

Uma Proposição de Regime Cambial para a Economia Brasileira

1. Introdução

O Plano Real conseguiu debelar o processo inflacionário persistente da economia brasileira, porém a “armadilha do câmbio” gerou sérias restrições macroeconômicas, quais sejam, elevada fragilidade externa e desequilíbrio fiscal crônico, causado pelo crescimento acelerado da dívida pública. Além do mais, a economia brasileira foi alvo de contágio e sofreu uma sucessão de crises, tais como as ocorridas no México (1994/1995), no Leste Asiático (1997), na Rússia (1998), sua própria (1999) e mais recentemente na Argentina (2001/2002). Essas crises contagiaram a economia brasileira, haja vista a percepção dos agentes econômicos de que (i) há uma elevada vulnerabilidade externa da economia brasileira, conseqüência da necessidade de financiar os déficits do balanço de pagamentos em transações correntes, (ii) a economia continua estagnada posto que, apesar da mudança do regime cambial, em janeiro de 1999, e da introdução do regime de *metas de inflação*, em junho do mesmo ano, não ocorreu uma melhora significativa nos indicadores macroeconômicos relacionados à atividade econômica, e (iii) o Banco Central do Brasil tem adotado uma política monetária restritiva, pressionando, assim, tanto o déficit público quanto à dívida pública. Todos esses fatores, enfim, têm contribuído para uma permanente situação de instabilidade macroeconômica.

Diante do atual contexto de vulnerabilidade externa, desequilíbrio fiscal – causado tanto pela elevada taxa de juros quanto pela volatilidade acentuada da taxa de câmbio – e da estrutura implementada para o regime de *metas de inflação*, os principais efeitos decorrentes da atual política econômica são: (i) restrição ao crescimento econômico, via preço do crédito – taxa de juros – além da influência negativa sobre as expectativas dos empresários; e (ii) aumento da dívida pública devido às sucessivas elevações das taxas de juros e das desvalorizações cambiais que se constituem nos principais indexadores dos papéis governamentais. Nesse sentido, surge a seguinte questão: como deve ser articulada a política econômica de maneira que as restrições macroeconômicas atualmente existentes, sobretudo as de natureza externa, deixem de ser obstáculos para que a economia brasileira retome seu ciclo de crescimento econômico auto-sustentável em um contexto de estabilização monetária?

Buscar uma resposta para a referida pergunta, é o objetivo central deste artigo. As atenções, todavia, voltar-se-ão para a restrição externa da economia brasileira. Nesse particular, depois de uma análise teórica sobre a dinâmica de regimes cambiais e as implicações desses sobre a política macroeconômica para países suscetíveis a crises cambiais, a idéia consiste em apresentar uma proposição de regime cambial para a economia brasileira que vise mitigar seus constrangimentos externos recentes, especificamente a partir do Plano Real.

Para tanto, além desta breve introdução, o capítulo está dividido em 4 seções: na seção seguinte, é realizada uma análise do regime de câmbio flexível para países emergentes; a seção subsequente apresenta uma estratégia de regime cambial para reduzir e/ou eliminar a volatilidade das taxas de câmbio e dos movimentos de capitais nos países emergentes; a proposição de um regime cambial do tipo *crawling peg* para a economia brasileira, cuja implementação exigiria a existência de uma taxa real de câmbio inicial sub-desvalorizada e a adoção de controles de capitais, é o que se discute na seção seguinte; e, finalmente, são apresentadas as principais conclusões.

2. Regime de câmbio flexível e fluxos de capitais para países emergentes

2.1. Fundamentos

O modelo Mundell-Fleming estabelece as condições nas quais é possível avaliar os resultados das políticas monetária e fiscal sob regime de câmbio fixo ou flexível, supondo-se mobilidade de capitais plena, ausente ou parcial¹.

A política usualmente definida como ideal para países emergentes (IMF, 2002) seria aquela representada por um mercado de capitais com elevado grau de abertura e, portanto, onde a mobilidade de capitais estivesse próxima da plena, e um regime de câmbio flexível. Nesse modelo, considera-se que os ativos financeiros (títulos) domésticos são substitutos perfeitos dos títulos internacionais. Assim, a paridade da taxa de juros doméstica com a taxa internacional definiria a eficácia da política monetária. Uma expansão monetária reduziria a taxa de juros doméstica abaixo da taxa internacional, levando a uma fuga de capitais, com uma conseqüente desvalorização cambial, cujos efeitos positivos sobre as transações correntes – redução das importações e elevação das exportações – acabariam provocando uma expansão na demanda agregada, o que faz elevar a taxa de juros doméstica até que o equilíbrio global do balanço de pagamentos seja restabelecido. Efeitos simétricos são obtidos para uma política monetária restritiva. Vale observar que, nessas circunstâncias, a política fiscal é totalmente inoperante.

Essa dinâmica do modelo Mundell-Fleming é alterada quando se relaxam duas das mais restritivas hipóteses deste arcabouço, quais sejam, a instantaneidade do ajuste das transações correntes e a estabilidade das expectativas em relação à taxa de câmbio.

No caso de haver mudanças nas expectativas em relação ao comportamento da taxa de câmbio, a determinação da taxa de juros tem de incluir a expectativa de desvalorização (valorização) cambial – isto é, o chamado cupom cambial – visto que os agentes vão exigir uma remuneração maior (menor) face ao risco cambial. Partindo do pressuposto que os investidores são neutros em relação ao risco e considerando que os títulos domésticos e internacionais são substitutos perfeitos, a condição de equilíbrio no mercado de câmbio passa a ser definida pela seguinte fórmula, denominada na literatura econômica como paridade descoberta da taxa de juros:

$$(1) i = i^* + e^e,$$

em que i = taxa de juros doméstica, i^* = taxa de juros internacional e e^e = expectativa de desvalorização cambial.

Se as expectativas de desvalorização cambial forem regidas pela desvalorização esperada (ou indicada) pelos contratos futuros de câmbio, a taxa de juros doméstica é então determinada por:

$$(2) i = i^* + e^f,$$

sendo e^f a expectativa de desvalorização embutida ou, mais precisamente, a desvalorização contratada no mercado futuro de câmbio.

Nestas circunstâncias, supondo dada a taxa de juros internacional – visto que o país emergente não é capaz de promover alterações nessa taxa – e considerando um regime de

¹ As hipóteses do Modelo Mundell-Fleming são as seguintes: (i) País pequeno; (ii) Inexistência de uma defasagem temporal entre a ocorrência de um choque e a realização dos ajustamentos; (iii) Capacidade ociosa em conformidade com a tradição keynesiana; (iv) Condição de Marshall-Lerner satisfeita – isto é, uma desvalorização cambial promove um aumento das exportações líquidas; e (v) As expectativas dos agentes econômicos são estáveis. Veja, para tanto, Mundell (1963) e Fleming (1962).

câmbio flexível, quando ocorre uma divergência entre a taxa de juros doméstica – tal como definida acima – e a taxa internacional, ocorre uma entrada (saída) de capitais que ocasiona uma valorização (desvalorização) da taxa de câmbio, eliminando, assim, a diferença entre os retornos doméstico e internacional. Tal comportamento introduz um risco cambial que, associado aos movimentos da taxa de câmbio, pode mitigar parcialmente a entrada ou saída de capitais, mantendo em aberto o diferencial de taxa de juros. Esse elemento de risco produz também um outro resultado: no caso de uma elevada aversão ao risco por parte dos aplicadores externos em relação ao comportamento da taxa de câmbio ou ao risco de *default*, há uma pressão na taxa de juros doméstica, visto que essa passa a incorporar os prêmios de risco requeridos, dificultando não apenas a execução da política monetária, como também a efetivação de gastos de investimento.

É importante mencionar que o resultado acima não considera os vários outros determinantes dos fluxos de capitais, nem tampouco faz qualquer hipótese a respeito do comportamento do balanço de pagamentos. A rigor, o modelo sugere que o balanço de pagamentos estará sempre em equilíbrio, sendo o ajuste em direção ao equilíbrio feito via taxa de juros ou flutuação cambial.

No entanto, quando se analise de forma detalhada a estrutura do balanço de pagamentos, nota-se que o regime de câmbio flexível impõe uma série de restrições ao ajuste do balanço de pagamentos, em especial nos países emergentes. Por um lado, dado o fato que esses países são relativamente pequenos, quando existe um diferencial positivo entre a taxa de juros doméstica e a taxa internacional que não é explicado pelas expectativas de desvalorização – somado a um baixo grau de risco associado a uma mudança na taxa de câmbio – o influxo de recursos acaba se mostrando demasiado, obrigando a adoção de políticas internas de esterilização que, em um contexto de forte valorização da moeda nacional, acaba tendo efeitos perversos sobre as transações correntes. Por outro lado, a apreciação cambial resultante da entrada de capitais é usualmente seguida por uma forte desvalorização, à medida que o próprio ciclo de valorização, ao deteriorar o saldo em transações correntes, engendra expectativas cada vez mais acentuadas de valorização, o que, muitas vezes, acontece em conjunto com políticas de elevação de juros nos países centrais. Dessa forma, ocorre um movimento de saída de capitais para o exterior, o qual gera uma forte depreciação do câmbio, sancionando as expectativas anteriores. Assim, uma vez que as exportações líquidas não reagem de forma imediata à depreciação do câmbio nominal e real – em função do chamado *efeito da Curva J* – o país, também, passa a experimentar um período de fragilidade no seu balanço de pagamentos, fato que só colabora para realimentar as expectativas de desvalorização aludidas.

Os efeitos de tais ciclos sobre as economias emergentes são inequívocos. Nas fases de forte entrada de capitais externos e valorização da moeda doméstica, o banco central é muitas vezes obrigado a utilizar políticas de esterilização, aumentando as suas reservas através da emissão de dívida pública, a fim de evitar os impactos de tais recursos sobre a base monetária e o nível geral de preços do país. No entanto as operações de esterilização causam uma série de problemas. O primeiro problema é que essas operações podem dificultar o próprio ajuste do balanço de pagamentos. Com efeito, a esterilização impede a queda da taxa de juros doméstica em resposta à entrada de capitais, mantendo dessa forma o incentivo à entrada de capitais de curto-prazo. O segundo problema é que tais operações geram um grande custo fiscal para o Tesouro devido ao diferencial entre os juros que o mesmo paga sobre os títulos emitidos (taxa de juros doméstica) e os juros recebidos pela aplicação das reservas internacionais no exterior (taxa de juros internacional). Um terceiro

problema é que, dado o tamanho relativamente pequeno do mercado financeiro doméstico em comparação com os fluxos de capitais, a esterilização tende a se tornar efetiva ao longo do tempo.

À medida que a entrada de capitais aumenta, cresce a tensão entre o desejo das autoridades de, por um lado, conter a inflação e, por outro, manter uma taxa de câmbio competitiva e estável. Quando os sinais de superaquecimento (*overshooting*) aparecem e os investidores tornam-se cada vez mais atentos à tensão entre os dois objetivos da política econômica, uma mudança no sentimento de mercado pode ocorrer, levando a uma súbita reversão nos fluxos de capitais.

Durante a fase de saída de capitais haverá uma forte pressão inflacionária devido ao impacto sobre os preços da depreciação da taxa nominal de câmbio (*efeito pass-through*). Por outro lado, a saída de capitais obriga o banco central a (re)comprar títulos do mercado – e, com isso, a expandir a oferta de moeda – sancionando, assim, as pressões inflacionárias.

Tal quadro cria um ambiente por demais instável para as economias emergentes que, após as crises, são obrigadas a restabelecer a credibilidade em suas economias por meio de políticas convencionais de modo a mitigar a crise no balanço de pagamentos e evitar um aprofundamento do ciclo recessivo (Carstyens, 1998, p.378). Pode-se concluir, portanto que

“[c]apital internacional tem tido um papel importante nas crises das economias de mercado emergentes, acelerando o colapso dos regimes cambiais e reduzindo substancialmente os graus de liberdade de ações das autoridades monetárias locais. Quando as crises surgem, as autoridades monetárias têm uma perda completa de credibilidade. A política macroeconômica, ao invés de desempenhar suas funções de sustentação do nível de atividade, tem sido desenvolvida para restaurar a credibilidade das autoridades monetárias. Isso é, contrariamente à experiência dos países industriais, políticas fiscais e monetárias [não] são utilizadas de maneira pró-cíclica como naqueles países” (Idem, p. 379).

Neste sentido, como mostram Goldfajn e Olivares (2001), a combinação entre uma forte integração (ou grau de abertura) financeira com o resto do mundo, grande instabilidade de financiamento e um regime de câmbio flexível fazem com que o ajuste do balanço de pagamentos através de variações na taxa de câmbio seja particularmente difícil no caso dos países em desenvolvimento.

Apesar dos problemas enfrentados pelo regime de câmbio flexível nos países emergentes, autores como Eichengreen afirmam que (1994, *apud* Batista Jr., 1998)², “por causa do crescente volume de ativos líquidos e da maior mobilidade internacional do capital, a tendência é no sentido de uma polarização dos regimes cambiais factíveis, com crescente inviabilidade dos regimes intermediários que envolvem a fixação de metas cambiais explícitas. (...) Os países serão cada vez mais obrigados a optar entre dois sistemas básicos: a) a flutuação cambial administrada, que já é o regime cambial dos principais países desenvolvidos desde o início dos anos 70; b) a unificação monetária ou regimes que se aproximem disso, como o *currency board*”.

A argumentação convencional para as dificuldades enfrentadas pelos países emergentes

² Este argumento é defendido, também, por Corden (1994, pp.292-306).

é, via de regra, atribuir o comportamento volátil do financiamento externo à adoção de políticas irresponsáveis (Caramazza e Aziz, 1998). Essa argumentação, no entanto, desconsidera que a natureza do capital que tende a aportar nas economias emergentes é especulativa, curto-prazista, voltada basicamente para a obtenção de ganhos de arbitragem. Além disso, a própria crise gerada pelo movimento de saída de capitais tende a levar a adoção de políticas de expansão da demanda agregada, que não são vistas como restauradoras da credibilidade.

A implementação de um regime de livre flutuação e ampla mobilidade de capitais, ainda que apoiada por uma política econômica responsável ou crível – no sentido definido no Consenso de Washington – torna os países emergentes reféns dos humores e da lógica curto-prazista de acumulação destes capitais. O resultado do binômio câmbio livre e mobilidade de capitais é que, embora não possam ser *isoladamente* responsabilizados pelas crises recorrentes que acometem tais economias, eles atuam como fatores que desestabilizam e potencializam estas crises.

2.2. Comportamento dos fluxos de capitais

A análise do comportamento dos fluxos de capitais para os países emergentes permite visualizar a instabilidade de seu comportamento mencionada anteriormente. A Tabela 1 abaixo mostra o comportamento do fluxo de capitais dos países emergentes como um todo durante o período 1994-2003. O que se observa é uma redução substantiva do fluxo de entrada de capitais após 1997, quando as crises da Ásia e da Rússia já haviam ocorrido. A tabela também mostra que o chamado investimento em *portfolio* apresentou um elevado grau de instabilidade, passando de um total líquido de US\$ 113,0 bilhões em 1994 para -US\$ 42,6 bilhões em 2001. As estimativas para os anos de 2002 e 2003 corroboram esta leitura. Os efeitos da elevada volatilidade dos capitais externos também se fazem sentir no comportamento das reservas, cuja variação (negativa) é quase o dobro neste período.

A observação do comportamento por região mostra que, em termos do investimento privado em *portfolio*, o chamado hemisfério ocidental apresentou a pior variação, saindo de um total de US\$ 65,0 bilhões em 1994 para nada menos que -US\$ 2,2 bilhões em 2001. Neste sentido, é curioso notar que a Ásia apresenta um desempenho significativamente superior em termos do comportamento do investimento em *portfolio*, fato que mostra que a credibilidade da política não é o único fator a influenciar o fluxo de capitais para as economias emergentes.

Tabela 1
Economias Emergentes: Fluxo de Capitais Líquido¹ (US\$ Bilhões)

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Total²										
Fluxo de capitais privados líquidos ³	151,7	211,5	228,8	102,2	62,1	84,8	29,4	24,9	62,4	64,9
Investimentos diretos privados líquidos	80,6	98,2	114,4	141,7	153,6	164,0	158,0	172,1	151,3	160,9
Investimentos de <i>Portfolio</i> Privados líquidos	113,0	42,7	90,2	46,7	-0,1	34,3	-4,3	-42,6	-3,0	-4,0
Outros fluxos de capitais privados líquidos	-41,9	70,5	24,1	-86,2	-91,5	-113,4	-124,3	-104,6	-85,9	-91,9
Fluxo oficial líquidos	3,5	26,5	-2,3	68,3	69,9	12,2	0,2	15,4	20,6	18,2
Mudanças nas reservas ⁴	-68,9	-118,2	-108,1	-68,8	-48,2	-87,9	-113,2	-119,9	-146,6	-129,7
Conta corrente ⁵	-71,6	-91,1	-96,5	-69,1	-52,3	34,1	128,4	94,7	61,3	41,7
África										
Fluxo de capitais privados líquidos ³	14,3	12,7	11,9	9,4	11,6	15,1	6,1	6,9	8,8	8,9
Investimentos diretos privados líquidos	3,0	1,9	3,6	7,8	6,4	9,3	7,7	22,3	11,8	10,1
Investimentos de <i>Portfolio</i> Privados líquidos	3,6	2,5	2,8	7,0	3,7	8,2	-2,2	-9,0	-1,0	-1,3
Outros fluxos de capitais privados líquidos	7,8	8,3	5,5	-5,4	1,5	-2,5	0,6	-6,4	-2,0	0,1
Fluxo oficial líquidos	3,2	4,1	-3,6	2,0	3,3	0,7	1,7	1,3	1,0	0,4
Mudanças nas reservas	-5,3	-2,5	-7,9	-11,1	2,5	-3,5	-13,3	-12,7	-4,7	-8,4

Países emergentes da Ásia⁶										
Fluxo de capitais privados líquidos ³	70,3	96,9	122,1	7,1	-45,9	6,8	-12,9	16,7	31,6	7,9
Investimentos diretos privados líquidos	44,7	52,6	53,4	56,8	59,7	61,2	54,2	47,1	58,7	59,0
Investimentos de <i>Portfolio</i> Privados líquidos	20,8	22,7	32,8	7,3	-17,9	14,4	4,3	-13,5	0,7	-9,7
Outros fluxos de capitais privados líquidos	4,7	21,6	35,9	-56,9	-87,7	-68,8	-71,4	-16,8	-27,8	-41,3
Fluxo oficial líquidos	3,2	4,5	-12,4	16,9	26,1	4,4	5,1	-5,7	-1,4	3,3
Mudanças nas reservas ⁴	-57,8	-43,3	-46,9	-15,4	-67,4	-78,9	-48,7	-84,7	-97,4	-67,8
Hong Kong RSA										
Fluxo de capitais privados líquidos ³	-4,1	-3,5	-7,1	11,7	-8,5	1,0	4,2	-5,1	-10,4	-10,9
Leste Europeu e Turquia⁷										
Fluxo de capitais privados líquidos ³	15,7	9,9	7,2	15,0	9,1	0,2	-22,4	-48,4	-19,6	-9,4
Investimentos diretos privados líquidos	4,8	6,5	4,8	5,5	6,5	5,5	7,9	10,8	8,8	11,5
Investimentos de <i>Portfolio</i> Privados líquidos	7,6	2,0	1,8	-0,9	-13,2	-3,2	-13,7	-22,0	-9,8	-6,6
Outros fluxos de capitais privados líquidos	3,3	1,4	0,6	10,4	15,8	-2,1	-16,7	-37,1	-18,6	-14,4
Fluxo oficial líquidos	3,5	4,5	6,6	9,3	3,0	2,1	0,4	6,6	8,8	4,7
Mudanças nas reservas ⁴	-4,7	-11,6	-22,2	-19,4	9,7	-6,3	-27,0	-6,7	-10,8	-10,4
Hemisfério Ocidental										
Fluxo de capitais privados líquidos ³	47,1	43,5	64,9	69,3	72,7	49,7	48,6	22,8	10,3	26,5
Investimentos diretos privados líquidos	22,8	24,2	40,3	56,1	60,1	64,1	64,7	66,9	40,4	45,6
Investimentos de <i>Portfolio</i> Privados líquidos	65,0	0,8	39,5	25,9	22,3	11,9	4,7	-2,2	1,0	7,6
Outros fluxos de capitais privados líquidos	-40,7	18,5	-14,9	-12,7	-9,8	-26,3	-20,8	-41,9	-31,1	-26,7
Fluxo oficial líquidos	4,7	19,2	4,7	14,9	16,0	1,5	-3,5	21,1	15,8	14,6
Mudanças nas reservas ⁴	4,0	-23,3	-28,9	-13,5	8,4	7,9	-2,5	1,2	-3,3	-16,5
Países em Transição										
Fluxo de capitais privados líquidos ³	4,3	48,4	22,6	1,3	14,6	13,0	10,0	26,8	31,2	31,1
Investimentos diretos privados líquidos	5,3	13,1	12,3	15,5	20,9	23,9	23,4	25,1	31,5	34,7
Investimentos de <i>Portfolio</i> Privados líquidos	16,1	14,6	13,3	7,5	5,0	2,9	2,6	4,2	6,1	6,0
Outros fluxos de capitais privados líquidos	-17,1	20,7	-3,0	-21,6	-11,3	-13,8	-16,0	-2,5	-6,4	-9,6
Fluxo oficial líquidos	-11,2	-5,8	2,3	25,3	21,4	3,6	-3,6	-7,9	-3,6	-4,8
Mudanças nas reservas ⁴	-5,1	-37,5	-2,2	-9,5	-1,4	-7,1	-21,7	-17,1	-30,5	-26,7
Exportadores de Petróleo										
Fluxo de capitais privados líquidos ³	18,6	23,4	-4,8	-9,6	-5,4	-28,5	-53,3	-43,6	-31,4	-24,8
Não-exportadores de Petróleo										
Fluxo de capitais privados líquidos ³	133,2	188,0	233,6	111,8	67,4	113,4	82,7	68,6	93,8	89,8

Notas: (1) Fluxo de capitais líquidos compreende investimento direto líquido, investimento líquido em carteira e outros fluxos de investimentos de curto e longo prazo, incluindo empréstimos públicos e privados. Países emergentes incluem países em desenvolvimento, países em transição, Coreia, Singapura, Taiwan e Israel; (2) Exclui Hong Kong RSA; (3) Por causa das limitações de data, "outros fluxos privados de capital" podem incluir alguns fluxos oficiais; (4) Sinal negativo significa um aumento; (5) A soma do saldo de conta corrente, fluxo de capitais privados líquidos, fluxos oficiais líquidos e mudanças nas reservas são iguais, com o sinal invertido, à soma da conta financeira e de capital, mais erros e omissões; (6) Inclui Coreia, Singapura e Taiwan; (7) Inclui Israel e Malta.

Obs: Os dados referentes a 2003 são projeções do IMF.

Fonte: IMF (2002).

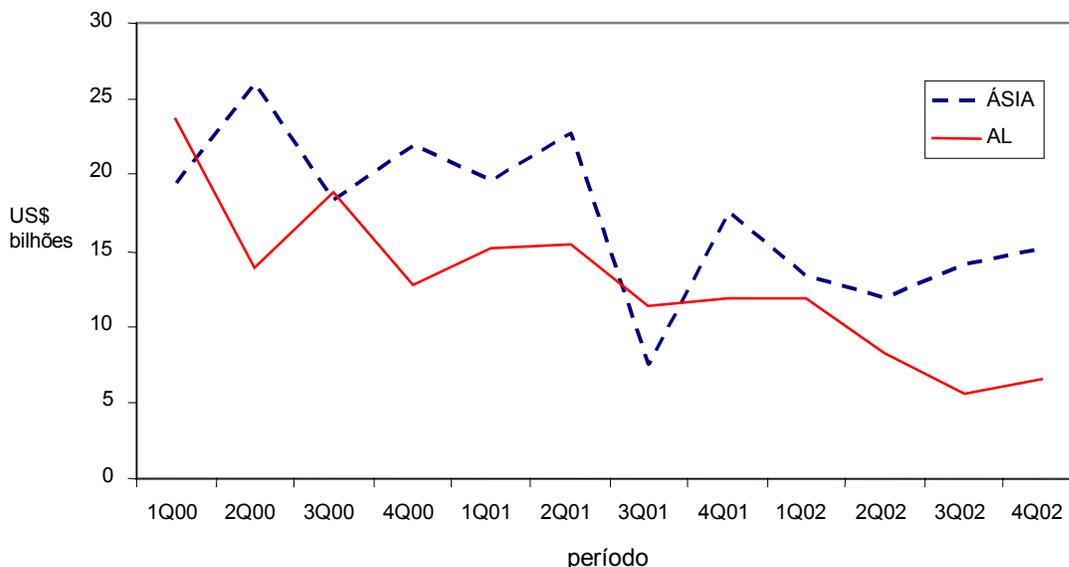
Não obstante, instituições como o Fundo Monetário Internacional (FMI) insistem em observar que a piora observada nos fluxos de capitais nos últimos anos está mais intimamente relacionada a aspectos específicos dos países emergentes do que em reconhecer um componente fortemente especulativo e desestabilizador nos mesmos. O FMI, descrevendo a deterioração observada nos mercados emergentes, afirma que tal comportamento

“tem refletido parcialmente maiores riscos e contágio, porém os fatores específicos de um país – incluindo as incertezas políticas e o discernimento sobre a dinâmica da dívida – *têm desempenhado um importante papel*” (IMF, 2002, p. 17, grifos nossos).

Em termos de emissões líquidas de títulos (*bonds*, *equities* e empréstimos

sindicalizados), a América Latina apresentou uma piora de performance significativa nos últimos três anos, saindo de um total emitido de US\$ 69,0 bilhões em 2000 para US\$ 32,4 bilhões em 2002 (IMF, 2003, p. 36). O Gráfico 1 abaixo mostra nitidamente a queda nas emissões observadas nas principais regiões emergentes, bem como deixa evidente o pior desempenho da América Latina em todo o período considerado.

Gráfico 1
Emissões De Títulos E Empréstimos - Ásia E América Latina - 1Q00-4Q02



Fonte: Dados brutos, IMF (2003).

Evidentemente, tal comportamento não pode ser atribuído apenas ou principalmente a problemas de credibilidade das políticas locais, revelando, mais uma vez, o caráter eminentemente especulativo dos capitais que são destinados aos países emergentes.

3. Estratégias para redução da volatilidade de capitais para países emergentes

A instabilidade do comportamento dos fluxos de capitais para os países emergentes, com seus impactos danosos acima analisados, coloca como questão central o tipo de regime cambial a ser utilizado por tais economias. Como a história das crises recentes demonstrou, os problemas do regime de câmbio flexível não devem ser resolvidos adotando-se um regime de câmbio fixo (ou semi-fixo)³. Nesse sentido, conforme sugerem Caramazza e Azis (1998, p. 16),

“[p]ermitir a apreciação gradual da taxa de câmbio para acomodar pressões de elevação parece ser o caminho para manter a estabilidade econômica no longo prazo. Além do mais, ao permitir que a taxa de câmbio se ajuste como resposta ao ingresso de capitais, os *policymakers* podem influenciar as expectativas do mercado. Em particular, os *policymakers* podem fazer com que os participantes

³ Obstfeld e Rogoff (1995) mostram que poucos regimes de câmbio fixo duram mais que 5 anos.

do mercado tenham conhecimento do risco que eles enfrentam – apreciações cambiais podem ser seguidas por depreciações. Esse elevado conhecimento dos riscos da taxa de câmbio pode inibir alguma ação mais especulativa de capitais de curto prazo, reduzindo, portanto, a necessidade de ajustes corretivos”.

Carstens (1998, pp. 379-380), também, propõe que a saída para a redução da volatilidade que é dirigida aos mercados emergentes passa pela adoção de uma série de medidas outras que não o retorno para o regime de câmbio fixo. Dentre elas, a redução da vulnerabilidade de suas economias a mudanças significativas dos preços internacionais das mercadorias por elas exportadas, por meio da diversificação da base exportadora e de sistemas produtivos, adotando regimes mais abertos para o comércio e investimento (direto, não em *portfolio*). Ademais, sugere a utilização mais intensa de instrumentos de *hedge* contra a flutuação no preço das *commodities* e a criação de um fundo para estabilizar o efeito-renda derivado das flutuações de preço dessas mercadorias.

Grenville (2000, p. 60) também sugere a utilização de controles de capital, que poderiam variar do modelo adotado pelo Chile (quarentena) até o modelo utilizado por Singapura, que limitou a capacidade dos bancos domésticos de emprestar para não-residentes em moeda nacional, dificultando a tomada de posições vendidas na moeda doméstica pelos especuladores. Adicionalmente, sugere a adoção de controles prudenciais a fim de (i) limitar as oportunidades para os residentes tomarem emprestado em moeda estrangeira e (ii) manter uma forte restrição à capacidade dos bancos de abrir posições em moeda estrangeira ou elevar sua exposição em moeda estrangeira através dos empréstimos indexados à taxa de câmbio.

4. Regimes cambiais em contexto de moeda não conversível, fragilidade externa e volatilidade de capitais: uma análise para a economia brasileira

4.1. A irrelevância do modelo Mundell-Fleming para economias emergentes

Conforme foi visto no início da Seção 2, o ponto central do modelo Mundell-Fleming, consiste em determinar qual o regime cambial que um país deve adotar para que sua política econômica doméstica (fiscal e monetária) seja eficaz; ou seja possa influenciar o nível de produção e de emprego. As conclusões extraídas da literatura mostram que, por um lado, o regime de câmbio fixo possui a vantagem de reduzir os custos de transação e o risco cambial. Nesse regime a política fiscal é apenas parcialmente eficaz uma vez que o controle do déficit público é fundamental para a manutenção do regime de câmbio fixo. Não obstante, há a desvantagem de implicar a perda de autonomia da política monetária. Por outro lado, no caso de um regime de câmbio flexível, a política monetária pode ser usada para expandir os níveis de renda e emprego, ainda que esteja sujeita as dificuldades impostas pela volatilidade dos fluxos de capitais. Dessa forma, uma análise com base no modelo Mundell-Fleming sugere adoção de um regime de câmbio flutuante; haja vista que seria o único regime compatível com algum grau de autonomia para a política monetária.

Como visto, as economias emergentes possuem uma série de características que não são levadas em conta pelo modelo Mundell-Fleming, a saber: (i) moedas não conversíveis, (ii) grande volatilidade nos fluxos de capitais externos e (iii) recorrência e persistência dos déficits em transações correntes. Tais fatos, como notado acima, fazem com que a operação de um regime de câmbio flutuante esteja associada à uma grande volatilidade da taxa

nominal de câmbio, a qual, por um lado, inibe os investimentos em capital fixo ao aumentar o risco cambial das operações de importação de bens de capital. Por outro lado, essa volatilidade cambial obriga o Banco Central a operar com taxas de juros nominais e reais elevadas para impedir o *repasse* da depreciação do câmbio para os preços, principalmente em países que adotam o sistema de *metas de inflação*. Essa política monetária apertada desestimula o crescimento ao impedir que a demanda agregada acompanhe a expansão da capacidade produtiva, redundando, assim, em grande capacidade ociosa, a qual serve como um freio para novas decisões de investimento.

Tais problemas são particularmente relevantes no caso da economia brasileira cuja política econômica é regida, desde 1999, pelo sistema de *metas de inflação*⁴, visto que o referido regime significou não apenas uma mudança na âncora nominal – do câmbio para a política monetária – mas, também, uma restrição adicional à retomada do crescimento econômico, uma vez que a política monetária passou a ter como único objetivo a estabilidade de preços. Nesse sentido, para que a política monetária possa contribuir para a retomada do crescimento econômico se faz necessária a adoção de políticas que diminuam a volatilidade dos fluxos de entrada e saída de capitais externos. Isso poderia ser conseguido através de uma política de incentivo às exportações líquidas – conforme será observado adiante – e pela adoção de controles de capitais, os quais dariam maior autonomia a condução da política monetária, permitindo a obtenção do binômio estabilidade de preços e expansão do nível de atividade econômica (Davidson, 1992).

Isto posto, o passo seguinte desta seção consiste em apresentar uma proposição, à luz da teoria keynesiana, de regime cambial para a economia brasileira de maneira que a dependência externa seja reduzida e o crescimento econômico sustentado seja assegurado. Isto é, ciente de que a economia brasileira encontra-se vulnerável e fragilizada externamente, qual deve ser o regime cambial ideal para que seja possível manter a inflação sob controle e, simultaneamente, expandir o nível de atividade econômica? A questão é pertinente, visto que a volatilidade da taxa de câmbio acaba afetando o Produto Interno Bruto (PIB) – a desvalorização gera uma pressão contracionista sobre o PIB, pois, se por um lado há um efeito positivo da competitividade externa, por outro há um efeito negativo que é o empobrecimento das empresas endividadas (passivos dolarizados) em dólar ou moeda forte – e a própria dinâmica inflacionária. Nesse sentido, defender a taxa real de câmbio é imprescindível para dirimir a vulnerabilidade e fragilidade financeira externa. Para tanto, o regime cambial não pode prescindir de um sistema de câmbio administrado e de controle de capitais, conforme veremos a seguir.

4.2. Vulnerabilidade e fragilidade externa da economia brasileira a partir do Plano Real

Dois são os legados do Plano Real: por um lado, ele conseguiu debelar o processo

⁴ Nunca é demais mencionar que no regime de *metas de inflação*, o objetivo principal da política monetária é a estabilidade de preços. Nesse sentido, duas são as condições básicas para que o referido regime funcione adequadamente: por um lado, o banco central tem que ser capaz de conduzir a política monetária de maneira relativamente independente; e, por outro, o banco central deve ter ciência de quais são os mecanismos de transmissão da política monetária, os *lags* de tempo e a natureza dos choques a que a economia está sujeita. Sobre o regime de *metas de inflação*, veja, por exemplo, Bernanke *et alli* (1999).

inflacionário crônico da economia brasileira; e, por outro, a “armadilha do câmbio”⁵ gerou sérias restrições macroeconômicas, quais sejam, elevada fragilidade externa e desequilíbrio fiscal crônico, causado pelo crescimento acelerado da dívida pública. Diante do atual contexto de vulnerabilidade externa, risco intertemporal de insolvência fiscal e de regime de *metas de inflação*⁶, voltemos nossa atenção para a questão formulada no último parágrafo da introdução desta seção: qual é o regime cambial mais adequado para a economia brasileira para que voltemos a experimentar um novo ciclo de prosperidade? Em outras palavras, como deve ser articulado o regime cambial para que tenhamos um equilíbrio externo⁷ compatível com a estabilidade e o crescimento auto-sustentável.

Antes de respondermos à pergunta acima, é importante um breve histórico sobre a estratégia de estabilização de preços no período pós-Real. Via de regra, programas de estabilização econômica baseados em âncora cambial e liberalização comercial e financeira têm mostrado que, no primeiro momento, há uma queda abrupta da taxa de inflação acompanhada por uma apreciação substancial da taxa de câmbio⁸. A taxa real de câmbio aprecia-se como resultado da diferença entre os preços domésticos e internacionais em um contexto no qual a taxa nominal de câmbio mantém-se relativamente estável, resultando em déficits no balanço de pagamentos em conta corrente. Normalmente, esses déficits são acompanhados pela entrada de capital, não somente para financiar os referidos déficits, mas, também, para estabilizar o volume das reservas internacionais.

O Plano Real não pode ser descontextualizado das mudanças ocorridas no mundo globalizado do século XX ao longo dos anos 80 e, principalmente, dos anos 90, que se caracterizam pelas (i) abertura comercial, (ii) desregulamentação dos mercados financeiros e, por conseguinte, mobilidade dos capitais, (iii) reforma patrimonial, concentrada nas privatizações, e aceitação universal da lógica do mercado, (iv) inovações tecnológicas e (v) limitação das políticas macroeconômicas keynesianas. Pois bem, no início dos anos 1990, indo ao encontro das referidas mudanças observadas no mundo global, o governo brasileiro abriu sua economia, liberou seu mercado financeiro e implementou um programa de privatizações, entre outras medidas. Criaram-se, então, as condições para que fosse arquitetado um plano de estabilização monetária consistente com as experiências e programas de estabilização alicerçados tanto em âncoras nominais, especialmente cambiais, quanto na liberalização comercial e financeira que lograram êxito em reduzir abruptamente a taxa de inflação.

⁵ Por “armadilha do câmbio”, entende-se a situação na qual a sobrevalorização da taxa de câmbio, entre julho de 1994 e dezembro de 1998, aliada à abertura comercial, início dos anos 1990, resultou em recorrentes e crescentes desequilíbrios do saldo em transações correntes. Esses, por sua vez, foram financiados pelo ingresso de capital internacional, predominantemente volátil, atraído pela elevada taxa de juros doméstica. A contrapartida da elevação da taxa de juros foi o crescimento da dívida pública, pressionando, assim, o desequilíbrio do setor público.

⁶ É importante mencionar que os efeitos da política de *metas de inflação*, na forma como foi implementado no Brasil, não poderiam ser outros, tais como (i) restringe o crescimento econômico, por meio do preço do crédito – taxa de juros – bem como influencia negativamente as expectativas dos empresários e (ii) eleva a dívida pública.

⁷ Por equilíbrio externo entende-se a situação na qual a economia seja menos dependente de capital externo e a taxa real de câmbio seja relativamente estável.

⁸ Uma dependência por fluxos de capitais internacionais causa, entre outros problemas, a apreciação da taxa real de câmbio e, por conseguinte, o crescimento dos desequilíbrios comerciais que acabam deixando o país em uma situação de crescente vulnerabilidade externa, como foi analisado na seção 2.

A política antiinflacionária do Plano Real foi implementada em três etapas: na primeira, buscou-se o ajuste fiscal de curto prazo; em seguida, objetivou-se o ajustamento dos preços relativos; e, por fim, realizou-se a reforma monetária – introdução do *real* como moeda de curso legal – e adotaram-se as âncoras monetária e cambial.

A terceira etapa do Plano Real, que é a relevante para os objetivos desta análise, caracterizou-se pela reforma monetária: substituição do *cruzeiro real* pelo *real* como meio de troca, unidade de conta e reserva de valor. Tal reforma, por sua vez, veio acompanhada por medidas que estabeleceram regras de emissão monetária e definiram a paridade máxima entre o *real* e o *dólar* americano. Assim sendo, a reforma monetária foi alicerçada pelas âncoras monetária e cambial: por um lado, a âncora monetária foi articulada para conter o ímpeto da economia no curto prazo – consequência imediata e previsível quando há uma mudança substancial no regime inflacionário – e, mais tarde, principalmente após a crise mexicana, quando foi adotado um regime cambial *a la crawling-peg*, a taxa de juros ficou condicionada à manutenção do referido regime, tornando-se o instrumento essencial para financiar os desequilíbrios externos da economia brasileira⁹. Por outro, a âncora cambial teve por objetivo estabilizar o nível de preços interno.

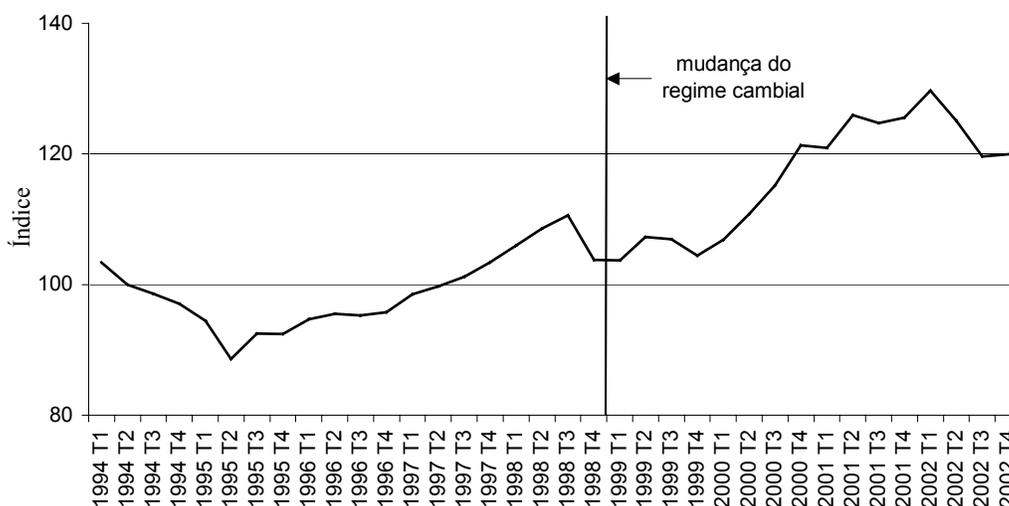
Como era esperado, o efeito da queda abrupta da inflação, após a reforma monetária de julho de 1994, ocasionou uma expansão do consumo, principalmente de bens duráveis, impulsionando, assim, o nível de atividade econômica no curto prazo. Uma vez que o binômio redução da inflação e crescimento do PIB, em um primeiro momento, gerou uma pressão por monetização da economia, as autoridades monetárias, então preocupadas tanto em manter as metas fixadas para a expansão monetária quanto com a possibilidade de que houvesse uma “bolha de consumo” semelhante à experimentada durante a execução do Plano Cruzado, resolveram controlar a oferta de moeda via, sobretudo, a elevação das reservas compulsórias dos bancos comerciais. O resultado da medida consubstanciou-se na elevação da taxa básica de juros, principalmente ao final de 1994.

A consequência da elevação da taxa de juros, em um contexto de liberalização financeira, foi o influxo de capital de *portfolio*, ocasionando, assim, a apreciação da taxa de câmbio. É importante lembrar que a apreciação da taxa de câmbio poderia ter sido evitada, caso as autoridades monetárias não tivessem optado pelo sistema da banda cambial assimétrica, quando da introdução do *real*¹⁰. O Gráfico 2 apresenta a evolução da taxa real de câmbio no período pós-Real.

⁹ É importante mencionar que a âncora monetária do início do Plano Real mostrou-se inexecutável, devido ao processo de remonetização pós-estabilização, o que fez com que as regras monetárias fossem deixadas de lado a partir de 1995.

¹⁰ Pela sistemática de banda cambial assimétrica, o Banco Central comprometer-se-ia a intervir no mercado de câmbio caso o *real* se desvalorizasse em relação ao *dólar*, porém deixaria o referido mercado atuar livremente caso ocorresse uma apreciação da taxa de câmbio.

Gráfico 2
Taxa Real de Câmbio, IPC/dólar, Pós-Real (1994-T2 =100,0)



Nota: T2 significa segundo trimestre.

Fonte: NAPE/CPGE/UFRGS.

Com base no gráfico 2, observam-se três movimentos da taxa real de câmbio no período 1994-2002. Entre o terceiro trimestre de 1994 e o segundo trimestre de 1995, houve uma forte e rápida apreciação da taxa real de câmbio, resultado direto das metas monetárias restritivas implementadas no início do Plano Real; a partir da adoção do sistema de *crawling peg*, em maio de 1995, a taxa real de câmbio iniciou um processo lento e gradativo de depreciação, tendo chegado em dezembro de 1998 ao nível prevaecente no início do plano real; e, finalmente, a partir da mudança do regime cambial em janeiro de 1999, a taxa real de câmbio ocorreu um movimento contínuo de depreciação da taxa nominal de câmbio.

A expansão da demanda de curto prazo, característica típica das fases de estabilização de preços, e a apreciação cambial resultaram na reversão imediata dos saldos comerciais do balanço de pagamentos: entre janeiro e junho de 1994, o saldo comercial foi de aproximadamente US\$ 6,9 bilhões, ao passo que no segundo semestre de 1994 o saldo da balança comercial ficou ao redor de US\$ 3,5 bilhões, representando, assim, uma queda de 51,0%. Conforme mostra a Tabela 2, a deterioração da balança comercial, no período pós-Real, é incontestável: entre 1990 e 1994 a balança comercial acumulou um superávit da ordem de US\$ 60,0 bilhões, enquanto no período 1995/2000 o déficit comercial acumulado ficou ao redor de US\$ 24,0 bilhões¹¹.

Tabela 2
Balanço de Pagamentos (BP), 1994-2002, US\$ Bilhões

Período	BC		BPTC	IC	IL	RBP
	X	M				
1994	43,5	33,1	(1,7)	14,3	7,3	12,9

¹¹ A partir de 2001, todavia, a balança comercial voltaria a ser superavitária: entre janeiro de 2001 e dezembro de 2002 as exportações líquidas acumularam um saldo positivo de, aproximadamente, US\$ 15,7 bilhões.

1995	46,5	49,9	(18,0)	29,3	4,7	13,5
1996	47,7	53,3	(23,1)	33,9	15,5	9,0
1997	53,0	59,7	(30,9)	25,9	20,7	(7,8)
1998	51,1	57,8	(33,6)	16,3	20,5	(17,3)
1999	48,0	49,3	(24,4)	13,5	30,1	(10,7)
2000	55,1	55,8	(24,7)	22,3	29,6	(2,6)
2001	58,2	55,6	(23,1)	26,8	22,6	3,3
2002	60,4	47,2	(7,7)	12,0	16,5	0,3

Notas: BC = balanço comercial; X = exportações; M = importações; BPTC = balanço de pagamentos em transações correntes; IC = ingresso de capitais; II = investimento líquido; e RBP = resultado do balanço de pagamentos.

Fonte: Banco Central do Brasil.

A crise de 1999 e a mudança do regime monetário-cambial, substituição da banda cambial por uma taxa de câmbio flexível e implementação do sistema de *metas de inflação*, determinaram o fim do modelo de estabilização até então adotado¹². O resultado dessa mudança ocasionou uma melhora substancial no saldo em transações correntes do balanço de pagamentos, principalmente, em 2002 (Tabela 2). Todavia, é importante enfatizar que, apesar da melhora do referido saldo, a restrição externa permanece como sendo a questão central da vulnerabilidade da economia brasileira, contornada, tão-somente, pelos empréstimos emergenciais do FMI. Por quê? Porque, no período pós-desvalorização cambial, as exportações não responderam da forma esperada e, portanto, os saldos comerciais positivos foram obtidos, principalmente, pela queda das importações decorrente do pífio comportamento do nível de atividade: entre 1999 e 2002, as exportações cresceram, em média, 4,7% ao ano, ao passo que as importações decresceram 4,1%, média anual do período¹³. Ademais, em consequência das turbulências internacionais – tais como os atentados terroristas de 11 de setembro de 2001 nos Estados Unidos e a crise da Argentina, 2001/2002 – os ingressos de capitais e os investimentos líquidos reduziram-se consideravelmente¹⁴ (Tabela 2).

Diante desse contexto, e considerando tanto o elevado nível de comprometimento externo dos agentes econômicos quanto à necessidade de financiamento das transações correntes e das amortizações¹⁵, a taxa real de câmbio – a despeito da melhora nas transações correntes, conforme é observado no Gráfico 2 – continua mostrando-se bastante volátil, o que, além de abrir espaço para mecanismos especulativos, faz com que a taxa de juros se configure, definitivamente, na âncora da estabilização monetária do regime de *metas de inflação*.

Esse quadro de pressão da taxa de câmbio e política monetária restritiva acaba agravando a situação fiscal, uma vez que há um impacto sobre o crescimento da dívida

¹² Entre 1994 e 1998, a política econômica foi articulada de forma tal que a taxa de câmbio era responsável pela administração dos preços e a taxa de juros tinha a responsabilidade de equilibrar o balanço de pagamentos, via conta capital. A partir de 1999, essa lógica de política econômica foi invertida: o câmbio passou a ser responsável pelo equilíbrio do balanço de pagamentos e a taxa de juros passou a monitorar o sistema de *metas de inflação*.

¹³ Taxas de crescimento calculadas pelos autores a partir da Tabela 2.

¹⁴ É importante mencionar que o perfil de ingresso de capitais sob a ótica de investimento de risco é nitidamente direcionada para os setores *nontradables*, o que compromete, no futuro, a balança de serviços, quando da remessa de *royalties*, lucros e dividendos.

¹⁵ Ao longo dos próximos anos a necessidade de financiamento externo, caracterizada pelo déficit do balanço de pagamentos em transações correntes e pela amortização, está estimada entre US\$ 25,0 e 30,0 bilhões (Banco Central do Brasil, 2003).

pública. Assim sendo, a combinação de fluxos de capitais voláteis, crescimento da dívida pública e baixo dinamismo da economia¹⁶ acaba resultando em formação de expectativas pessimistas dos agentes econômicos sobre a trajetória da economia brasileira. Em suma, indubitavelmente a economia brasileira está longe de superar o quadro de vulnerabilidade e fragilidade externa.

4.3. Uma proposição de política cambial com controle de capitais para a economia brasileira

Face à situação de vulnerabilidade e fragilidade externa da economia brasileira, há sérias restrições à retomada do crescimento econômico em bases sustentáveis. Nesse particular, por mais que tenhamos ciência de que a complexidade do atual quadro da economia brasileira limita os raios de manobra da política econômica, entendemos que a adoção de uma *Agenda Econômica Keynesiana* é capaz de, ao reverter a restrição macroeconômica externa, estimular a atividade econômica sem, todavia, comprometer a estabilização dos preços. Essa *Agenda*, partindo do que se constitui no elemento essencial de uma política econômica keynesiana, qual seja, a intervenção do Estado para reduzir e/ou eliminar o nível de desemprego e dirimir e/ou solucionar a desigualdade da renda e da riqueza, tem que ser articulada de maneira que o governo possa (i) operacionalizar a política fiscal para expandir a demanda efetiva, (ii) manipular a política monetária para dinamizar os níveis de consumo e investimento e (iii) coordenar os mercados financeiro e cambial (Arestis e Sawyer, 1998 e Capítulo 12, e Davidson e Davidson, 1996).

Centrando as atenções no constrangimento externo, a prioridade da política econômica no Brasil deve ser reduzir a dependência externa¹⁷. Para tanto, os seguintes pontos são necessários:

(i) Implementação, por parte do Governo, de políticas tributária e financeira que estimulem as exportações – por exemplo, desoneração, via reforma tributária, das exportações e abertura de linhas de crédito para as mesmas, via Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES);

(ii) Adoção de um regime cambial que, por um lado, elimine a volatilidade da nominal taxa de câmbio e, por outro, permita a manutenção da taxa real de câmbio num patamar consistente com a obtenção de grandes superávits na balança comercial. O único regime cambial que consegue obter esses objetivos simultaneamente é o regime de *crawling peg*;

(iii) Articulação, entre Governo e setor privado, de uma política industrial de maneira que (a) a inserção da economia brasileira no cenário internacional ocorra de forma a absorver as revoluções tecnológica e estrutural em curso – imprescindíveis para tornar nossos produtos competitivos no mercado mundial – e (b) atraia a participação de capital estrangeiro em investimentos produtivos que possam gerar valor agregado, visando à exportação – isto é, *tradables*¹⁸;

(iv) Revisão da política comercial, tendo como referência os acordos da Organização Mundial do Comércio que possibilitam tratamento especial para os países em

¹⁶ Torna-se necessário ressaltar que a abertura comercial da economia brasileira nos anos 90 fez com a economia ficasse muito dependente de insumos importados e, como consequência, qualquer expansão mais dinâmica da produção industrial pressiona as importações.

¹⁷ Para um aprofundamento, ver Ferrari-Filho e Paula (2003).

¹⁸ Em relação à política industrial, seria importante, também, a implementação de mecanismos que permitissem a formalização do setor informal, por meio de incentivos à criação de micro, pequenas e médias empresas, voltadas tanto para o mercado doméstico quanto para o comércio internacional.

desenvolvimento¹⁹, no sentido de adoção de tarifas seletivas que privilegiem as importações de bens de capital e penalizem as importações de bens de consumo;

(v) Priorização e fortalecimento das relações comerciais e financeiras com o Mercosul²⁰, visando, assim, aumentar o poder de barganha do Brasil e dos demais países do Mercosul no processo de integração do Acordo de Livre Comércio das Américas (ALCA);

(vi) Criação de um mecanismo antiespeculativo para controlar (ou regular) os movimentos de capitais.

Analisando especificamente a questão pertinente à proposição do regime cambial, a adoção de uma taxa de câmbio em conformidade com o sistema de *crawling peg* e com controles de câmbio tem como objetivo fazer com que as incertezas empresariais em relação à volatilidade dos contratos futuros de câmbio sejam eliminadas e, por conseguinte, a demanda efetiva seja expandida. Assim sendo, a idéia consiste em estabelecer uma margem de flutuação *ex ante* da taxa de câmbio de maneira que a autoridade monetária possa intervir no mercado sempre que a taxa de câmbio se aproximar dos valores extremos, superior e inferior, da margem de flutuação previamente estabelecida. Dessa maneira, a determinação prévia da flutuação da taxa de câmbio tem como finalidade influir nas expectativas dos agentes econômicos.

Ademais, é necessário ressaltar que, visando evitar os erros passados do sistema cambial *crawling peg* quando o referido sistema foi introduzido em um contexto de câmbio real sobre-valorizado, a sugestão de se implementar um regime cambial *a la crawling peg* somente faz sentido em um contexto de taxa real de câmbio sub-desvalorizada, garantindo, assim, a obtenção de um expressivo superávit comercial, o qual é indispensável para (i) reduzir a dependência com respeito aos fluxos de capitais externos e (ii) dar credibilidade ao novo regime cambial. A correção cambial, por sua vez, passaria a ser observada tendo como referência a dinâmica inflacionária definida pelo regime de *metas de inflação*.

Nesse sentido, além da necessidade de se implantar uma política comercial mais dinâmica e de se articular uma política industrial no sentido de promover tanto a exportação de bens e serviços quanto à substituição de produtos – subentende-se políticas tarifária e de crédito que visem à substituição de importações – as recentes crises monetário-cambiais em países emergentes têm mostrado a necessidade de se implementar alguns instrumentos de regulação sobre os fluxos de capitais – como, por exemplo, a adoção de recolhimento compulsório sobre influxo de capitais – de maneira que esse possa prevenir as crises de balanço de pagamentos. Assim sendo, o Brasil não pode prescindir de uma política de controle e/ou regulação de capitais para (i) evitar a ocorrência de crises monetário-cambiais *a la* contágio e (ii) restaurar a autonomia de sua política econômica (Stiglitz, 1998).

5. Conclusões

Partindo de uma análise crítica acerca de alguns referenciais teóricos sobre regimes cambiais, o artigo objetivou apresentar uma proposição de política econômica para a economia brasileira que vise mitigar suas restrições macroeconômicas de natureza externa. Nesse sentido, o artigo sinaliza que a solução das restrições externas é condição

¹⁹ Veja, para tanto, <http://www.wto.org>.

²⁰ Ferrari-Filho (2001-2002), por exemplo, apresenta uma proposta de reestruturação do Mercosul, à luz da teoria keynesiana.

imprescindível para que a economia brasileira retome seu ciclo de crescimento econômico auto-sustentável em um contexto de estabilização monetária.

As principais conclusões retiradas do artigo são as seguintes: (i) regimes de flutuação cambial para economias emergentes suscetíveis à vulnerabilidade e fragilidade externa tendem a gerar volatilidades abruptas na taxa de câmbio, comprometendo, assim, as metas de política macroeconômica; (ii) controle de capitais, nos moldes semelhantes aos implementados, no passado, no Chile e, mais recentemente, na Singapura, e um regime de *crawling peg* para a taxa de câmbio podem diminuir a vulnerabilidade dos países emergentes diante de choques externos, bem como possibilitam autonomia para a condução da política monetária; e (iii) a redução do grau de vulnerabilidade e fragilidade externa da economia brasileira passa, por um lado, por uma política de crescimento das exportações líquidas e, por outro, pelo “monitoramento” tanto da taxa de câmbio quanto do mercado de divisas.

Referências bibliográficas

- ARESTIS, P.; SAWYER, M. (1998). Keynesian economic policies for the new millennium. *Economic Journal*, 108:181-195, January.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. (2003). <http://www.bcb.gov.br>.
- BATISTA JR., P.N. (1998). “Globalização” financeira e regimes cambiais. *Revista de Economia Política*, 18(2), abril-junho, pp.20-30.
- BERNANKE, B.; LAUBACH, T.; MISHKIN, F.; POSEN, A. (1999). *Inflation targeting: lessons from the international experience*. Princeton: Princeton University Press.
- CARAMAZZA, F.; AZIS, J. (1998). *Fixed or flexible? Getting the exchange rate right in the 1990s*. Washington, DC: FMI. Economic Issues, nº13.
- CARSTENS, A. (1998). Emerging economies and the business cycle. Anais da conferência *Beyond Shocks: What Causes Business Cycles*. Boston: Federal Reserve Bank of Boston, Conference Series 42.
- CORDEN, W. (1994). *Economic policy, exchange rates and the international system*. Oxford: Oxford University Press.
- DAVIDSON, P. (1992). *International Money and the Real World*. London: Macmillan.
- DAVIDON, P; DAVIDSON, G. (1996). *Economics for a civilized society*. New York: M.E.Sharpe.
- EICHENGREEN, B. (1994). *International Monetary Arrangements for the 21st century*. Washington, DC: Brookings Institution.
- FERRARI-FILHO, F. (2001-2002). Why does it not make sense to create a monetary union in MERCOSUR? A Keynesian alternative proposal. *Journal of Post Keynesian Economics*, 24(2): 235-252, Winter.
- FERRARI-FILHO, F.; PAULA, L.F. (2003). The legacy of the Real Plan and na alternative agenda for the Brazilian economy. *Investigación Económica*, LXII(244): 57-92, abril-junio.

- FLEMING, J. (1962). Domestic financial policies under fixed and under floating exchange rates. *Staff Papers/IMF*, nº2: 369-379, November.
- FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS (2003). <http://www.fgv.br>.
- GOLDFAJN, I.; OLIVARES, G. (2001). *Can Flexible Exchange Rates Still "Work" in Financially Open Economies?* New York: United Nations.G24, Discussion Paper 8.
- GRENVILLE, S. (2000). *Exchange Rate Regimes for Emerging Markets*. Sidney: Reserve Bank of Australia Bulletin, November.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND (2002). *World Economic Outlook*. Washington, DC: IMF, September.
- _____. (2003). *Global Financial Stability Report*. Washington, DC: IMF, March.
- MUNDELL, R. (1963). Capital mobility and stabilization policy under fixed and flexible exchange rates. *Canadian Journal of Economics and Political Science*, 29: 475-485, November.
- NÚCLEO DE ANÁLISE DE POLÍTICA ECONÔMICA (1994-2002). *Carta de Conjuntura Econômica*. Curso de Pós-Graduação em Economia/Universidade Federal do Rio Grande do Sul: Porto Alegre, vários números, mimeo.
- OBSTFELD, M.; ROGOFF, K. (1995). The mirage of fixed exchange rates. Washington, DC: *NBER*, Working Paper 5191.
- STIGLITZ, J. (1998). The East Asian crisis and its implications for India. *The World Bank Website*.
- WORLD TRADE ORGANIZATION (2002). <http://www.wto.org>.