antecipar correções mais amplas na taxa de câmbio. Mais cedo ou mais tarde, e freqüentemente sem justificativas técnicas, o Governo sucumbe ao desiderato especulativo.

As expectativas de maxidesvalorizações ou mididesvalorizações cambiais são portadoras de tensões e, por si só, não abonam integral-

mente a prática de taxas de câmbio administradas enquanto terapia estabilizadora. Não é razoável supor que somente a estabilidade monetária permitiria a prática de taxas de câmbio flutuantes, a exemplo dos países centrais. Razoável seria supor que a prática de taxas de câmbio estáveis, sejam elas fixas ou flutuantes, pode favorecer a estabilização doméstica.

No caso recente brasileiro, quando se optou pela taxa flutuante de câmbio, por ocasião do Plano Collor I, estavam em jogo, basicamente, quatro alternativas. Mantinha-se a taxa de câmbio fixa (mantendo-se o sistema de "crawling peg" mais cedo ou mais tarde), ou criava-se a taxa dupla de câmbio (comercial e financeiro, ou produtos prioritários "versus" produtos não prioritários), ou, ainda, a taxa administrada, porém com uma "banda" livre semelhante ao Chile ou à Argentina até a dolarização recente, ou, finalmente, a taxa de câmbio flutuante, onde o Banco Central abre mão do jugo de administrá-la por decreto.

Não cabem, aqui, explicações mais detalhadas dos sistemas acima citados, porém vale lembrar as limitações e os problemas do sistema de minidesvalorizações, enquanto obstáculos ao realismo cambial (principal motivo de insatisfação dos investidores externos). A permanente tensão entre a necessidade de divisas para servir aos engajamentos externos e a tendência à valorização da moeda nacional para se evitar a hiperinflação é exemplo desses problemas e limitações. Quanto à taxa dupla ou tripla de câmbio, que a experiência internacional tampouco abona, é causadora de distorções difíceis de serem corrigidas mais tarde. Finalmente, as opções concretas estariam entre a taxa administrada com uma "banda" livre e a taxa flutuante, que permitiria ao BACEN intervir, como é feito em vários países.

O mérito da primeira opção é indiscutível do ponto de vista teórico, na medida em que compatibiliza uma administração da taxa com uma flexibilização via teto máximo e piso mínimo de flutuação possíveis e permitidos pela autoridade cambial. Seria, entretanto, do ponto de vista da saída de uma crise pré-hiperinflacionária, uma espécie de continuidade da política do "crawling peg", com a inovação de uma pequena "banda" livre de flutuação. Seria meritório e até mesmo desejável que tal sistema pudesse ter sido implantado; porém, no momento do primeiro choque do Governo Collor, essa opção seria percebida como praticamente idêntica ao sistema precedente, na medida em que o Banco Central continuaria indicando a taxa e seus limites de flutuação. A crítica a essa opção deve, portanto, ser feita não a ela em si, mas a ela naquele momento histórico do Plano Collor I.

No que concerne à opção pela taxa "totalmente" flutuante, independentemente de sua "degeneração" — resultado da intervenção de arbitragem do Banco Central —, foi percebida como uma profunda mudança pelos agentes que estiveram durante anos habituados a operar com o constrangimento cambial e a cobrar um prêmio alto por isso (lembrem-se pressões contra a moratória). Esses agentes, que são os mesmos que hoje se queixam da "taxa flutuante degenerada", além de perderem um flanco de pressão altamente remunerador (geralmente via taxa de juros doméstica), se deram conta de que o Governo estava disposto a mudar amplamente as regras do jogo. Vale lembrar que não faltaram elogios do setor exportador à aplicação de uma antiga reivindicação que era a taxa flutuante.

Dito de outra forma, depois de anos de profundo constrangimento cambial, que engendrava repercussões graves domesticamente, os agentes, diante do câmbio flutuante, tiveram, naquele momento, a certeza de que a política monetária e fiscal seria necessariamente austera. Isto porque ninguém, em sã consciência, deixaria solta a taxa de câmbio, saindo do limiar de uma hiperinflação, sem que se operasse um estrito aperto fiscal e monetário. Objetivavam-se, com a implantação da taxa flutuante, não necessariamente benefícios de curto prazo dessa medida, mas, sobretudo, o significado da mesma no que diz respeito ao conjunto de toda política macroeconômica. Nada mais ambiciosamente radical do que deixar o câmbio livre num contexto de fuga da moeda e de incertezas domésticas. Evidentemente, o aperto monetário, via política de contração da liquidez daquele momento do primeiro choque, impediria qualquer pressão sobre a taxa de câmbio, como se verificou. Com o passar dos meses, e caso o programa de estabilização fosse registrando bons resultados, as operações cambiais não seriam de maneira alguma afetadas pelo fato de o câmbio estar flutuando.

Com a volta da inflação, por motivações seguramente não cambiais, a taxa flutuante de câmbio passou a se tornar, na prática, uma taxa fixa de câmbio com as sucessivas intervenções do BACEN. Mesmo mantido o regime cambial flutuante, o Banco Central administrava a flutuação da taxa como se estivesse na prática, periodicamente, promovendo o "crawling peg" ou maxidesvalorizações e mididesvalorizações cambiais. A retomada da inflação a níveis de 20% ao mês não permitiria agir de outra forma. Essa administração precisaria ser feita, ou, então, promover-se-ia o retorno à taxa oficialmente administrada, ou à taxa fixa com as tradicionais minidesvalorizações.

Decidido o Plano Collor II, promovendo mais um choque deflacionário, colocava-se novamente a questão do regime cambial. É bem verdade

que este segundo plano revê com radicalidade uma série de questões tidas como fulcrais no primeiro. Foi o caso do aparato de controle de preços que havia sido desmantelado e, agora, foi restaurado, e o das políticas intervencionistas crescentes em vários flancos (crédito direcionado, reforma do sistema financeiro, política industrial, política salarial, etc). Pode-se até mesmo afirmar que a retórica neoliberal vem sendo progressivamente abandonada pela prática governamental após os resultados medíocres do primeiro plano da Gestão Collor.

Apenas dois pontos podem ser vistos como "perseverança" do Governo Collor: a desindexação e o câmbio flutuante. Ambos bastante relacionados. Uma volta ao câmbio fixo ou administrado seria a declaração de que a economia passaria a dispor de um indexador oficial. Da mesma forma, com uma indexação oficial assumida, ou seja, caso o Governo optasse pela reindexação (a exemplo dos planos precedentes que tentaram desindexar), possivelmente haveria menores motivos para manter o câmbio flutuante. Como a opção, corretamente, era a de insistir na não-indexação, como base fundamental na construção de uma moeda soberana, não haveria razões para oferecer aos agentes um belo indexador oficial, mesmo se eventualmente maquiado por uma "banda" livre.

É importante lembrar que, por detrás da opção pela taxa de câmbio flutuante, há também a crença na possibilidade de essa estratégia assegurar menores tensões por parte de investidores internacionais ou financiadores externos. Estes, em tese, não teriam razões para se preocupar com o retorno dos serviços dos fatores, agora sem a intervenção direta do Banco Central. Poderiam continuar se preocupando com os velhos créditos sujeitos à negociação, mas, aí, trata-se de contingenciamento de divisas e não diretamente do regime da taxa de câmbio. A esse propósito, vale ressaltar que é ilusão acreditar que o câmbio livre ou flutuante assegure aportes de créditos ou investimentos externos, porém não se pode, igualmente de forma ingênua, imaginar que a taxa livre ou flutuante não favoreça os eventuais investimentos ou financiamentos internacionais que porventura tenham interesses em negócios no Brasil. O não-controle direto do Banco Central é visto como supressão de contingenciamentos de divisas, por mais sutil que seja essa noção. Sabe-se que os investimentos externos dependem da dinâmica econômica interna e não, fundamentalmente, do regime de taxa de câmbio. Afinal, o Brasil, que foi o maior receptor de investimentos diretos do Mundo em desenvolvimento até o início dos anos 80, o fez praticando taxas de câmbio administradas ou fixas.

Isso acima é apresentado porque a opção pela taxa flutuante, além das razões expostas da não-indexação, reflete a tentativa de evitar obstaculizar ainda mais o processo de maior inserção internacional da economia brasileira. Sabe-se perfeitamente que uma inserção adequada e soberana não depende de taxa de câmbio, mas, sim, de estratégias claras e definidas de opções de políticas macroeconômica, industrial e social. Não obstante, seria perigoso negligenciar o fato de que um eventual retorno à taxa de câmbio fixa ou administrada significaria um retrocesso ou recuo (que se adicionaria aos outros) na política econômica do Plano Collor I, mas, sobretudo, um retrocesso na política de abertura internacional da economia brasileira. Um retorno à taxa fixa de câmbio seria atestar a incapacidade de continuar promovendo um maior grau de exposição da economia e, de certa forma, significaria continuar tentando promover um ajustamento externo passivo. Seria um recuo que poderia ser percebido como a volta de políticas casuísticas e um retorno a uma gestão indexada e, portanto, passiva da questão externa.

Pode-se dizer que a dolarização direta ou indireta da economia se manteria, hoje, mais presente num regime de taxas fixas ou administradas do que no atual de taxas flutuantes. Estratégias defensivas nesse momento (e o retorno às taxas fixas seria visto assim) seriam indicadores de desistência de construção de uma moeda soberana. Insistir na indexação da economia, seja ela monetária, seja cambial, é assumir que não há interesse em se construir uma moeda soberana. Os contra-argumentos relativos ao risco de dolarização com o regime de câmbio flutuante são frágeis, na medida em que o dólar, mesmo no auge da instabilidade pré-hiperinflacionária, sempre se revelou um péssimo indexador de contratos, não mantendo nenhuma relação com os índices de preços.

Insistir na preservação das taxas flutuantes, nesse momento, pode ser visto como positivo frente à outra alternativa. Ou seja, é a melhor opção hoje, podendo não ser a melhor opção num futuro onde já se tenha conquistado a estabilização monetária. Pode parecer um paradoxo, mas uma vez estabilizada a economia brasileira e construída uma moeda nacional, "depois do colapso da ordem monetária" poder-se-iam permitir operações em regime de taxas fixas com "bandas" de flutuação e, até mesmo, construir novas serpentes monetárias com países parceiros, de economias igualmente estabilizadas, ou tentar, no futuro, participar das que já existem, como resposta à crise do padrão monetário internacional.

Para finalizar, vale ressaltar que o fato de a taxa de câmbio flutuante, atualmente existente no Brasil, estar fazendo as vezes de

uma verdadeira taxa de câmbio fixa, ou, ainda, de se tratar de uma "taxa flutuante degenerada", não desqualifica a opção de se continuar operando temporariamente dentro desse sistema, pelo menos até a consolidação da estabilização inflacionária. A política econômica do Governo, no regime de taxas flutuantes (no preciso momento histórico brasileiro), obriga-se mais a ser disciplinada do ponto de vista fiscal e monetário do que se obrigaria no regime de taxas fixas e de indexação. Os agentes econômicos, além de terem mais certeza de que o Governo não "pode brincar com fogo", ou seja, praticar uma política monetária e fiscal frouxa, percebem que há uma válvula de escape potencial permanentemente disponível, mesmo que não venham a lançar mão dela. O Governo conta com essa válvula de escape como garantia da credibilidade na política firme de estabilização monetária.

A relação custo/benefício da estabilização cambial via "taxas flutuantes degeneradas" deve ser vista como baixa frente à alternativa que seria o retorno, nesse momento, a taxas fixas. A capacidade de arbitragem do Banco Central, adquirindo as divisas do exportador e ouro no mercado internacional e vendendo internamente, impede a deterioração do nível de reservas (o que é primordial). A sustentação no tempo desse tipo de arbitragem pode consolidar um processo de estabilização cambial requerido pela estabilização monetária, e não o contrário, ou seja, a espera de uma não menos artificial estabilização cambial, via câmbio fixo, como capaz de assegurar a estabilização monetária.

A experiência argentina de desistência do esforço de construção de uma moeda soberana não pode, de maneira alguma, ser vista como um desaguadouro natural do curso dos acontecimentos no Brasil, pelo menos se não se operar com perseverança na busca de credibilidade cambial.