

Fluxo e Controle de Capitais No Brasil

Aluno: Mauricio Paravidino de Almeida Kopke

Orientador: Ilan Goldfajn

Introdução

Não é de hoje, os formuladores de política econômica tentam de todas as formas encontrar meios de potencializar o crescimento das nações e para isso contam com um conjunto de mecanismos fiscais e monetários. No nosso caso, o estudo se deu na direção dos mecanismos fiscais. Mais concretamente da taxa de câmbio (nominal e real) e sua relação com o crescimento do produto.

Atualmente, esse debate volta a tona com o discurso de políticos sobre uma certa “taxa de câmbio justa” ou “honestá” que proporcione o desenvolvimento necessário. Mas será que realmente podemos contar com o câmbio de forma eficiente? Os trabalhos ainda não estão esgotados, mas já podemos adiantar parte do que a literatura nos tem demonstrado.

Utilizamos para isso uma série de artigos, em sua maioria internacionais, sobre a relação das nações e o câmbio ao longo do tempo. Os artigos podem ser divididos em duas partes distintas. A primeira parte é a relação câmbio e crescimento. A segunda as consequências de tentar utilizar metas para a taxa de câmbio real, notadamente mais eficiente que a taxa de câmbio nominal, e como isso foi feito pelos países.

Contudo, em nenhum dos casos, a utilização do câmbio como instrumento de política econômica pareceu viável, principalmente no contexto atual da economia brasileira. Todos os modelos estudados demonstram que sérias implicações econômicas são as consequências para as políticas de influência no câmbio.

A primeira e mais grave delas é uma piora significativa nas taxas de inflação. Outro resultado é o aumento das taxas de juros nacionais de forma expressiva. Problemas como ineficiência na alocação dos recursos (principalmente desemprego) e múltiplos equilíbrios para os agregados macroeconômicos são também resultados das pesquisas.

Mesmos assim, alguns autores demonstram a popularidade desse instrumento e sua extensa utilização ao longo do tempo, principalmente em países emergentes como os da Ásia e da América Latina.

Desenvolvimento

A primeira parte da pesquisa, câmbio e crescimento, foi feita com bases nos artigos de “Aguirre e Calderon” e “Calvo (2002)”. Com base no primeiro texto os autores buscam mostrar como o descompasso e a volatilidade da taxa de câmbio real de longo prazo em relação a taxa de cambio real efetiva (atual) servem de propulsor para o crescimento do PIB. Para isso eles analisam uma amostra de 60 países durante 38 anos (1965-2003) e chegam a conclusões interessantes.

Sua linha de modelagem segue uma temática de construção de uma equação de longo prazo para as taxas de câmbio via a derivada de um modelo de equilíbrio geral simples estimado usando painel e técnicas de cointegração de séries temporais. Com isso, ele estima os valores das taxas e mede a diferença entre a taxa efetiva e a de longo prazo. E tenta mostrar quais os resultados desvios para mais (sobrevalorizações) e para menos (grande e pequenas depreciações).

Com esses valores em mãos eles o relacionam aos agregados macroeconômicos mais importantes e o crescimento do PIB. Além disso, comparam os valores e agregados encontrados nos países emergentes aos dos países desenvolvidos.

Ao final do processo os autores conseguem demonstrar uma não linearidade entre os desvios encontrados. Ou seja, um grande desvio negativo (depreciação) dos valores efetivos da taxa de câmbio real em relação a taxa de longo prazo gera um efeito negativo na taxa de crescimento econômico. Já um efeito positivo (sobrevalorização) é ainda mais nocivo ao incremento econômico. Mas, eles demonstram que depreciações moderadas são capazes de gerar benefícios ao aumento da produção nacional, pelo ganho de escala de produção com exportações.

Foi evidenciado ainda que grandes volatilidades no desvio da taxa de juros real é negativamente relacionado com o crescimento econômico, e que um processo de diminuição dessa volatilidade no caminho dos países desenvolvidos poderia potencializar o crescimento. (Ver apêndice para gráficos)

Esse resultado é crucial para compreender a dinâmica do trabalho de Calvo (2002) onde os autores tentam provar a existência de um “medo de flutuações” (“*fear of floating*”) do câmbio entre os países.

Os autores mostram que desde 1970 o número de países que dizem possuir um câmbio flutuante vem aumentando muito rapidamente. Contudo, os dados econômicos demonstram o contrário. Ele começa a argumentação comparando os países do estudo a três outras nações com efetiva taxa de câmbio flutuante: Japão, Estados Unidos e Alemanha. Os principais dados analisados são a taxa de câmbio nominal, a taxa de juros, o preço das commodities e as reservas internacionais em cada país num ambiente temporal quinquenal.

Numa análise estatística desses parâmetros os resultados são muito interessantes. Num sistema cambial flutuante era de se esperar que as reservas cambiais, que são largamente utilizadas para compra e venda de moeda nos mercados e assim conter flutuações, não se alterassem ao longo do tempo. Porém como é observado no estudo, as flutuações das reservas internacionais ultrapassam com grande probabilidade a marca de 2.5% de variação. Com o Banco Central comprando Dólar para desvalorizar a moeda e vendendo para conter valorizações. Esses mesmos 2.5% são utilizados para balizar a probabilidade de flutuações da taxa de câmbio estarem acima desse patamar. Novamente, os autores encontram registros desse “medo de flutuação” quando na maioria dos países essa probabilidade não chega a 10%. Ou seja a taxas flutuam muito pouco.

Outro ponto é a variabilidade das taxas de juros. Em países como Estados Unidos e Japão a principal função dos juros é resolver assuntos internos da economia enquanto que nas demais economias os juros tendem a ter um componente de estabilização cambial embutido em suas flutuações. Mais uma vez essa argumentação é confrontada com os dados e os resultados são positivos.

O último parâmetro, os preços das commodities, possui um papel de grande importância na pesquisa uma vez que boa parte das exportações dos países, principalmente emergentes, se constitui de commodities. Como afirmam os autores, os preços das commodities deveriam ter um papel de regular a taxa de câmbio. Se por um acaso o preço no mercado internacional aumentasse (caísse) o câmbio deveria se depreciar (apreciar) uma vez que mais (menos) Dólares estão entrando na economia. Mas, como o câmbio não se altera quem deve ser alterado é o próprio preços das commodities no mercado interno. Essa volatilidade das commodities é a última prova que os autores provam para enfatizar o “*fear of floating*”.

Todavia, ainda não sabemos a causa desse “medo”. A principal razão apresentada é a falta de credibilidade. Essa falta de credibilidade nas instituições nacionais poderia levar a uma dolarização forçada da economia, que por outro lado reduziria o poder do Banco Central ao retirar o poder de política monetária de suas mãos. Ou ainda, fortes depreciações da moeda estão relacionadas a recessões, calotes ou problemas da dívida. O acesso ao crédito dessa forma é afetado pelas flutuações do câmbio. E por último a observação de que o canal de transmissão de inflação pelo câmbio é maior nos países emergentes.

Assim políticos que estejam preocupados com a inflação tendem a não deixar que as coisas fiquem descontroladas. De qualquer forma, a tentativa de manter o câmbio estável pede seu preço na volatilidade dos outros agregados macroeconômicos.

Na segunda parte de nossa pesquisa, a formulação de meta para a taxa de câmbio real, vamos também analisar a volatilidade dos agregados macroeconômicos, mas de forma diferente.

Segundo Calvo et al. (1995) os formuladores de política econômica não querendo esperar o equilíbrio de longo prazo da economia tentam alcançar o crescimento de forma mais acelerada. Para isso utilizam o mais popular mecanismo monetário, a taxa de câmbio real. Depreciações nessa taxa podem dar mais competitividade a economia e potencializar o crescimento econômico. Valendo-se das regras de Paridade do Poder de Compra (PPC), as políticas econômicas começam a ser postas em prática para estabilizar o câmbio mantendo a paridade entre os países, ou seja a competitividade. Mas esses movimentos resultam em sérios problemas. O primeiro deles é que nenhum “*policymaker*” consegue manter por muito tempo a depreciação cambial. Uma vez que o equilíbrio de longo prazo da taxa de câmbio real independe da taxa de depreciação da moeda. A taxa de câmbio real pode ser medida como a relação entre os bens transacionáveis e os não-transacionáveis.

Começando o modelo, os autores testam a utilização dessa política numa economia com perfeita mobilidade de capital ao longo do tempo, preços flexíveis e um consumidor representativo. Nesse caso, uma taxa de câmbio mais depreciada pode ser alcançada se gerarmos uma maior inflação hoje que no futuro. Como nessa economia os juros nominais afetam a decisão de consumo e eles hoje devem ser maiores para acomodar esse aumento da inflação, então a inflação e a taxa de juros nominais para o futuro são esperadas menores que as vigentes. Assim, o consumo de bens transacionáveis cai hoje, relativo ao consumo futuro. Como consumo de bens domésticos não pode mudar (uma vez que sua produção é constante), a taxa de câmbio deprecia para acomodar o menor consumo dos bens transacionáveis. Nesse sentido, metas para a taxa de câmbio real (“*Real Exchange Rate Targeting*”) são inflacionárias.

O mesmo resultado anterior pode ser obtido se os formuladores de política tentarem conter um choque que aprecie a moeda. Agora, no caso de não existir mobilidade de capital, os autores demonstram que é possível depreciar a taxa de juros real sem gerar inflação. Contudo, a taxa de juros real dessa economia deve crescer e continuar crescendo enquanto a taxa de câmbio se mantiver depreciada.

Como em nenhuma economia real podemos adotar os casos extremos acima citados, os resultados da depreciação da taxa de câmbio real serão aumento tanto da inflação quanto da taxa de juros reais.

Em contraste com a visão de Calvo sobre a utilização de políticas para a taxa de câmbio real, Martín Uribe argumenta que a utilização de tais políticas se dá na estabilização da taxa de câmbio real em seu equilíbrio de longo prazo. Em particular, o estudo de Uribe tenta observar se a mera utilização de regras de PPC podem gerar instabilidade endógena nos agregados macroeconômicos por permitir a existência de um equilíbrio no qual choques não fundamentais afetam o curso da economia.

Ele modela uma pequena economia aberta e monetarizada, com preços flexíveis e perfeita previsibilidade dos agentes. E demonstra que a chave para a instabilidade nos agregados macroeconômicos está na percepção dos agentes de que o governo pode intervir no caso de uma perda de competitividade. O elemento chave para entender a intuição por de trás do resultado de indeterminação está na relação entre o atual nível da taxa de câmbio real e a expectativa de desvalorizações implícitas no modelo. Como numa pequena economia aberta a taxa de juros é uma função crescente da taxa de desvalorização da moeda, um aumento na expectativa de desvalorização da moeda no futuro aumenta a taxa de juros hoje.

Com uma maior taxa de juros o consumo irá cair, e da mesma forma como mostrou Calvo, a taxa de câmbio irá se depreciar pela relação entre os bens transacionáveis e os não transacionáveis.

Todavia, se alterarmos o modelo para um em que os agentes associam a uma variável correlacionada negativamente em série, aonde altos valores da variável induzem alta desvalorização e vice-versa, quando da realização de um alto valor da variável os agentes entenderão que no futuro a desvalorização será menor. Assim, pela regra de PPC o governo é induzido a desvalorizar a moeda hoje, e com isso manter o nível de competitividade. Se a regra de PPC for sensível o suficiente, então o atual desvio da taxa de desvalorização será ainda maior, em valor absoluto, do que o esperado para o próximo período, fazendo com que as expectativas sobre a taxa de desvalorização se concretizem. Mas o governo pode não fazer isso, o que fará ruir as expectativas dos agentes. Esse modelo de perfeita previsibilidade e preços flexíveis é apenas um simples veículo que conduz a idéia de que “*Real Exchange Rate Targeting*” pode ter conseqüências não compreendidas. E isso é o elemento chave que causa a instabilidade dos agregados macroeconômicos, a percepção dos agentes de que o governo pode intervir no caso de uma perda de competitividade.

Outro ponto irreal, além da perfeita previsibilidade, está na flexibilidade dos preços. Até porque, o principal motivo para introdução de regras de câmbio está no fato de que com rigidez nominal de preços, uma taxa de câmbio fixa introduz rigidez real. Na falta de acomodação na política de câmbio, um choque que altere o equilíbrio na taxa de câmbio real induzirá um ajuste ineficiente na produção e no emprego. Para dar mais ênfase ao resultado, Uribe monta um modelo com preços fixos à la Rotemberg, aonde no caso de preços flexíveis a introdução de uma regra de PPC abre a porta para flutuações agregadas comandadas apenas por expectativas que se auto-realizam.

Ao final Uribe demonstra que existe um tradeoff na utilização de políticas de PPC. De um lado regras de PPC podem ser benéficas ao agirem como absorvedores de choques fundamentais do modelo, como alterações da taxa de juros mundial. Por outro lado, regras de PPC podem gerar conseqüências não compreendidas ao permitir uma custosa instabilidade comandada por choques não fundamentais ao modelo.

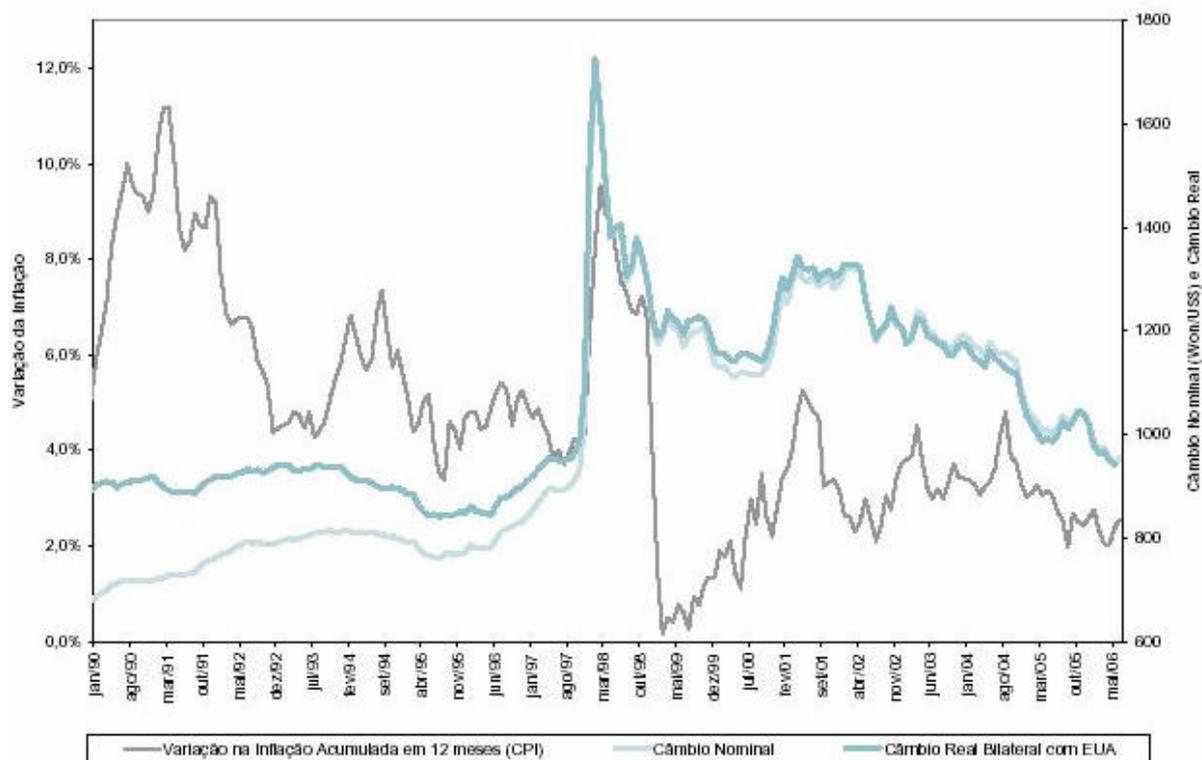
Esses aspectos demonstram a instabilidade atribuída ao regime de metas para taxa de câmbio real. Mas, os pontos acima apresentados visavam apenas a manutenção de um nível de competitividade. Como segue no relatório de Mônica de Bolle, uma variante ainda mais radical da busca por competitividade é apresentada. Nesta, a depreciação se dá no pós-crise dos países asiáticos e mais recentemente na Argentina, aonde o câmbio extremamente desvalorizado serve de propulsor para a retomada do crescimento econômico. Entretanto, se na variante mais moderada os efeitos são nocivos, na radical a possibilidade de extrema inflação e outros problemas é ainda mais grave. O que o estudo afirma é que o medo de apreciação da moeda se dá ao tentar evitar que o país se exponha novamente a uma crise de confiança. O que nos remonta ao artigo de Calvo (2002).

Essas intervenções no câmbio se operacionalizam através do banco central, que no curto prazo se vê com uma rigidez de preços e pode realizar uma depreciação real através de desvalorizações nominais. Ela se dá de três formas: Com intervenções não-esterilizadas de compra de moeda, o que aumentam a base monetária e a inflação no futuro; Intervenções esterilizadas, que trarão um ônus ao banco central na medida que a remuneração dos títulos emitidos for maior que a das reservas internacionais; e intervenções parcialmente esterilizadas, caso em que os dois problemas já citados se manifestam.

Esses casos são temporários e variam conforme a influência dos agentes, que podem prever e antecipar os efeitos inflacionários em países com histórico de inflação alta ou com altas taxas de poupança. Essa é primordialmente a diferença entre os países Latinos, que possuem um alto histórico de inflação que diminui o tempo de atuação dessas medidas e os

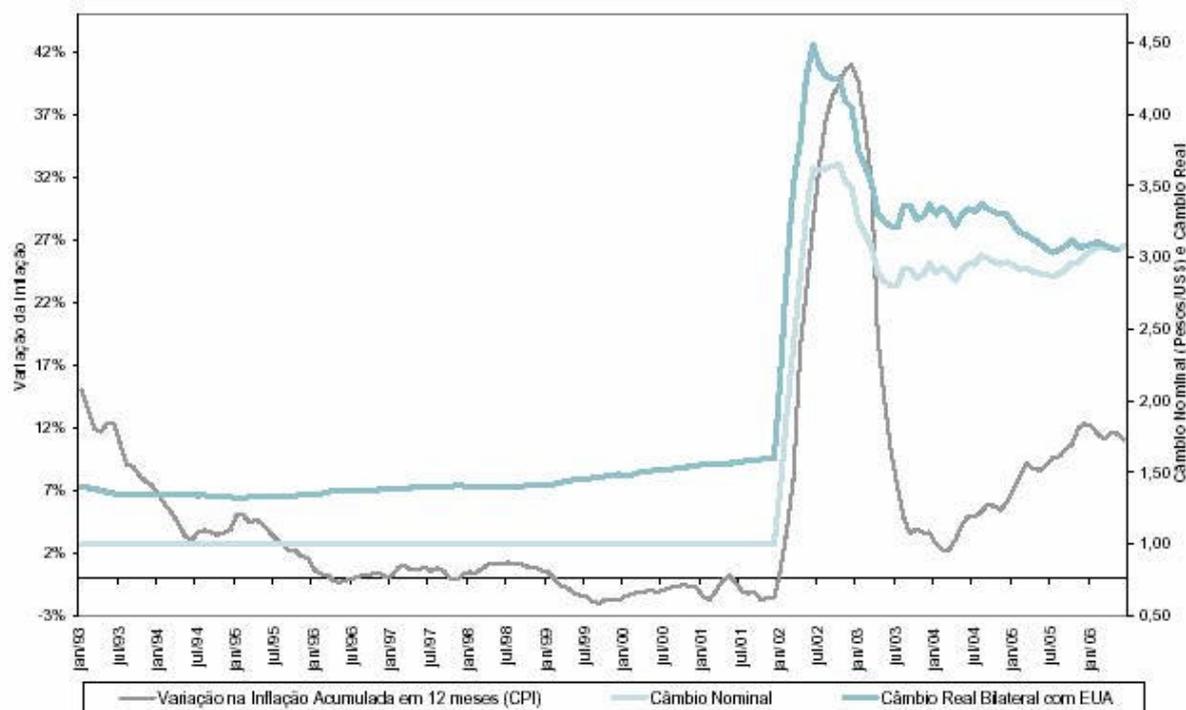
países asiáticos que com uma grande taxa de poupança na economia impedem os efeitos inflacionários. Essa relação pode ser vista nos gráficos abaixo:

Figura 3: Coreia: Inflação, Câmbio Real e Câmbio Nominal



Fonte de Dados: Banco Central da Coreia e FED Saint Louis

Figura 5: Argentina: Inflação, Câmbio Real e Câmbio Nominal



Fonte de Dados: Banco Central da Argentina e FED Saint Louis

Como pode ser visto, o diferencial de inflação entre Argentina e a Coréia são muito altas. Em todo o caso, a possibilidade de resultados positivos nessas políticas de crescimento podem não ser de todo verdadeiras, como já foi dito na artigo de Aguirre e Calderon.

Conclusão

Como foi observado ao longo da literatura exposta a taxa de câmbio real, apesar de ser um instrumento popular de utilização, não consegue conferir uma boa solução para os problemas de crescimento. Sua utilização implica em graves desarranjos nos agregados macroeconômicos mais nocivos do que as vantagens advindas de maior competitividade do câmbio.

No contexto brasileiro moderno, a tentativa de se conferir o chamado “câmbio justo” pode significar uma volta a taxas de inflação muito altas. Um país comprometido com o crescimento responsável não pode sofrer com esse tipo tentação de crescimento rápido e inflacionário, como já ocorreu no passado. A Argentina é um exemplo disso, e apresentou taxas de inflação de quase 42% ao ano nos últimos anos.

Além disso, o câmbio real possui sérios problemas em sua mensuração. Ele não é uma medida fácil de ser encontrada por representar um diferencial de consumo em cestas representativas de países distintos. Ou seja, precisa-se comparar, por exemplo, cestas de consumo nos EUA em relação ao Brasil, mas nem todos os produtos consumidos lá o são aqui e as quantidades desses consumos são muito distintos.

Essa ressalva deve ser feita muito com base no artigo de Aguirre e Calderon que mostram que uma taxa de câmbio real que esteja muito desvalorizada ou valorizada pode ter resultados muito maléficos para a taxa de crescimento econômico.

Em síntese, o objetivo de crescimento econômico deve ser alcançado através de políticas fiscais e monetárias que levem em consideração a manutenção da estabilidade, até para poder evitar crises de confiança, e que possam deixar os agregados reais de difícil manejo caminharem para seus equilíbrios de longo prazo. Dessa forma evitamos vulnerabilidades desnecessárias para o país.

Referências

- 1 - Calvo, Guillermo and Reinhard, Carmen, “Fear of Floating”, QJE, 2002.
- 2 - Calvo, Reinhart, and Végh, “Targeting the Real Exchange Rate: Theory and Evidence”, Journal of Development Economics, vol. 47, pp 97-133, 1995.
- 3 - De Bolle, Monica B. “Metas para a Taxa de Câmbio Real e suas Implicações”, Carta Galanto, julho 2006.
- 4 - Uribe, M., ‘Real exchange rate targeting and macroeconomic instability’, *NBER WP* 9294, October 2002
- 5 - Aguirre, A. and Calderon, C., “Real Exchange Rate Misalignments and Economic Performance”, Working Papers Central Bank of Chile 316, Central Bank of Chile

Apêndice

Figure 1
The Impact of RER Misalignment on Economic Growth
(Using time series cointegration techniques to estimate equilibrium RER)

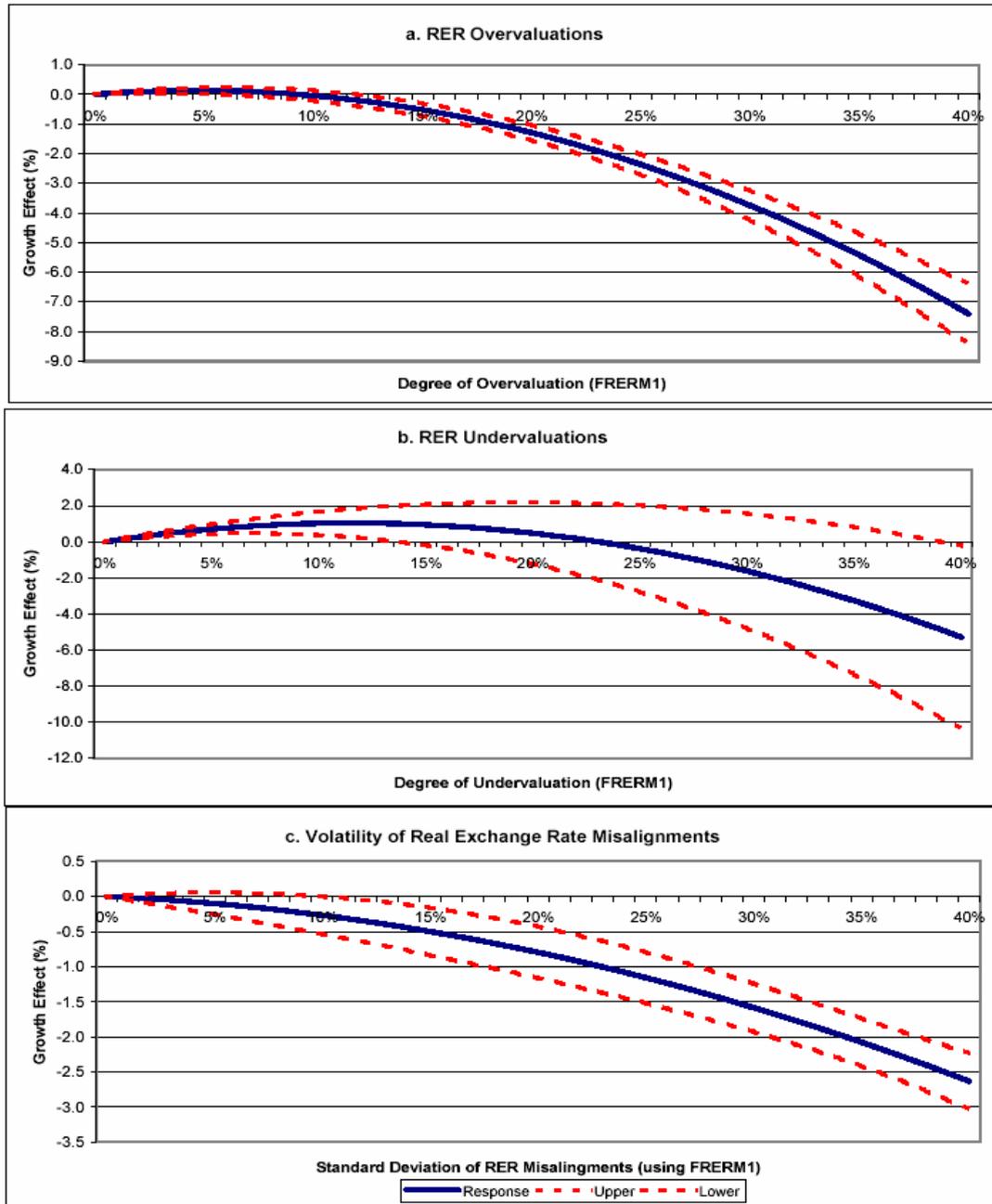


Figure 2
The Impact of RER Misalignment on Economic Growth
(Using panel cointegration techniques to estimate equilibrium RER)

