

# 14

## POLÍTICA CAMBIAL

Neste livro afirmamos que o rápido crescimento econômico e o *catching up* exigem a neutralização da tendência à sobrevalorização cíclica e crônica da taxa de câmbio. Essa sobrevalorização tem uma causa estrutural, associada ao valor da taxa de câmbio (a doença holandesa), e causas decorrentes das “três políticas habituais” relacionadas ao preço da taxa de câmbio (política de crescimento com poupança e endividamento externo, política de elevadas taxa de juro, e política âncora cambial contra a inflação), além de estar permanentemente ameaçada por fortes entradas de capitais, que exigem o controle de capitais. No Capítulo 13 discutimos a neutralização da doença holandesa; neste capítulo discutimos, mais amplamente, a política cambial necessária para evitar a valorização da moeda nacional. Esta política tem como objetivo neutralizar não apenas a doença holandesa mas a tendência à sobrevalorização cíclica e crônica da taxa de câmbio; envolve, portanto, além de neutralizar a doença holandesa, rejeitar formal e claramente as três políticas habituais que apreciam a taxa de câmbio.

Esta política cambial tem duas fases: a primeira, envolvendo uma desvalorização *once and for all*, visa colocar a taxa de câmbio a flutuar em torno do equilíbrio industrial; a segunda, envolvendo a manutenção da taxa de câmbio nesse nível através da contínua neutralização da doença holandesa proporcionada por um imposto variável sobre as exportações das commodities que a originam e pela rejeição das três políticas.

Como o objetivo mais geral da política cambial é manter a taxa de câmbio de mercado flutuando em torno do equilíbrio industrial ou competitivo, isso significa que o objetivo é obter um superávit em conta-corrente no longo prazo, porque, como já vimos, em um país que tem doença holandesa a taxa de câmbio que é compatível com o equilíbrio industrial é mais depreciada do que a taxa de câmbio de equilíbrio corrente – aquela que garante o equilíbrio intertemporal da conta-corrente de um país. O superávit é contraintuitivo, porque os países em desenvolvimento têm um menor estoque de capital do que os países ricos; mas a maneira de aumentar esse estoque de capital não é

com uma moeda sobrevalorizada, mas com uma moeda competitiva, que uma elevada taxa de investimento exige. Para alcançar esse superávit em conta-corrente, o país precisa neutralizar a doença holandesa usando um imposto de exportação e precisa rejeitar políticas que apreciam a taxa de câmbio e provocam déficits em conta-corrente, as políticas de tentar crescer com endividamento externo e usando a taxa de câmbio como âncora monetária. Se um país adotar uma alíquota de imposto proporcional à gravidade da doença holandesa e a neutralizar, mas não rejeitar políticas que estão associadas ao consumo imediato ou ao populismo cambial, a taxa de câmbio não será competitiva e as empresas competentes do país não conseguirão competir.

Na discussão da política cambial, partimos de duas hipóteses: a primeira, que as exportações e importações são elásticas em relação à taxa de câmbio – isto é, a condição Marshall–Lerner está satisfeita; e a segunda, que o regime cambial não é nem fixo nem totalmente flutuante, mas está e deve estar sujeito a um regime de câmbio flutuante administrado. Os economistas ortodoxos rejeitam a ideia de administrar a taxa de câmbio, ou seja, de ter uma política cambial, porque, contra todas as evidências, acreditam que o mercado a regula satisfatoriamente, e porque usam o “triângulo das impossibilidades” de Mundell para concluir que a política cambial não é possível ou não deveria ser adotada. Mas na verdade, tanto os países ricos quanto os países em desenvolvimento administram suas taxas de câmbio.

Em relação à condição Marshall–Lerner, assumimos que a demanda de exportações não é inelástica – que, se a moeda nacional se desvalorizar (isto é, se o custo das mercadorias estrangeiras aumentar com relação ao custo dos bens domésticos), haverá um efeito-quantidade positivo sobre a balança comercial porque as exportações aumentarão, mas será compensado por um efeito-custo ou efeito-preço negativo sobre essa mesma balança comercial, pois o custo das importações será maior; se o efeito-líquido sobre a balança comercial será positivo ou negativo dependerá de o efeito-quantidade ou efeito-renda superar o efeito-preço. Nossa hipótese é que o efeito-quantidade supera o efeito-custo a médio prazo. Os exportadores não são capazes de aumentar imediatamente suas vendas no exterior em resposta à desvalorização da moeda nacional, particularmente no caso dos produtos manufaturados. Há sempre um hiato de cerca de três anos – o tempo necessário para os exportadores e importadores se organizarem para exportar ou importar. Além disso, no caso de uma valorização da taxa de câmbio, os exportadores resistirão durante algum tempo a demitir trabalhadores, enquanto tentam redirecionar a produção para o mercado interno. Mas essa tática é de curta duração porque os importadores acabarão se apoderando do mercado interno, primeiramente o mercado de bens intermediários e depois o mercado de bens finais – o oposto do processo de substituição das importações. No caso tanto de uma revalorização como de uma desvalorização, as quantidades exportadas ou importadas levam algum tempo para responder. No caso das exportações, essa é a chamada hipótese da histerese, ou curva J. Os importadores levam menos tempo do que os exportadores para responder

por que não têm de conquistar novos mercados externos; o que eles costumam fazer é transformar suas empresas em distribuidoras de importações dos bens que costumavam fabricar ou, em outras palavras, transformar suas empresas em maquilas.

Neste capítulo discutimos, primeiro, o triângulo das impossibilidades; em segundo lugar, a consequente e falsa alternativa polarizada “fixo ou flutuante”; em terceiro lugar, as “não políticas”, ou a rejeição das políticas que provocam a valorização da taxa de câmbio; e finalmente a política cambial, distinguindo as políticas negativas (que prescrevem evitar certas ações) das políticas positivas que os Estados e seus bancos centrais usam para administrar a taxa de câmbio no contexto de um regime flutuante.

### O triângulo das impossibilidades

Pode um país ter uma política cambial? A teoria econômica neoclássica nega essa possibilidade a partir do triângulo das impossibilidades ou trilema de Robert Mundell. De acordo com esse raciocínio ou silogismo econômico é impossível promover simultaneamente com sucesso uma política cambial, uma política de taxa de juros ou política monetária e uma política de mobilidade (perfeita) do capital que resulta da abertura financeira. Os países podem buscar uma combinação de duas dessas políticas, nunca de todas as três. Assim, concluem Mundell e a ortodoxia liberal, tendo em vista que a política monetária ou política de taxa de juros é imprescindível, e que a plena mobilidade do capital é, além de desejável, inevitável porque os países não têm condições de controlar as entradas e saídas de capitais, os governos devem renunciar à política cambial. Se, por exemplo, um país que adota um regime de livre flutuação cambial e decide aumentar sua taxa de juros ao mesmo tempo em que controla as entradas e saídas de capital, haverá uma forte pressão pela entrada de capitais que desejam aproveitar essa taxa de juros maior e, em consequência, a taxa de câmbio se apreciará – o que não estava nos planos do governo.

O raciocínio é lógico, mas será que é verdadeiro? Para responder a essa pergunta é preciso, primeiro, assinalar que o trilema de Mundell é um perfeito exemplo do que chamamos de “silogismo econômico”. Não é um modelo histórico que reflete e generaliza a experiência histórica, mas apenas uma demonstração lógica na qual, na premissa já está incluída a conclusão. Ora, de modelos hipotético-dedutivos como esse não é legítimo derivar políticas econômicas, porque isso levaria o país a incorrer no “vício ricardiano” de Schumpeter.<sup>1</sup> Em segundo lugar, nada impede que os países façam compromissos entre as duas políticas. Não se pode dizer que um país que não leva o trilema ao pé da letra, mas faz compromissos entre as duas políticas, não atingirá seus objetivos

<sup>1</sup> Schumpeter acreditava que derivar políticas da teoria seria um vício. Ele não restringiu o vício aos silogismos econômicos; nós estamos fazendo isso.

de estabilidade e crescimento, porque essa conclusão não se sustenta empiricamente. Os países combinam controles de capital, política cambial e política de taxa de juros porque, ao fazer isso, obtêm maior crescimento e maior estabilidade.

### Fixo ou flutuante?

Quando observamos o comportamento real de praticamente todos os países, vemos que, formalmente, fazem flutuar suas taxas de câmbio, mas na verdade eles as administram de alguma forma. Isso já era verdade antes da crise financeira global de 2008, e ainda mais depois dela, quando o FMI finalmente aceitou controles de capital. Para os países pequenos, e às vezes para os grandes, a opção mais simples de política cambial é atrelar a moeda nacional a uma moeda mais forte, como fez a França em relação à Alemanha na década de 1980. Uma alternativa, que se tornou comum entre os países em desenvolvimento num passado recente, foi vincular a taxa de câmbio à inflação – estabelecer um *currency peg* ou sistema de minidesvalorizações. Essa era uma maneira de manter a taxa de câmbio constante em termos reais, mas era uma maneira inflacionária, uma vez que envolvia uma indexação que poderia acabar transformando a inflação convencional em inflação inercial, como aconteceu no Brasil na década de 1980.

A política de administrar a taxa de câmbio é vista como um “pecado” ou uma agressão pelos altos sacerdotes da ortodoxia econômica e os países ricos, como uma política de “empobrecer o seu vizinho”; por isso, nenhum país reconhece que estava fazendo isso. Antes da crise de 2008, a decisão formal da Malásia de controlar os fluxos de capital após a crise financeira de 1997 foi uma exceção. De acordo com os economistas liberais ou ortodoxos, a taxa de câmbio não deve e não pode ser administrada. Se um país tentar administrá-la, argumentam, cometerá uma sucessão de erros de política. Ficará envolvido em desvalorizações competitivas que provocarão inflação e, ao mesmo tempo, consolidará uma baixa produtividade. Isso pode acontecer; a política cambial como a de juros e a fiscal tem problemas. Mas é geralmente correta, porque se deixar a taxa de câmbio flutuar livremente, o país caminhará para o desastre – para sobrevalorização de longo prazo da taxa de câmbio e, no final, à crise financeira. Se quisermos entender o enorme sucesso dos países do leste da Ásia desde a Segunda Guerra Mundial, se quisermos saber seu *segredo* de política econômica, poderemos pensar em muitas respostas, mas a principal é que eles adotam uma política cambial cujo objetivo é muito simples: manter a taxa de câmbio competitiva e evitar déficits em conta-corrente. Para os países em desenvolvimento, a taxa de câmbio, quando combinada com a austeridade fiscal, é essencialmente uma ferramenta para o crescimento econômico, em primeiro lugar porque, ao neutralizar a tendência à sobrevalorização da taxa de câmbio, garante estabilidade ao balanço de pagamentos e, em segundo lugar, porque garante que empresas

competentes tenham acesso à demanda, ou seja, prevejam bons lucros, claramente acima do custo do capital, e decidam investir.

Esta não é a visão habitual da questão, e certamente não é o que a ortodoxia liberal começou a pregar no início da década de 1990. Antes disso, o FMI estava pouco à vontade com os déficits em conta-corrente. Mas a partir do início da década de 1990, quando a hegemonia neoliberal alcançou seu apogeu, a ortodoxia liberal, que incluía, por definição, o FMI, começou a propor que os países em desenvolvimento deveriam promover o crescimento com poupança e endividamento externo, ou seja, crescimento *com* endividamento. Assim, o FMI deixou de se preocupar com a eventualidade de crises de balanço de pagamentos causadas pelo excessivo endividamento internacional. Antes dos anos 1990, o procedimento padrão adotado pelo FMI quando um país enfrentava uma crise de balanço de pagamentos era impor um ajuste fiscal e exigir a desvalorização da taxa de câmbio. A partir da década de 1990, a segunda parte desse procedimento padrão foi abandonada, ou porque a desvalorização causaria inflação se a taxa de câmbio fosse fixa, ou porque o mercado automaticamente cuidaria do problema se a taxa de câmbio fosse flexível. O fato de o mercado não ter tomado conta do problema, e de, ao contrário, ter causado o problema através de uma sobrevalorização artificial da taxa de câmbio, não foi levado em conta. Ou melhor, só passou a ser levado em conta depois da crise financeira global de 2008.

Na realidade, a opinião comumente aceita minimiza o fato de que os fluxos de capital grandes e instáveis se tornaram extremamente perigosos para os países em desenvolvimento e, conseqüentemente, também para os países ricos. Examinando esse fenômeno, Rogério Studart (2004) argumenta que esse tipo de instabilidade foi desencadeado pela abrupta e negligente integração dos mercados financeiros, que provocou os desequilíbrios macroeconômicos e financeiros dos anos 1990, particularmente na América Latina – uma região que adotou sem reservas a estratégia de crescimento com poupança e endividamento externo. Os ingressos excessivos de capital criam pressão para revalorizar a moeda nacional. Por outro lado, Studart, embora na época não estivesse informado sobre a existência de nosso modelo sobre a elevada taxa de substituição da poupança interna pela poupança externa, observou que o consumo, não o investimento, estava crescendo na América Latina após a abertura das contas de capital e o surto de investimento externo direto.

Quais são as opções restantes para os países em desenvolvimento, tendo em vista os grandes fluxos de capital que caracterizam o sistema global atualmente? Em sua discussão dessa questão, Barry Eichengreen (2004) observa que a crise asiática de 1997 e seus efeitos sobre a América Latina e a Europa Oriental convenceram muitos observadores de que um regime de taxas de câmbio relativamente fixas ou *soft currency pegs* são sujeitas a crises e que os mercados emergentes devem adotar maior flexibilidade cambial. Mas ele não se satisfaz com essas duas opções e busca uma terceira: admitir maior flexibilidade para a taxa de câmbio e adotar uma política de metas de inflação

como substituto para a âncora cambial que é inerente a um regime de câmbio fixo. Em uma nota de rodapé, Eichengreen reconhece que outra opção, o câmbio fixo ajustável (*adjustable peg*), pode ser viável para países com controles de capital, como mostrou a experiência da China e da Malásia.

## Política cambial

A política cambial novo-desenvolvimentista pode ser classificada em três tipos: a política estrutural, que opera sobre o valor da moeda estrangeira (a neutralização da doença holandesa), e as políticas que agem sobre a oferta e a procura de moeda: as políticas convencionais ou de livro-texto, a política de controle de capitais e a rejeição ou não de políticas econômicas habituais que apreciam a moeda nacional. Começemos pelas políticas cambiais convencionais; são duas políticas. A mais geral é a política monetária ou de taxa de juros, que afeta a taxa de câmbio na medida em que as mudanças na taxa de juros atraem ou afastam fluxos de capital. A outra política cambial convencional é o Banco Central comprar ou vender reservas externas para, respectivamente, desvalorizar (ou limitar a desvalorização) ou apreciar a moeda nacional. Quando o Banco Central faz política monetária, quando aumenta ou reduz a taxa de juros, está fazendo política cambial: está provocando a valorização ou a desvalorização da taxa de câmbio. O mesmo se aplica à política fiscal. Quanto mais expansionista a política fiscal, mais altas têm de ser as taxas de juros para financiar a dívida pública, e a taxa de câmbio se apreciará. Assim, se o país estiver comprometido com a neutralização da tendência à sobrevalorização cíclica e crônica da taxa de câmbio, deverá ter uma política fiscal prudente ou conservadora. Quando os formuladores de políticas definem como meta um determinado superávit primário que mantenha sob controle a relação dívida pública-PIB, e, para isso, aumentam a taxa de juros, além de controlar o endividamento público eles estão determinando a taxa de câmbio. Se o governo abandonar a meta de superávit primário, essa relação exibirá uma trajetória crescente ao mesmo tempo em que o aumento das entradas de capitais leva à valorização cambial. Os déficits públicos resultantes exigirão que a taxa de juros suba para sustentar a demanda por títulos do Tesouro – o que provocará a valorização da taxa de câmbio, além de exigir a esterilização da oferta monetária para mantê-la sob controle.

A relação entre política fiscal e política cambial se expressa na hipótese dos déficits gêmeos: déficits ou superávits primários apareceriam juntamente com déficits ou superávits em conta-corrente. Se o Estado estiver gastando mais do que arrecada, o país como um todo deveria também estar gastando mais do que recebe. Mas essa simples correlação é falsa. Frequentemente vemos países com orçamentos públicos equilibrados e déficits em conta-corrente significativos, e essa combinação é explicada pelo fato de que esses países têm uma moeda sobrevalorizada. A hipótese dos déficits gêmeos

presume que as taxas de câmbio sejam equilibradas no longo prazo – algo que sabemos bem que não é verdade.

A política de controle de capitais – de restringir não a saída mas a entrada de capitais – é de livro-texto ou convencional apenas para os economistas keynesianos; os neoclássicos a rejeitam, ou a rejeitavam até a crise financeira global de 2008. Os controles de capital não são totalmente eficazes; os agentes econômicos sempre encontram maneiras de contorná-los parcialmente. Mas isso não significa que não devam ser utilizados. Graças ao controle de entradas os governos logram limitar a valorização da taxa de câmbio cujas causas são meramente especulativas. Já em relação aos controles de saída visando limitar a “fuga de capitais” – essa é uma política que faz pouco sentido para uma teoria que demonstra que os países em desenvolvimento e principalmente os de renda média devem apresentar um superávit ou, no mínimo, o equilíbrio de sua conta-corrente. Países que sigam essa orientação não apresentarão fragilidade financeira, muito menos crises de balanço de pagamentos, e, portanto, não ficarão sujeitos ao problema da fuga de capitais. O crescimento com estabilidade financeira exige, além de responsabilidade fiscal (em termos keynesianos), responsabilidade cambial. Países só recorrem a controles de saída de capitais quando adotaram políticas econômicas irresponsáveis e se endividaram em moeda estrangeira.

Não estamos dando mais ênfase à política de controle de capitais neste livro – não lhe estamos dedicando mais do que dois parágrafos, não porque não seja uma política importante e necessária, mas porque ela não apresenta novidade. Já era defendida por Keynes e os economistas pós-keynesianos a vem estudando com profundidade. Como economistas pós-keynesianos e novo-desenvolvimentistas, estamos tão a favor dos controles de capital como a favor de uma firme regulação do sistema financeiro, porque rejeitamos a abertura financeira e a teoria que a justifica, a “hipótese dos mercados eficientes”. Conforme assinalou Fernando Cardim de Carvalho (2006: 263) dois anos antes da crise financeira global de 2008, “talvez o maior progresso, do ponto de vista teórico, do debate dos últimos anos sobre controles de capital tenha sido a percepção de que a mesma discussão teórica em relação à necessidade de regulação e supervisão financeiras se aplica à questão dos controles de capital”.

A política cambial estrutural é a política de neutralização da doença holandesa; é a política de, através de um imposto sobre a exportação de commodities, tornar iguais o equilíbrio corrente e o industrial. Uma vez neutralizada a doença holandesa, o governo precisa *manter* a taxa de câmbio flutuando em torno do equilíbrio industrial ou competitivo. Para isso, além de manter e administrar o imposto (porque ele deve ser variável, variando com o preço das commodities), e de se usar as políticas convencionais já referidas, o governo deve adotar como sua política a rejeição das políticas habituais e equivocadas que apreciam a taxa de câmbio. O governo precisa, portanto, adotar um conjunto de políticas *negativas*, precisa decidir não adotar as políticas habituais que geralmente adotam. São políticas perversas que têm um impacto direto sobre a taxa de

câmbio. Nós as discutimos quando analisamos as políticas que estão por trás da tendência à sobrevalorização cíclica e crônica da taxa de câmbio: (1) a política de crescimento com endividamento (“poupança”) externo, que ignora a alta taxa de substituição da poupança interna pela poupança externa; (2) a adoção de um nível alto de taxa de juros (em torno do qual a taxa de câmbio real flutuará, de acordo com a política monetária), justificada pela “necessidade” de controlar a inflação ou pelo objetivo de atrair capital estrangeiro, ou pelo objetivo de evitar a “repressão financeira”; e (3) o uso da taxa de câmbio como âncora para manter a taxa de inflação na meta. A soma dessas políticas é o populismo cambial – a preferência pelo consumo imediato em prejuízo do desenvolvimento econômico. A primeira coisa que um governo novo-desenvolvimentista deve fazer é suspender essas políticas, de modo a (a) não mais buscar crescer com déficits em conta-corrente; (b) a “manter a taxa de juros em um nível moderado, só um pouco acima do nível internacional da taxa de juros”, e realizar sua política monetária tendo como referência esse nível relativamente baixo de juros; e (c) não usar a taxa de câmbio como âncora contra a inflação. Em síntese, não praticar o populismo cambial ou não revelar alta preferência pelo consumo imediato.

## Resumo

Argumentamos neste livro que a taxa de câmbio e o déficit em conta-corrente são as duas variáveis-chave para a macroeconomia do desenvolvimento. Desse modo, além das políticas fiscal e monetária, um país em desenvolvimento precisa ter uma política cambial ativa. Em termos amplos, isso engloba uma política estrutural, uma política de rejeição de políticas que apreciam o câmbio como a política de crescimento com poupança ou endividamento externo e a política de âncora cambial para controlar a inflação, e um conjunto de políticas convencionais ou de livro-texto como a compra e venda de reservas e o controle de capitais, principalmente o controle da entrada de capitais.

## Questões

1. Qual é a diferença entre neutralizar a tendência à sobrevalorização cíclica e crônica da taxa de câmbio e neutralizar a doença holandesa?
2. O que é o triângulo das impossibilidades? É possível evitá-lo? Como?
3. Qual é a relação entre política fiscal e cambial?
4. Qual é a relação entre política monetária e cambial?
5. Qual é a relação entre a política de crescimento com poupança externa e a política cambial?