

# **TAXA DE CÂMBIO E CRESCIMENTO: O CASO DO BRASIL – FLUXO E CONTROLE DE CAPITAIS NO BRASIL**

**Aluno: Alex Sasson Swirski**

**Orientador: Ilan Goldfajn**

## **Introdução**

O aparente sucesso de muitas economias do leste asiático em sustentar um modelo de crescimento acelerado com câmbio real depreciado vem provocando debates em todo mundo. A questão fundamental das discussões é compreender em que medida taxa real de câmbio está relacionada com crescimento de uma economia.

Na linha dessa discussão este projeto de iniciação científica se dedica a investigar de que forma algumas economias asiáticas como: Korea, Tailândia e China vem conseguindo manejar a combinação crescimento econômico com moeda depreciada sem que haja grande pressão inflacionária. Da mesma maneira se pergunta por que os países da América Latina, em específico o Brasil, vem apresentando certa dificuldade em replicar um modelo similar.

A percepção geral da literatura é de que as economias dos países do leste asiático conseguiram absorver mais facilmente os influxos de capital sem causar nenhum impacto severo no desempenho econômico através apreciação da taxa real de câmbio.

Neste sentido, existem algumas indagações que norteiam este trabalho: Quais são os principais fatores que explicam a diferença entre essa historia de sucesso asiático e o atraso latino americano? Pode a fragilidade da taxa real de câmbio nos países da América Latina ser fruto exclusivo de políticas? Existem fatores macroeconômicos, históricos ou culturais específicos dos países da América Latina que os tornam mais vulneráveis à apreciação real associado a um dado nível de influxo de capital? Será que a composição deste influxo importa? Por fim tenta-se responder em que medida o modelo asiático poderia estendido para o Brasil.

## **Dilema**

Todo este trabalho está debruçado sobre um dilema que é referente à dinâmica da economia resultante das escolhas do nível de câmbio real.

Um país que trabalha na direção de manter uma moeda forte cria vantagem comparativa para os agentes nacionais em adquirir bens estrangeiros. Desta forma o câmbio apreciado abre as portas da economia para os produtos de todo mundo gerando uma maior competição no mercado interno evitando pressões inflacionárias. No curto prazo esse não é um cenário encorajador para fazer com que os investidores acreditem em forte crescimento econômico, uma vez que a economia acaba ficando muito orientada para as importações.

A escolha alternativa seria a manter a moeda fraca. Essa política induz a economia a atingir maiores níveis de crescimento através de um aumento das exportações líquidas. Por outro lado, pressões inflacionarias podem vir a ocorrer. A idéia é de que um país com sua taxa de câmbio depreciada acaba dificultando a entrada de produtos estrangeiros reduzindo a competição no mercado nacional.

A escolha entre sustentar uma taxa real apreciada ou depreciada invoca nada mais do que a discussão clássica em economia do trade-off: “crescimento x inflação”. Câmbio depreciado acarreta crescimento mas pode haver inflação. Por outro lado taxa de câmbio real

apreciada evita inflação mas não favorece forte crescimento em horizonte curto. Qual será a melhor combinação?

### **Desenvolvimento**

A teoria econômica coloca a inflação como produto intrínseco ao processo de crescimento que pode ocorrer em diferentes intensidades. A compreensão do fenômeno inflacionário é complexa, pois depende das expectativas das pessoas que não podem ser mensuradas.

Entretanto, o caso asiático de crescimento fica razoavelmente tangente a essa discussão. Muitos países como Tailândia, Korea e China têm conseguido atingir taxas de crescimento econômico expressivas baseado em taxas de câmbio real depreciadas sem gerar pressões inflacionárias. Ao mesmo tempo observamos casos como o da economia brasileira que apresentam dificuldade em sustentar o modelo de crescimento acelerado baseado em uma moeda depreciada sem que incorra em custos desproporcionais.

Consideram-se quatro pontos fundamentais que explicam essa diferença entre as economias do leste asiático e da América Latina: papel da política fiscal como instrumento moderador em momentos de grande influxo de capital, política monetária de esterilização, composição dos influxos de capital e o papel da taxa de poupança.

### **Papel da política fiscal**

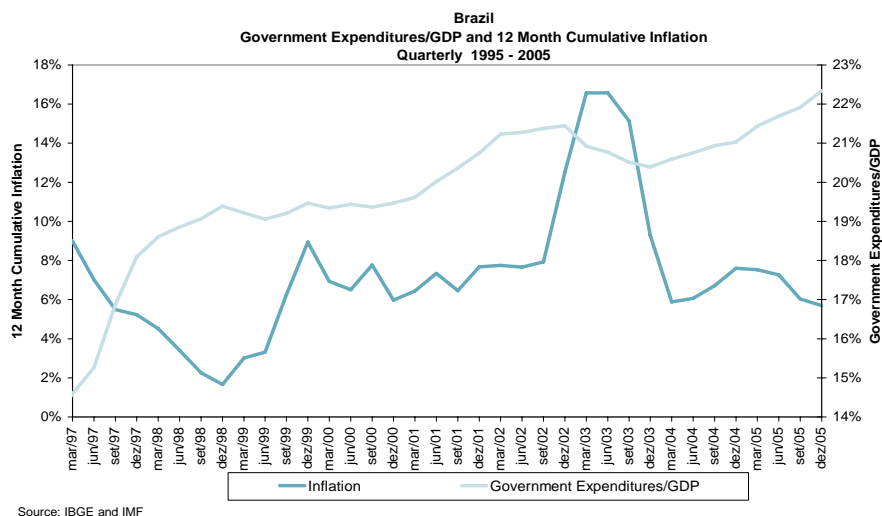
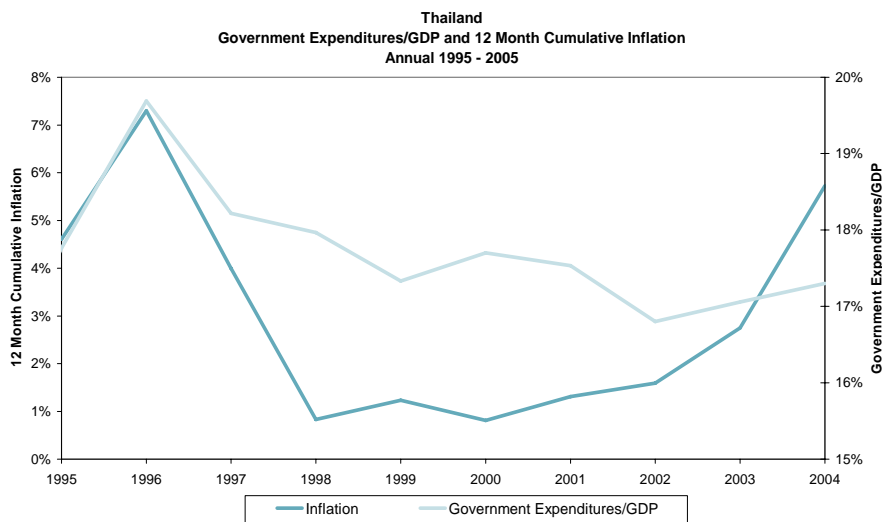
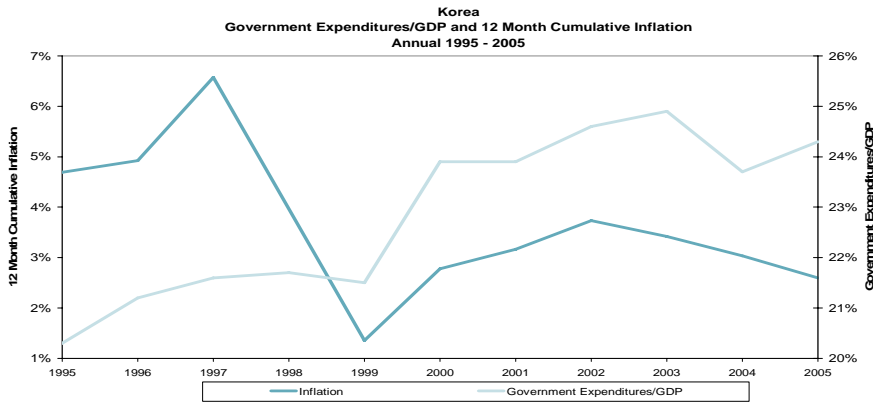
A idéia aqui é de que em momentos de grande influxo de capital, uma contração fiscal poderia agir como um estabilizador que moderasse as oscilações da taxa real de câmbio. O objetivo dessa política é o de conter pressões inflacionárias resultantes da absorção interna do influxo de capital. Então, além de possuir um efeito contracionista na demanda doméstica, a redução dos gastos de governo pode ter um efeito substituição favorável uma vez que grande parte dos gastos tende a ser para *non-tradables*, diferentemente do consumo dos agentes privados.

Nesse sentido, o governo adotando o compromisso de elevar seu SP faz com que os juros nacionais aos poucos vão se reduzindo e assim induzindo taxa mais depreciadas. Por outro lado se o governo decide manter ou expandir gastos age contra a idéia de conter pressões inflacionárias. Isso pode ser visto por dois ângulos:

1. Elevação de gastos gera efeito renda para muitos trabalhadores que agora passam a consumir mais. A velocidade no aumento de demanda pode não ser compatível com o da oferta, acarretando inflação.
2. O segundo ponto é um pouco mais subjetivo e está relacionado a uma percepção de risco dos investidores. Eles olham que quanto mais o governo está se endividando maiores são as chances de default. Assim exigem juros maiores a fim de emprestarem recursos.

Entretanto, não se pode achar que essa política fiscal contra cíclica é a cura plena. O ponto principal não está em uma permanente redução dos gastos e sim que o governo atinja níveis eficientes. Políticas fiscais contracíclicas não podem ser sustentadas para sempre e mesmo que desejado há toda uma questão de sensibilidade dos portfolio managers em interpretar níveis de SP. Além disso políticas contra cíclicas podem sofrer um problema de *timining* – “Que ponto do ciclo a economia está ?” existem pistas mas não como fazer um modelo de previsão perfeita.

Em Athukorola e Rajapatirana (2003) encontraram evidências de que em períodos de grande influxo de capital foram caracterizados por contração dos gastos de governo nos países Asiáticos. Na América latina a experiência foi exatamente oposta. Isso é mostrado nos gráficos abaixo:



Desta forma fica quantificado como algumas economias do leste asiático vêm desde muito tempo adotando uma postura que permite sustentar o modelo de crescimento baseado em taxa real de câmbio depreciado sem pressão inflacionária. Já na América Latina o quesito contração dos gastos de governo em momentos de grande influxo não é observada.

### **Política monetária: intervenções esterilizadas**

Tudo mais constante, com o aumento do influxo de capital era de se esperar uma valorização da moeda nacional. Se o objetivo do BC é de manter a moeda depreciada, logo deveria intervir enxugando o excesso de moeda estrangeira no país. Enxugar significa disponibilizar mais moeda nacional no mercado. Ele faz isso comprando a moeda estrangeira e pagando em moeda nacional. Entretanto, somente comprar moeda estrangeira não resolve o problema. Essa compra resulta em um aumento da oferta de moeda nacional o que só faz alimentar o processo inflacionário. Mas, o BC pode ao menos tentar amenizar essa situação fazendo operações de *open market* (venda de títulos ou outros tipos de leilões que reduzam a expansão do crédito). Esse tipo de procedimento que combina acumulação de reservas e venda de títulos no mercado é chamada de intervenção esterilizada.

Intervenções esterilizadas podem oferecer alguma solução no curto prazo em situações de excesso influxo de capital, mas talvez não sirva como *panacea*. Intervenções do BC no mercado doméstico na venda de títulos envolvem sempre pagamento de altas taxas de juros diferente do que ocorre com a aplicação das reservas, que são aplicadas geralmente em títulos baixo rendimento (ver Calvo 1991). Quando essa diferença fica insustentável o compromisso com a política de manter a taxa de câmbio em uma dada faixa pode não conseguir-se valer.

Por essa razão, intervenções esterilizadas são menos eficazes quando comparamos com políticas fiscais contracionista em combater o problema da apreciação do câmbio real provindo de um grande influxo de capital.

### **Composição do fluxo de capital**

Geralmente países que recebem grande montante de recursos estrangeiros tendem a sofrer com uma forte apreciação da moeda nacional. Isso pode ser mais claramente compreendido através da identidade básica macroeconômica:

$$Y = C + I + G + NX$$

Onde C representa o montante de consumo das famílias, I investimentos, G gastos de governo e NX exportações líquidas. Y é a demanda doméstica. Definindo o nível de absorção da economia A:

$$A = C + I + G,$$

Temos que:

$$Y = A + NX$$

Logo, se existe um aumento na absorção dado um nível de exportações líquidas a demanda agregada doméstica aumenta gerando uma pressão no nível de preços. Esse aumento no nível de preço faz com que a taxa de juros nacional eleve acarretando na apreciação do câmbio real. Isso se de fato existir alguma vontade do governo/BC em manter a taxa de câmbio numa determinada zona.

Porém o grau de apreciação depende da qualidade do fluxo estrangeiro. É possível que FDI gerem uma menor apreciação uma vez que eles guardam alto conteúdo de importação e exportação. A idéia é de que os investimentos estrangeiros diretos são alocados em empresas que precisam importar muitos dos seus insumos não pressionando o mercado de bens domésticos.

#### FDI como % do total de influxo de capital

País	Média	90-95	Média	00-05
Korea		12,24%		527,85%
Thailandia		13,09%		12,90%
Brasil		22,15%		-25,94%

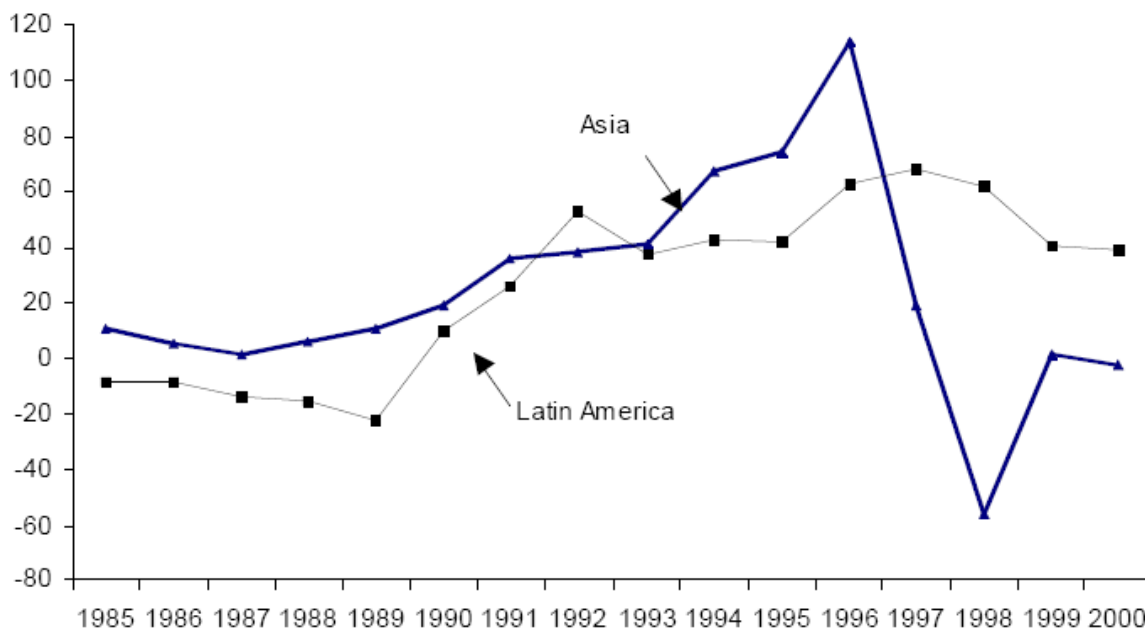
Fonte: International Financial Statistics, FMI

Nesse contexto, as economias asiáticas estão mais aptas a sustentarem taxas reais mais depreciadas uma vez que grande parte do seu influxo é composta de investimento direto estrangeiro. Entretanto existem diferenças consideráveis entre a participação dos FDI nos países dessa região. A Korea do Sul, por exemplo, os FDI tomam forma principalmente em investimento em carteira e empréstimo aos bancos.

Os FDI para os países da América Latina (exceto Chile) foram basicamente relativos a privatizações de companhias do Estado e na Ásia, em específico no leste asiático os investimentos diretos estrangeiros foram em novos projetos. Além disso, existem evidências que grande parte dos FDI na América Latina foram destinados setores de construção, serviços comerciais e desenvolvimento de recursos naturais já na Ásia para setores mais orientados para exportação.

O ponto aqui não é de que pelo fato das economias do leste asiático economias receber grande fluxo de FDI elas poderiam sustentar uma taxa de câmbio depreciada, mas esse tipo de fluxo gera um espaço amplo para evitar fortes apreciações.

Abaixo está o gráfico que mostra a evolução do influxo de capital estrangeiro líquido para Ásia e América Latina, em bilhões de US\$.



### O papel da taxa de poupança

A idéia deste ponto é simples. Quanto maior a taxa de poupança mais fácil é de uma economia absorver todo o fluxo de capital sem repassá-lo em forma de consumo ou investimento. Isso faz com que a demanda agregada seja menos sensível e assim a economia menos suscetível a pressões inflacionárias.

#### Inflação Média e Taxa de Poupança: 1997-2005

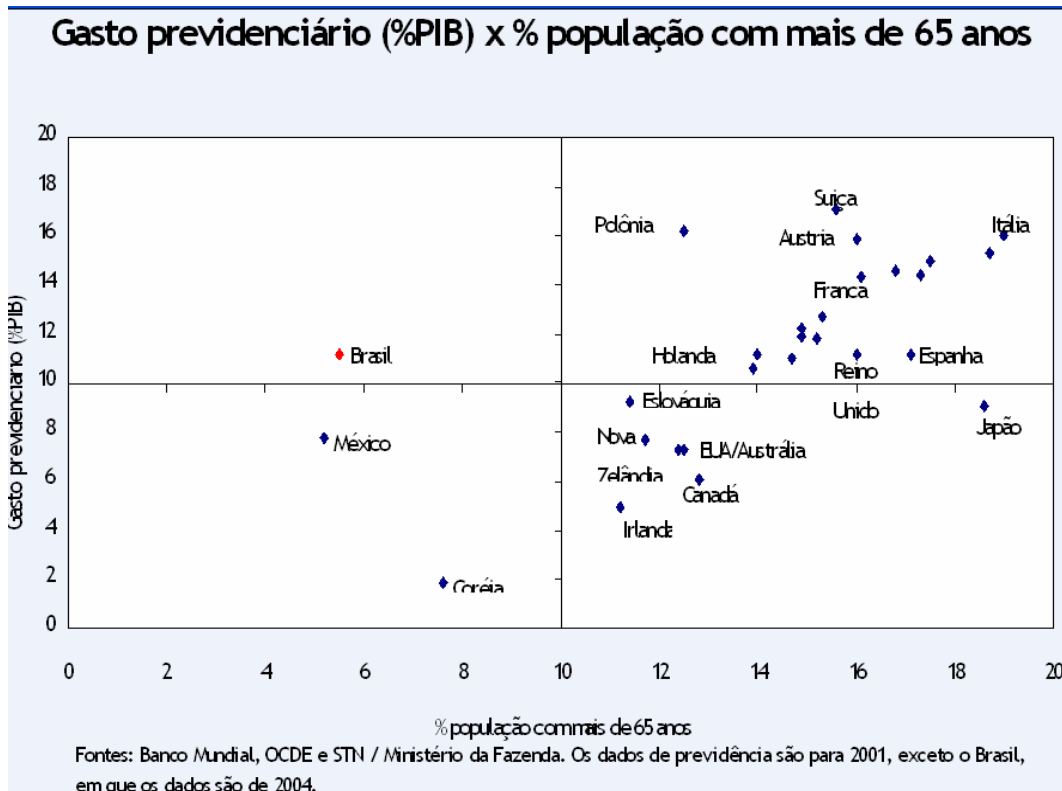
País	Poupança/PIB	Inflação
Argentina	17,5%	6,1%
Brasil	18,6%	7,3%
Chile	21,7%	3,5%
Korea	33,2%	3,5%
Tailandia	30,9%	3,0%

Fonte: FMI

Todavia, devemos dar um passo para trás e nos questionar o que é mesmo que determina a poupança. Quando comparamos as economias da América Latina e do leste asiático um parâmetro estrutural que apresenta significativa diferença é a forma como o sistema previdenciário é instituído.

Toda discussão de porque países do leste asiático conseguiram atingir grande crescimento econômico sem pressão inflacionária no fundo é uma busca por compreender como é possível que a economia cresça e a poupança agregada também.

Observe o gráfico na página seguinte:



Na teoria econômica clássica o crescimento permanente do produto induz menores níveis de poupança. Entretanto, o que vem sendo observado nas economias asiáticas é o mecanismo inverso: produto cresce e a taxa de poupança também. A explicação para isso é a maneira como o sistema previdenciário (seguridade social) está desenhado.

Previdências mais generosas como no caso brasileiro induzem a um menor nível de poupança agregada e conseqüentemente um câmbio real menos depreciado. No longo prazo o sistema previdenciário determinará o passivo externo líquido e conseqüentemente o consumo médio.

Em regimes mais rígidos a taxa de poupança será mais elevada que além de permitir a moeda mais depreciada permeabiliza a economia nacional à entrada de FDI.

Os FDI's são muito importantes para ajudar as economias a reduzirem o desnível tecnológico. Na teoria de comércio internacional, é dito que os recursos mais escassos em economias pobres não é o capital, mas sim a tecnologia.

## Conclusão

Podemos observar que as economias do leste asiático possuem peculiaridades que podem sustentar o modelo de taxa real de câmbio depreciada sem grande pressão inflacionária. Isso se deve: altos níveis de poupança, grande fluxo de investimentos estrangeiro diretos e políticas contra cíclicas.

Ao fim deste trabalho ficam evidenciados quatro fatores que distinguem entre a história de sucesso asiático e certo atraso latino americano. Todavia existe uma discussão que não se cala apenas com identificação destes fatores. A pergunta que fica é o porquê as economias do leste asiático tiveram sucesso em implantar esses pontos.

Outro questionamento que fica é se o que foi visto neste trabalho for só a ponta de um iceberg. Talvez possa se olhar para escolha da taxa de câmbio como um jogo. Cada jogador (país) esta escolhendo entre abrir ou fechar sua economia via câmbio. A moeda depreciada estaria protegendo o mercado nacional ao custo inflacionário. Já moeda apreciada abre o mercado domestico evitando inflação porém ao preço de crescimento restrito. Dado essa situação qual a melhor estratégia?

É interessante olhar câmbio desta forma, pois fica mais evidente o fato de que um país que consegue manter sua moeda depreciada sem pressão inflacionária está transferindo os seus custos para terceiro. No fundo a pergunta que cada jogador se faz nesse jogo econômico é: “Como conseguir crescer fazendo que alguém pague a minha conta?”.

## **Bibliografia**

- 1 - DE BOLLE, Monica. **Is the Real Exchange Rate a Policy Instrument ? Considerations on Korea, Thailand and Brazil.** Institute for Economics Policy, Casa das Garças – IEPE/CDG, Março 2007
- 2 - CARNEIRO, Dionísio e WU, Thomas. **Sovereign Risk and Out-of-Equilibrium Exchange Rate Dynamics.** . Institute for Economics Policy, Casa das Garças – IEPE/CDG, Janeiro 2007.
- 3 - PESSOA, Samuel. **Previdência, câmbio e crescimento.** Institute for Economics Policy, Casa das Garças – IEPE/CDG, Fevereiro 2007.
- 4 - STIGLITZ, J.E. e YUSUF, S. **Rethinking the East Asian Miracle.** Banco Mundial, Oxford University Press 2001.
- 5 – Athukorala, P. and S. Rajaparina (2003) “ Capital Inflow and the Real Exchange Rate: A Comparative Study of Asia and Latin America”. The world Economy.