

“Regimes cambiais”

Transcrição de comentário feito no VI Encontro Anual dos Mercados Financeiros, realizado em Dezembro de 1999, no Instituto Brasileiro de Economia da FGV.

(com a palavra o professor Gustavo Franco)

– Boa tarde a todos.

Eu queria começar com um agradecimento muito especial aos organizadores pelo convite para, uma vez mais, comparecer a este Encontro. Ao professor Antonio Carlos Porto Gonçalves pelas palavras gentis e também ao Professor Renê Garcia pela homenagem. Vim a esse seminário anos atrás, quando era professor da PUC e o seminário muito menor, restrito a professores discutindo questões teóricas. Depois vim como diretor do Banco Central, e no ano seguinte, como presidente do Banco Central. E agora, de novo, volto como professor. O seminário cresceu, eu fico feliz com isso, e é bom estar de novo entre amigos.

Muitos temas já foram abordados pelos companheiros de mesa, muitos temas provocantes e me aproveitando disso vou, na verdade, trazer algumas provocações adicionais para o benefício do diálogo entre nós.

A questão aqui discutida, na verdade, é um tema antigo: se as taxas de câmbio devem ser fixas ou flexíveis. Um debate que foi especialmente ativo nos Estados Unidos pouco antes da desvalorização do dólar em 1971, quando os Estados Unidos abandonam o padrão ouro. Este episódio é talvez o primeiro, de tantas desvalorizações, no qual o assunto mobilidade de capitais tenha se apresentado de forma clara para os economistas. Foi a partir da discussão dessa experiência que se produziu a sabedoria que o professor José Julio Senna aqui lembrou bem, o “trilema”. Ele usou um outro termo – “trindade impossível” - ou seja, a ideia de que a mobilidade de capitais constrange a soberania nacional, constrange as políticas que os bancos centrais podem exercer. E o primeiro caso, e talvez o mais dramático de todos foi o do próprio dólar em 1971. Nem mesmo os EUA estavam livres das leis econômicas: eles tiveram que flutuar sua moeda porque não era mais possível manter uma taxa de câmbio fixa tendo os déficits em conta corrente e as políticas fiscais que eles queriam ter, e porque isso requeria taxas de juros mais altas do que parecia politicamente aceitável.

Muitas lições foram retiradas desse episódio sobre a superioridade, ou não, do regime de taxas de câmbio flexíveis sobre o regime de taxa de câmbio fixo. Eu acho que, na verdade, o episódio oferece conclusões bem mais interessantes do que simplesmente apontar o regime vencedor. Se formos um pouquinho mais fundo, será possível ver que estamos tratando de um episódio onde se percebe a presença de um elemento que, com frequência, não aparece no “trilema” e que não pode ser ignorado: a política fiscal. Dada uma política fiscal expansionista de inspiração keynesiana e características armamentistas, como os americanos tinham na ocasião, é muito difícil manter taxas de câmbio fixas. Os Estados Unidos, no caso, acabaram preferindo manter suas políticas fiscais expansionistas e armamentistas e flutuar o dólar, do que arrumar a casa do ponto de vista fiscal e manter a taxa de câmbio fixa.

Quando nós nos voltamos para as experiências europeias que ocorreram um pouquinho depois quando, nos países europeus, pesados controles cambiais começaram a ser removidos, e vários países tiveram combinações muito díspares de rigidez cambial, controles de capital, diferentes tipos de atitude com relação à fixação da taxa de juro e diferentes tipos de preferência no campo da política fiscal. Os países europeus viveram, todos eles, entre 1971 e a adoção da moeda única, todo o tipo de situação intermediária entre a rigidez completa e a flexibilidade completa. E ao fim das contas, em 2000, acabaram num regime de rigidez completa, pelo menos olhando do ponto de vista deles, pois adotaram a moeda única, portanto, abriram mão da sua política monetária. Eles fixaram suas taxas de câmbio entre si, porém flutuando com relação ao dólar. Ou seja, uma no cravo uma na ferradura. Será essa experiência uma consagração das taxas de câmbio flexíveis ou a rigidez? Talvez ela tenha consagrado a ambiguidade e, portanto, tenha posto sob suspeita a teoria de que ou o país tem perfeita rigidez ou tem perfeita flexibilidade e tudo no meio é suspeito, uma teoria muito popular nos dias de hoje.

A experiência dos países emergentes tem os mesmos elementos dessas duas experiências clássicas, a americana e a europeia, mas talvez seja até mais rica. A experiência asiática, com certeza, é riquíssima. Há muita diversidade entre os países, como também na América Latina. Nas duas regiões, diferentes países tentaram diferentes combinações entre política fiscal, política monetária, política cambial.

Para não entrar em detalhes e chegar logo na situação brasileira, é necessário lembrar que havia um elemento fundamental subjacente a toda discussão brasileira, é que a decisão sobre taxas de câmbio fixas ou flexíveis ou coisa que o valha, não seria tomada no vácuo, mas levando em conta uma situação específica brasileira, a realidade da mobilidade de capitais que se apresentou especialmente depois da estabilização. Com efeito, antes da estabilização em julho de 1994, não havia tanta clareza sobre a extensão, a magnitude da movimentação de capitais. A hiperinflação parecia nos deixar afastados do mundo globalizado, ou seja, funcionava quase que como um instrumento de isolamento do país do resto do mundo.

Quando a estabilização acontece, nós vivemos, ao mesmo tempo, o drama da descoberta dos limites que a mobilidade de capitais trazia para o país, o drama da descoberta de que tínhamos políticas fiscais absolutamente insustentáveis e que reformas eram absolutamente necessárias para a estabilização e o crescimento. Portanto, íamos enfrentar uma combinação de estabilização, reformas, e globalização, tudo ao mesmo tempo e isso tudo num momento onde era Presidente da República o doutor Itamar Franco e nós estávamos em fim de governo e com uma situação de grande incerteza. Portanto, era neste momento que essa decisão sobre regimes cambiais, que discutimos aqui em abstrato, precisava ser tomada. Vamos sempre ter que considerar as condições específicas dentro das quais o Brasil trabalha, e essas condições estão sempre mudando, para adaptarmos os juízos mais gerais da teoria e a experiência de outros países, que aqui foi lembrada por todos os palestrantes.

Pessoalmente, eu gosto em especial da noção de que a mobilidade de capitais tem uma propriedade disciplinadora. Tudo se passa como se tivéssemos eliminado a impunidade macroeconômica, os países não pudessem mais fazer certas coisas. A mobilidade de capitais faz com que os países não possam mais ter políticas fiscais irresponsáveis, nem ter regimes comerciais fechados, ou sistemas bancários “bichados”. Os países ficam sujeitos ao juízo dessa entidade chamada “o mercado”, para muitos uma entidade maligna e irracional mas, segundo me parece, não vilania neste arranjo. O “mercado” é apenas mais um nome para essa coisa chamada “opinião pública”, talvez um pedaço especificamente mais informado da opinião pública do que a opinião pública mais geral e, portanto, mais relevante para os mercados financeiros. Dizer que os países ficam mais vulneráveis à opinião pública não me parece nada problemático. Parece-me, pelo contrário, positivo para qualquer democracia que a opinião pública consiga desafiar políticas macroeconômicas inconsistentes.

A equipe econômica, em 1993-94, certamente conhecia os prós e os contra da teoria quanto a regimes cambiais, mas estávamos a ponto de enfrentar uma situação única, uma combinação singular de estabilização e necessidade de iniciar reformas estruturais. Íamos deixando para trás uma reforma monetária muito singular na sua construção, e também a hiperinflação e todas as suas distorções. Estávamos experimentando de uma forma dramática o problema conceitual de como construir um regime cambial que maximizasse a sua propriedade disciplinadora, mas sem criar imperativos impossíveis ou que ignorasse os movimentos dos mercados.

Precisávamos de disciplina pois íamos começar um programa de estabilização e reformas e o mais importante desafio que se colocava para nós era o de lidar com o problema dos “fundamentos”. Vocês todos devem lembrar que, naquela ocasião, se dizia que já tínhamos feito várias “anestésias sem cirurgia”, programas de estabilização bem desenhados e engenhosos, mas que não resolviam os “fundamentos”, e portanto, eram programas que tinham efetividade apenas efêmera, temporária. Agora precisávamos construir um programa que forçasse a sociedade, os políticos, o Brasil, a tratar dos “fundamentos”.

Portanto, qual seria o melhor regime naquele momento – eu deixo a pergunta no ar – em julho de 1994 ? Taxas de câmbio fixas, como em um *currency board*, ou taxas de câmbio flutuantes, como aqui todos defenderam tão habilmente, todos aqui formando, pelo que me parece, uma mesa de “flutuadores juramentados” ?

Naquele momento, julho de 1994, havia dentro da equipe econômica uma argumentação muito bem construída pró *currency board*, mais ou menos nos seguintes termos: em um regime de extrema rigidez cambial, acontece o que acontece na Argentina, ou seja, o imperativo das reformas se torna absolutamente incontornável, nenhuma complacência é admissível. Portanto, para sustentar o regime todo e qualquer sacrifício tem de ser feito. O país fica obrigado a seguir as políticas fiscais que garantem o *currency board*. A experiência Argentina, naquela altura, era muito popular, e muito festejada.

Dentro da equipe econômica, todavia, também se argumentava que o excesso de rigidez podia romper o nosso delicado tecido político, que talvez não aguentasse a imposição de produzir as reformas que dessem sustentabilidade a um regime rígido com a velocidade necessária. Como a “saída” de um *currency board* é sempre desastrosa, correríamos riscos demais.

Esta era uma avaliação pragmática, bastante razoável e que nos levou a não adotar uma forma extrema de rigidez, e nos levou, na verdade, ao outro extremo: nós começamos o Plano Real com um regime de taxa de câmbio flutuante, conforme aqui recomendado, no plano abstrato, por todos dos palestrantes. Não havia, todavia, naquela ocasião, muito consenso sobre o assunto. Eu me lembro que eu, como diretor da área externa do Banco Central, tive que me dirigir a muitas audiências explicando que as taxas de câmbio do país não deviam ser fixadas como as tarifas para os serviços públicos, que taxas de câmbio têm que ser determinadas em mercado, têm que refletir fundamentos da economia, têm que flutuar ao sabor das mudanças nas expectativas e coisas desse tipo. Ouvi muitas opiniões de peso, no sentido oposto, dizendo: “não tem nada disso, o câmbio tem que ser aquele que é o certo”, e cada qual tinha, evidentemente, sua própria teoria sobre qual era o nível de taxa câmbio certo.

A taxa de câmbio apreciou com o regime de taxas de câmbio flutuante o que, a meu juízo, fez muito bem à economia. A apreciação, por um lado, proporcionou uma ajuda inestimável à estabilização e, por outro, eliminou uma subvalorização cambial própria de todas as hiperinflações e assim retirava a taxa de câmbio do seu papel histórico de acobertar a ineficiência e a incompetência da produção nacional em muitos setores.

Foram tantas as reclamações na ocasião contra as taxas de câmbio flutuante e os resultados que este regime nos trouxe, algumas com fundamento, outras nem tanto, que o próprio Banco Central reconheceu que era preciso fazer alguma coisa. Como a apreciação parecia não ter fim, o BC estabeleceu um piso para a taxa de câmbio, a uma certa altura, fazendo intervenções, evitando que o dólar fosse mais para baixo do que já tinha ido. A intervenção foi muito bem recebida. Curiosamente, seis meses depois, ao final de 1994, quando veio a crise do México, houve uma grande onda de pavor com relação às consequências que a taxa de câmbio podia trazer num outro extremo, da depreciação, para um programa de estabilização ainda jovem e frágil. Vamos lembrar que, naquela ocasião, os índices de preços ao consumidor corriam ainda fartamente na frente dos índices de preços por atacado e, portanto, havia muitas dúvidas sobre indexação, sobre lei salarial e coisas desse tipo. Portanto, naquela ocasião, era a opinião de muita gente que se fôssemos desvalorizar agressivamente, ou deixar o câmbio flutuar para cima de forma desimpedida, como seria normal na situação da crise do México, nossa estabilização correria enorme perigo.

Foi novamente muito bem recebida a intervenção do Banco Central no sentido de colocar um teto para a taxa de câmbio. Foi, portanto, meio “à la Monsieur Jordan” que nós aqui acabamos adotando o regime de bandas que a Europa experimentou várias vezes e de muitas formas.

Ao longo do tempo, esse nosso regime “à la Monsieur Jourdan” foi ficando mais formalizado, as regras foram se tornando mais explícitas e nós estávamos construindo um meio termo entre duas coisas que o regime devia ter: de um lado devia salvaguardar o fato de o câmbio refletir fundamentos da economia, porque aí estava o segredo da ligação entre reformas e regime cambial, política e regime cambial. De outro, a noção da “âncora”, ou seja, havia uma rigidez a forçar o país na direção do equilíbrio fiscal e das reformas modernizantes. Meio rigidez, meio flutuação, era preciso deixar espaço para o mercado mostrar a sua opinião, mas também era preciso preservar a noção da “âncora”, ou seja, de que nós não podíamos declarar a vitória sobre a inflação no momento em que a classe política pudesse declarar a vitória sobre a inflação, não precisa mais de “âncora”, aí as reformas iam parar. Pelo menos essa era a nossa sensação.

Portanto, era difícil desenhar no nosso caso específico, como continua sendo difícil, um meio termo entre a rigidez que faz o sistema político se mover na direção correta e a flexibilidade que é necessária para os mercados funcionarem melhor, para que os fundamentos melhor sejam refletidos e tudo o mais. Nós éramos um caso único entre México e Argentina, um caso intermediário curioso. Eu cansei de sentar em mesas aonde havia também um mexicano e um argentino para debater regimes cambiais, e tínhamos três posições absolutamente diferentes e sempre era difícil para qualquer um argumentar que o seu regime era o melhor do mundo, porque os dois do lado ficavam desconfortáveis.

Enfim. Mesmo depois de tudo que se passou, eu continuo achando que o caso brasileiro é um de “meio termo”. Eu continuo achando que esse não é um país que possa conviver com a rigidez total do seu regime cambial feito na Argentina, ou seja, levando ao sistema político todo o ônus de fazer as reformas necessárias, na velocidade necessária que os mercados desejam. A realidade brasileira não nos permite isso tipo de solução, embora alguma dose de rigidez deva existir, porque sem âncora nenhuma nós criamos a situação oposta, quase de *moral hazard*, onde vigora a sensação que a flexibilidade cambial “cuida” da questão externa, de modo que o problema com a mobilidade de capitais fica “resolvido”, e o país “defendido” da globalização e desobrigado de fazer as reformas modernizantes que todos sabemos que temos de fazer. Sem “âncora”, portanto, corremos o risco de o sistema político dispersar suas atenções para suas próprias agendas e não fazer nada com a política fiscal, nada de reforma, nada de privatização, nenhuma tentativa de consertar a Previdência. Acho péssima a ideia de que a taxa de câmbio flexível “resolveu” o problema da inserção externa no Brasil. Primeiro porque, evidentemente, não resolveu coisa nenhuma. Segundo porque cria os incentivos errados para os políticos.

Pode-se também argumentar que, em resposta a choques externos a escolha de regime cambial é uma escolha entre oscilações na taxa de câmbio, ou nas reservas. A análise de custo-benefício dos dois sistemas, ao menos no papel, não é muito conclusiva. E certamente tende a favorecer as taxas fixas quando a economia reage mal a flutuações no câmbio ao transformá-las em inflação com facilidade.

A pergunta que se faz hoje, todavia, é se nós deveríamos viver num extremo de taxas de câmbio flexíveis sem nenhuma intervenção do Banco Central, totalmente “puro-sangue”, e se assim teríamos um regime que nos levaria para a taxa de câmbio correta e proporcionar os incentivos corretos para o sistema político e tudo o mais?

Eu acho que a nossa experiência, ao longo de 1999 e 2000, não foi exatamente essa. Acho que o nosso regime de taxa de câmbio flexível nos trouxe subvalorização, ou seja, um *overshooting* para baixo, que é muito ruim, porque protege artificialmente a indústria nacional e ressuscita velhos fantasmas, o mundo da inflação, da incompetência, da falta de necessidades de lutar pela competitividade por conta desta proteção excessiva dada por uma taxa de câmbio subvalorizada. Sem falar em que uma taxa de câmbio subvalorizada é uma constante ameaça à estabilidade de preços. Este é o Brasil do passado.

Existem preços que são indexados ao dólar, esses preços começam a reverberar dentro da economia, provocando tensão dentro das cadeias produtivas, gente que repassa, gente que não repassa, gente que encolhe margem e fica chateada, trabalhadores sentindo na carne aumentos de tarifas públicas, enfim, o nosso sistema de taxa de câmbio flexível provocou inúmeras tensões, a tal ponto que aqui mesmo nessa mesa se falou da inflação em tons bastante ameaçadores, como um perigo concreto e real que existe na economia brasileira hoje e ninguém seria irresponsável de descartar essa ameaça. O próprio comitê de política monetária tem mantido as taxas de juro, como já foi observado, num nível mais ou menos onde estavam antes da crise da Ásia. Nós não conseguimos trazer as taxas de juros reais para valores muito diferentes do que nós tínhamos antes, é só fazer a conta e escolher certo o índice de preços.

Eu gostaria de terminar com a seguinte observação: o nosso problema nunca foi um problema de escolha de regime cambial. Não acho que essa tenha sido a verdadeira questão no Brasil. A nossa grande questão é a das reformas modernizantes, a de se construir um Estado moderno de acordo com os padrões da nossa época, que todos sabemos quais são, e alguns gostam de se referir a isso de forma depreciativa e estão chamando esse tipo de programa como um programa de consenso disso ou daquilo, ou neoliberal, ou o que seja. O fato é que existem

regras, hoje, sobre como o estado deve funcionar, sobre como a economia deve ser regulada, e que, nessas áreas, não dá para inventar muito.

No plano político, chegou-se a usar uma terminologia muito forte - "O Fim da História" – para descrever o amadurecimento político das economias capitalistas, ou o consenso em torno da ideia de que não há alternativa à democracia liberal como regime político neste planeta, um princípio que eu acho que todos concordam. No terreno da política econômica, também existem consensos, como todos sabemos. Não há mais lugar para irresponsabilidade fiscal, regimes comerciais fechados, o Estado com um enorme poder e tudo o mais.

A pergunta, portanto, que fica no ar, eu acho que é a mesma que eu tive de enfrentar no passado: qual o "meio termo" apropriado entre flexibilidade e rigidez que vai fazer o Brasil andar mais rápido, que vai provocar a sociedade e o sistema político a se aperfeiçoar em uma velocidade maior e, portanto, criar os fundamentos para o crescimento econômico de forma mais sólida.

Essa é a verdadeira discussão.

Muito obrigado.

(volta a palavra ao professor Istvan)

- Normalmente nós vamos abrir as perguntas à plateia, mas antes de fazê-lo eu vou dar uma oportunidade para a mesa de fazer perguntas, e vão ser realmente perguntas de dois minutos. Não vale discurso – e depois nós vamos passar para a plateia.

E já que eu vou abrir para a mesa, o primeiro a perguntar vai ser eu.

O Gustavo colocou uma pergunta que é: "qual é o necessário compromisso entre a flexibilidade e rigidez cambial?" E também enfatizou a necessidade de fazer reformas modernizantes na economia brasileira, e eu diria que mesmo com reformas modernizantes, vai ser necessário definir eventualmente algum regime cambial após essas reformas, se é que algum dia elas serão feitas.

Mas, enfim, eu perguntaria a ele o seguinte: "se o Brasil adota um regime, ou melhor, o Banco Central adota uma "âncora" composta de uma cesta de bens, que inclusive pode ter o câmbio ou não dentro, uma cesta de preços que ele resolve estabilizar e que, portanto, é composto de vários bens, inclusive pode ser o dólar um deles, repito. E de repente, num caso extremo, o dólar é o único bem presente nessa cesta. Então nesse caso, nós teríamos um regime de câmbio fixo?"

Num outro caso menos extremo, vai ter dólar, vai ter outras coisas e tal, ele procura estabilizar o preço dessa cesta, que eu chamaria que é a cesta que vai determinar o chamado *core inflation*. Isso seria um regime que daria uma "âncora" cambial e poderia ser um intermediário ou um regime de compromissos entre a rigidez e a flexibilidade.

O fato é que ele tem razão: os bancos centrais devem tentar estabilizar alguma coisa e eu só não entendo porque que tem que estabilizar o câmbio e não uma cesta mais ampla de preços.

No passado, por exemplo, no século passado, por definição ou por constituição institucional, os regimes eram tais que estabilizavam o preço do ouro, porque por definição o ouro era a moeda, então o preço do ouro, que era uma *commodity* real, tinha o valor de 1, isso era o que era estabilizado nas economias e o resto dos preços tinham que se acertar ao fato do preço do ouro, ou da prata, ou de uma combinação de ouro e prata, estarem estabilizados.

A minha sugestão, portanto, é que se faça no Brasil uma âncora sim, mas essa âncora, que é o compromisso do Banco Central de estabilizar alguma coisa, não seja necessariamente composta 100% de taxa de câmbio. Haja também outros preços envolvidos e, nesse caso, alguns preços de bens *tradables* representariam o câmbio, outros de bens de serviço aqui dentro. Essa cesta, então, seria a maneira moderna de se chegar à tarefa do Banco Central de arranjar uma âncora,

porque, mesmo feitas as reformas modernizantes, vai ser necessário você definir uma cesta ou uma âncora com objetivos de estabilização para o Banco Central.

Essa é a minha pergunta.

(com a palavra o professor José Julio Senna)

– Dentro desse espírito, o que eu gostaria de fazer é mais um comentário, aproveitando a pergunta que o Gustavo deixou no ar. A situação de que o Brasil devia, numa época, final de 93, decidir qual era o melhor regime cambial naquele momento? E depois eu vou fazer um comentário sobre a questão também colocada pelo Gustavo Franco no final, sobre flutuações das reservas, *vis-à-vis*, flutuações do câmbio.

Eu acho que, no tocante à primeira indagação, que ele fez questão de deixar no ar, a impressão que eu fico, Gustavo, é que, no fundo, o grau de discordância da maior parte do que você chamou de “flutuadores juramentados”, possivelmente eu estou incluído aí nesse grupo, não é propriamente com o início do programa de estabilização. Eu acho que é muito mais com a fase final. A impressão que eu tenho também é que, dentre nós aqui nesta sala cheia, nesta tarde de hoje, dificilmente a gente vai encontrar alguém que não se declare fã incondicional do processo de estabilização brasileiro. Nós temos que ser realistas. A prova do pudim está na hora em que a gente come o pudim, é um velho ditado. Nós trouxemos a inflação, quer dizer, o governo trouxe a inflação de 40% ao mês, para praticamente 0% que foi essa inflação do ano de 1998.

Então, na parte inicial, e eu vi muita gente criticar, aí sim, talvez só esse aspecto, aquela apreciação inicial da fase do Real que o Gustavo se referiu. E, sinceramente, eu acho que este não é o ponto, pelo contrário, concordo inteiramente de que aquela apreciação teve uma função muitíssimo importante, do ponto de vista de reverter as expectativas inflacionárias e aumentar sobremaneira a confiança de todo mundo, na sociedade como um todo, na própria moeda.

Então, eu acho que na verdade a fase inicial foi absolutamente muitíssimo bem administrada, os resultados foram muito concretos, não tem como discordar disso. Onde dá para discordar é na fase final, ou seja, exatamente pelos motivos apresentados antes – liberdade de capitais – tornava a rigidez no câmbio uma impossibilidade prática.

E aí passo para o segundo aspecto da observação que eu gostaria de fazer. O Gustavo coloca assim: “a flutuação nas reservas, *vis-à-vis*, a flutuação do câmbio”. O ponto, é que nós não tivemos só a flutuação das reservas, na fase final. Nenhuma discordância, zero discordância com a fase inicial, intermediária, quase final. Discordância é com a parte final. E temos que tomar muito cuidado para não sermos críticos excessivos desse tipo de problema também, porque no mundo não se faz transição voluntária do regime de câmbio rígido e do regime de flexível.

O professor Barry Eichengreen esteve aqui nessa mesma mesa, no ano passado, num seminário como este, e a ele eu perguntei, fui debatedor na apresentação dele aqui, que exemplo ele me traria de um país que tenha migrado voluntariamente do câmbio rígido para o câmbio flexível? Ele levou 20 minutos para responder e lembrou-se de Cingapura em 1973. Existia o choque do petróleo, existia o *currency board*, não queriam importar inflação, passaram voluntariamente para o câmbio flexível. Ninguém faz isso: os Estados Unidos não fizeram. O Chile fez agora, é verdade, o Chile talvez seja a segunda exceção, está lembrando aqui o Carlos Langoni. Bom, na verdade, então não pode ser crítico demais nisso, porque ninguém foi assim. Ninguém foi voluntariamente, à exceção do Chile e Cingapura, pouquíssimos.

Com relação à flutuação das reservas, o que a gente pode observar é que na verdade não foram só as reservas que flutuaram, foram os juros, foram os produtos, foi o emprego, tudo flutuou. A instabilidade doméstica foi muito maior sob o câmbio fixo, porque justamente para se defender da fuga de capitais, era preciso usar de todos os instrumentos, era preciso usar de todo o tipo de freio para segurar a economia e impedir a fuga de capital e defender através do câmbio. Então eu acho que a questão da flutuação não é apenas reservas *vis-à-vis* câmbio, é reservas e várias

outras coisas *vis-à-vis* câmbio; e infelizmente Gustavo, vou continuar “flutuador juramentado” que eu acho que de fato o regime de câmbio flexível é superior.

(com a palavra o professor Antonio Carlos Porto Gonçalves)

- Apesar de ser um “flutuador juramentado” com todo orgulho, eu concordo como Gustavo sobre a questão da necessidade das reformas modernizantes. Acho que não há dúvida nenhuma a respeito disso. O que eu discordo é sobre certas afirmações que ele fez, por exemplo: o efeito da oscilação das reservas é exatamente igual a oscilação na taxa de câmbio. Isso não é verdade. O regime de taxa de câmbio flutuante, quando eu citei aqui, ele permite navegar muito melhor os choques externos. Eu citei o México, o peso mexicano no final do ano passado se desvalorizou e a economia mexicana é a economia que mais cresce na América Latina. Isso não tem problema nenhum. Enquanto que perdas de reservas internacionais acentuadas trazem crises, trazem recessão, trazem desemprego, e trazem crises bancárias, exatamente as chamadas *twin crisis* é que proporcionam profundas recessões.

No caso brasileiro, nós não tivemos exatamente isso. Porque você, Gustavo, no Banco Central, promoveu a reestruturação do sistema bancário antes da crise cambial, e nós chegamos no final de 98-99, com um sistema bancário mais saudável que impediu que se tivesse uma crise bancária em decorrência da explosão do sistema de bandas cambiais, e isso permitiu que nós tivéssemos, por consequência, uma recessão muito mais suave do que teríamos e que tiveram outros países como Chile em 82, a Suécia em 92, o México em 94-95, os países do sudeste asiático em 98 que, junto da crise cambial, tiveram uma crise bancária porque não tinham bons sistemas bancários, e exatamente pela sua atuação anterior no Banco Central, reestruturando o sistema financeiro, é que nós não tivemos esse problema aqui no Brasil. Mas normalmente o efeito de oscilações em reservas é muito diferente do efeito de oscilação de taxas de câmbio.

Por outro lado, você mencionou aqui a questão da subvalorização cambial. É verdade, é possível que nós tenhamos hoje um processo de subvalorização, tanto é que o mercado está apontando no sentido de uma apreciação nominal do real, mas é muito diferente, você está vendo pela lógica do câmbio fixo. No sistema de câmbio fixo, quando se percebia que o câmbio estava apreciado, os empresários em lugar de promover redução de custos nas suas empresas, reestruturações, o que eles faziam? Eles, por definição, diziam que o câmbio estava apreciado em 30%, e então começavam a pedir a cabeça do presidente do Banco Central, como muitas pessoas fizeram com você mesmo. Então, em lugar de promover a eficiência, o câmbio fixo promovia o *lobby*, a ineficiência, a arma para lutar com a concorrência externa era o *lobby* e não a realização de ganhos de produtividade. Hoje a situação é bem diferente porque nada está garantido. Ninguém garante que a apreciação ou depreciação do câmbio seja permanente, isso muda de acordo com as forças de mercado. Então o empresário consciente não vai relaxar porque teve uma desvalorização cambial. Olhando hoje para as empresas, está todo mundo perseguindo redução de custos, procurando se tornar mais competitivo porque sabe que isso não é uma situação permanente, em lugar de ficar pedindo a cabeça do presidente do Banco Central. Então, a lógica de hoje do câmbio flutuante é muito diferente da lógica do câmbio fixo, e que dependia lá do presidente do Banco Central a competitividade ou não das empresas, e hoje depende do mercado, é um sistema impessoal.

(com a palavra o professor Roberto Castelo Branco)

Se me permite aqui mais uma vez, não é ser advogado de defesa do Gustavo, mas acho que nós estamos aqui não para falar sobre o passado, mas sim sobre o futuro. O que por acaso aconteceu na economia brasileira tem seus méritos, tem seus defeitos, mas foi uma construção ao longo de 4-5 anos que teve resultados positivos e negativos. Nós temos é que pensar sobre o futuro. O Brasil é sustentável em termos de desenvolvimento com o atual regime cambial? O regime fiscal brasileiro ele é um regime fiscal que gere condições de crescimento ao longo prazo?

Coisa que a gente sabe que não, a reforma em curso no Congresso Nacional ela chega ser patética dos dois lados.

Ao mesmo tempo, o seguinte: eu acho que o grande mérito da qualidade do programa de estabilização que foi levado pelo Brasil nos últimos anos, é que ele resgatou coisas e princípios que a nossa geração tinha como básicas. Valores éticos, princípios morais, defesas de princípios, coisa que hoje no Brasil os interesses privados voltam a prevalecer sobre os objetivos públicos e voltamos a uma corrente de pressões sobre o governo, e tal. O Gustavo não foi um “exterminador de exportador”, os “fundamentos” na economia brasileira é que estavam fora do lugar. Construiu-se um regime cambial e as areias estavam apodrecidas, o problema eram das areias que estavam apodrecidas, não era o regime cambial em si. Eu acho que nós temos que pensar no futuro, e esse futuro é que nós estamos aqui para questionar.

É o regime cambial brasileiro sustentável? O regime fiscal fornece condições necessária para o crescimento a longo prazo? Cem por cento aqui da plateia vai dizer que não. E o que nós estamos fazendo para controlar isso? O que nós estamos fazendo para criar condições institucionais para que o Brasil seja um país melhor em relação ao futuro? Parece-me que esses são os pontos chave da discussão.

E a questão da conta de capital que é o tema central, ele está desmerecido. Se as instituições brasileiras não responderem na mesma velocidade, a abertura de conta de capital pode fornecer um instrumento adicional de vulnerabilidade à estabilização.

(volta a palavra ao professor Gustavo Franco)

- Muito bem. Tem quatro pontos muito rápidos. O primeiro, com relação ao que disse o professor Porto Gonçalves, eu queria concordar que alguma coisa o Banco Central deve controlar de forma rígida e que precisamos pensar no quê, dependendo da circunstância. No nosso caso eu acho que houve época em que nós adotamos diferentes soluções ao longo desses últimos anos, começando com flutuação, depois uma rigidez que foi sendo flexibilizada, tudo conforme as circunstâncias, mas a lógica, eu acho, era sempre a de que tinha que haver alguma coisa que doesse, alguma restrição, alguma “ancoragem” que forçasse a economia a fazer o seu dever de casa, as reformas, que forçasse o processo político e o processo empresarial na direção de uma organização econômica moderna. Esse papel a “âncora” cambial cumpriu durante boa parte do tempo.

Aí eu passo ao segundo ponto, que é quando nós então achamos o “meio termo” e a situação muda drasticamente na direção de uma crise, que muda não se sabe bem por quanto tempo a situação externa dentro do qual nós estamos trabalhando, evidentemente muda o “meio termo” que nós achamos numa situação anterior. Mas, na hora a gente não sabe, a sabedoria a *posteriori* é sempre muito mais fácil.

Ou seja, na ocasião, desde quando ocorreu a Crise da Ásia, apresentou-se o dilema: defender ou não defender o teto do regime de banda, deixar um pouquinho mais ou inventar alguma forma de mitigar uma sobre-desvalorização que não fosse uma fronteira rígida. Pensou-se em várias alternativas, no caso a Ásia foi um episódio também muito rápido, e não deu para pensar muito: defendemos a moeda, fomos vitoriosos, perdemos 11 bilhões de reservas nos últimos meses de 97, mas ganhamos 22 bilhões nos primeiros meses de 98.

Parecia para muita gente que havia, sim, méritos e a possibilidade de defender aquele regime, prosseguir adiante. Naquela ocasião, nós da equipe econômica, estávamos confiantes que tínhamos construído uma defesa robusta contra a crise da Ásia, a partir do chamado “Pacote 51”. A crise nos pegou com um déficit nominal que era ligeiramente abaixo de 6% do PIB, uma coisa assim, e o esforço fiscal que nós propúnhamos, no “Pacote 51”, de 2,5% do PIB, nos colocaria com números fiscais quase europeus. Se tivéssemos cumprido essa promessa, eu tenho certeza de que seria diferente a realidade da crise da Rússia, quando ela chegou até nós.

Eu acho que eu fiz uma provocação deliberada quando eu falei aqui de oscilação cambial e oscilação de reservas serem coisas equivalentes, porque justamente eu sabia que isso ia despertar os brios dos amigos flutuadores. Mas deixa-me lembrar do seguinte, eu ouvi aqui nessa mesa, de mais de uma pessoa, que faz sentido que existam intervenções ocasionais, de vez em quando, para reduzir o custo da volatilidade excessiva da taxa de câmbio. Isso é uma coisa que faz sentido e é praticada em toda a parte, em todos os países onde tem regimes de câmbio dito flutuante. A questão é que a intervenção não é tão explícita quanto era no caso nosso de sistema de bandas, se fazia de outras formas.

Outro dia eu escrevi no jornal por exemplo sobre o que os mexicanos fazem. O México foi citado aqui. Os mexicanos operam muito ativamente com derivativos cambiais, especialmente com opções, com o propósito de mitigar a volatilidade excessiva. Eu acho que nós devemos ter esse tipo de coisa e acho que, na verdade, não é outra coisa que o nosso banco central está fazendo, devagarzinho, está aprendendo a fazer o que os outros bancos centrais em regimes de flutuação fazem; no caso aí, houve um exemplo que eu acho extremamente rico, vale a pena refletir a respeito que é esse exemplo da intervenção do banco central *forward* comprando e vendendo em volumes parecidos, que é na verdade uma maneira de utilizar derivativos cambiais para estabilizar a trajetória da taxa de câmbio.

Eu acho que mais coisas desse tipo vão aparecer no futuro, justamente com esse espírito de prevenir volatilidade excessiva. Todo mundo que gosta de flutuação, eu incluído, reconhece os problemas criados pelo excesso de volatilidade. Na nossa função-objetivo, volatilidade aparece com o sinal menos. Claro que para cada um tem um grau de volatilidade que é considerado aceitável, desejável, para cada economia tem um grau de volatilidade que é admissível, desejável e eu acho que o nosso é diferente do mexicano.

Por exemplo, o México tem outra tradição em termos de inflação e indexação comparado conosco e, portanto, o regime de flutuação cambial lá apareceu de uma forma muito mais natural, a nossa tradição era um pouco diferente e, portanto, fomos para um caminho um pouco diferente.

Mas eu acho que não estamos discordando. Eu acho que é uma questão de “meio termo”: até onde vai essa intervenção que se destina unicamente a reduzir volatilidade? É do que nós estamos falando. Essa mesma intervenção aí, é a que, se tiver um pouquinho mais de peso, cria a lógica da “âncora” que provoca o sistema político e econômico, provoca os políticos a fazerem as reformas pelos imperativos que cria, pelo que a “âncora” cria, provoca as empresas a se aperfeiçoarem.

E aqui eu queria discordar do que disse o professor Roberto Castelo Branco, com relação à questão da produtividade. É que eu acho que tem uma evidência que não pode ser desprezada.

Quando nós olhamos, ao longo do tempo, a evolução da taxa de crescimento da produtividade no Brasil, existe claramente uma quebra de regime que acontece no início da década de 90, quando o Brasil inicia seu processo de abertura. A taxa de crescimento da produtividade, todo mundo sabe, é cíclica, é altamente influenciada pela taxa de investimento. Abstraída de influências cíclicas fica muito claro que o crescimento que a produtividade no Brasil experimenta a partir do começo dos anos 90, é muito diferente, pois parece acontecer alguma coisa muito diferente, muito nova, para fazer as empresas, de repente, passarem a se preocupar com qualidade, produtividade e essas coisas. Essa coisa chama-se abertura.

A abertura, como sabemos, foi resistida até o último homem e, na verdade, é possível dizer que, embora alguns setores empresariais mais visionários e modernos tivessem começado o seu processo de renovação antes do Plano Real, na verdade a abertura, medida como taxa de penetração das importações só aconteceu mesmo depois do Plano Real. A taxa de penetração das importações no Brasil era da ordem de 4,5% quando o governo Collor começa a abertura, e de 6% no fim do governo Collor. Chegou a 8% e voltou para 6%. Hoje, ela é de 20%. Essa trajetória de 6% a 20% que ocorre a partir de 1994, ocorre por uma combinação de medidas administrativas de desregulamentação, redução de tarifas, retirada de barreiras não tarifárias e essas coisas, e política cambial.

A propósito, meu testemunho pessoal é o seguinte: eu acho que a política cambial foi muito mais importante do que as medidas administrativas que foram tomadas; que foram, na verdade, poucas. Se alguém se lembrar do que aconteceu em termos de medidas administrativas liberalizantes durante o período 93 até 96, vamos lembrar que acabou a guia de importação, o licenciamento automático foi implantado e tudo mais, tivemos diversas rodadas de reduções de tarifas, algumas pontuais punitivas mesmo para setores oligopolizados; mas o que fez a abertura turbinar para valer o mundo empresarial, foi a política cambial, que funciona, como todos sabemos, funciona como uma rebaixa generalizada de tarifas. Um período de alguns anos vivido com taxa de câmbio abaixo da taxa de câmbio de paridade de poder de compra, produziu o fenômeno da abertura, produziu uma compensação, na verdade, por instrumentos de restrição administrativa à importação que nós não éramos capazes de quiçá vislumbrar. Nós sabíamos de restrições às importações que nós sequer entendíamos, e dificilmente saberíamos remover.

Quando se vai, por exemplo, para o campo das restrições sanitárias feitas pelo ministério da saúde, por exemplo, resolução do ministro da saúde, governando restrições sobre importação de componentes que tem a ver com remédios. Quer dizer, se o ministério da fazenda, no meio lá do processo de estabilização, tivesse que olhar esse tipo de coisa para discutir como é que vai fazer a abertura, não ia acontecer nada. O que provocou a abertura de verdade foi a mudança na política cambial. Este foi o grande catalisador do processo de abertura no Brasil. Foi a partir daí que a coisa aconteceu. E isso foi o que provocou uma mudança de conduta nas empresas brasileiras de forma absolutamente generalizada, que provocou a mudança de conduta e, por consequência, de desempenho.

Tem-se aí o velho paradigma da organização industrial, a teoria da organização industrial: estrutura, conduta, desempenho. Mudou-se a estrutura dos mercados no Brasil com a abertura, graças a medidas administrativas e política cambial. Isso muda a conduta das empresas que, no primeiro momento sim, ficam chateando autoridades, dizendo que o problema é o câmbio, até que o sujeito se dá conta de que tem um problema de custo que tem que resolver e aí as empresas começam a fazer o seu dever de casa, e com o tempo, acabaram fazendo este dever de casa de uma forma extremamente vigorosa; a taxa de crescimento da produtividade do trabalho na indústria, em média, durante o período 1991-1998, conforme medida em um estudo recente do BNDES, do Maurício Moreira, foi de 7,5% anuais.

Está se falando em nova economia nos Estados Unidos, em um novo paradigma com taxas de crescimento de produtividade da ordem de 1,5% ao ano. Nós estamos com uma produtividade crescendo a 7,5% na indústria. É claro que muito é recuperação de ineficiências grosseiras que existiam no Brasil fechado e inflacionado de antigamente, que fazem esse crescimento inicial ser vigoroso e provavelmente, no tempo, ele vai convergir para um crescimento de produtividade internacional, fenômeno que a literatura chama de *catching up*, que nós vamos chegar em um nível de produtividade semelhante aos países desenvolvidos e então a taxa de crescimento é decrescente no tempo, mas ela começa, no momento da abertura, muito alta, e ainda permanecerá por algum tempo.

Agora, eu sinceramente temo pelo que vai ocorrer com a produtividade neste ano, e a prevalecer a subvalorização cambial que nós estamos enfrentando, nós estamos vivendo agora, porque com esse excesso de desvalorização cambial que nós estamos tendo, com a taxa de câmbio acima da taxa de paridade, pelo menos de uns 25%, isso significa que é como tivéssemos uma subida generalizada de tarifas de 25%.

Se o governo fosse propor o assunto nesses termos: “vamos fazer uma subida generalizada de tarifas de 20%”, todo esse auditório aqui ia brandir suas armas contra uma volta do protecionismo e tudo o mais. Agora, como é subdesvalorização aí é diferente. Mas o impacto econômico é igual. Por isso eu temo pela continuação de um nível de taxa de câmbio que é claramente distante do equilíbrio e ele gera ineficiência, como gerava no passado.

Resumindo, portanto, eu já fiz discurso, não era para fazer, eu concordo com o professor Porto, eu, aliás, concordo com todas as observações dos meus companheiros de mesa exceto, como disse, pelo que se disse sobre produtividade.

(toma a palavra o professor Istvan)

– Olha só. Já que ele concorda com todo mundo, eu quero dar as boas vindas ao novo “flutuador juramentado”, ou “meio juramentado”. E eu preciso encerrar a sessão, mas eu vou abrir para uma ou duas perguntas, por favor muito brevemente.

(com a palavra o professor Marcelo Lara Rezende)

– ...tenho uma pergunta ao Gustavo Franco, que foi louvado e incensado durante muito tempo e depois crucificado, como parece ser a trajetória comum dos homens públicos do Brasil. E uma das coisas que foi usada e que provavelmente pressionaram o governo ao ponto da sua saída do governo, foi que a política cambial da ocasião estava ocasionando um prejuízo muito grande na nossa conta de comércio. Foi feita a mudança drástica e abrupta na política cambial com uma desvalorização enorme e, nós hoje aqui, estamos vendo que a resposta das exportações não foi nada do que se esperava. Então, a minha pergunta é exatamente sobre isso: como que ele vê esses resultados, tendo em vista a sua experiência no Banco Central?

(volta a palavra ao professor Istvan)

– Gustavo, eu creio que vou ter que aceitar só essa pergunta, porque nós estamos realmente muito atrasados. Desculpe.

(responde o professor Gustavo Franco)

- Muito rapidamente. O efeito da mudança do regime sobre as exportações eu acho que foi muito confuso, porque, é claro, a mudança foi confusa e durante algum tempo, não se sabia bem para onde estava sendo a mudança de regime, nem aonde a poeira ia assentar. Então, isso por si já é um aspecto muito negativo da mudança no regime cambial e que preveniu os efeitos supostamente bons da desvalorização sobre as exportações.

Acho que tivemos outros efeitos, outros elementos a contribuir para um desempenho ruim no começo: primeiro, eu acho que as pessoas não apreciam devidamente a endogenia que existe entre relações de troca, ou seja, preços em dólares das exportações e taxas de câmbio, na verdade existe uma ampla literatura por aí em torno do tema *pass through* que é exatamente essa questão, é complexo e aparentemente existe sim uma correlação negativa entre relações de troca, preços em dólar das exportações e desvalorização cambial. Portanto, a desvalorização pode ter sido importante para derrubar os preços em dólar das exportações em alguma medida relevante. Num primeiro momento ruim para as exportações, assim como num primeiro momento o excesso de volatilidade, a falta de familiaridade que o mercado brasileiro tem com essas oscilações muito grandes da taxa de câmbio, terminou por sacrificar um instrumento que para o exportador a vida inteira foi muito importante na sua equação financeira de exportação que foi o ACC, que foi muito prejudicado por uma desvalorização e por uma volatilidade ambas inusitadas para padrões brasileiros, o que significa que o exportador, por motivos econômicos, viu-se forçado a tomar capital de giro nos bancos locais, em vez de tomar, como estava acostumado, a custos internacionais. Tem alguma coisa errada aí.

Agora, é claro que isso talvez entre, no futuro, numa conta de curva J, ou seja, esse câmbio desse tamanho vai fazer as exportações aumentarem e elas aumentam principalmente, eu acho, porque, com o tempo, a taxa de câmbio mantida neste nível, tende a trazer para a exportação uma nova população de empresas que antes não exportava. Conforme a literatura acadêmica bem documenta, para se tornar exportador há necessidade de um investimento, são *sunk costs*, que as empresas incorrem para se estabelecerem como exportadores. Pode haver algum programa especial de crédito, ou um período prolongado de taxa de câmbio extremamente subvalorizada, que compense esse investimento “vocacional” do qual resulta a empresa se tornar

exportadora. Possivelmente esse tipo de fenômeno esteja ocorrendo e tenhamos um aumento da população de exportadores, ou o crescimento do interesse das empresas brasileiras que jamais exportaram em exportar, ao menos enquanto o câmbio estiver assim nesse nível maluco.

O financiamento a exportação tem, todavia, um papel importante neste processo. O câmbio não compensa inteiramente a falta de capital de giro. De modo que enquanto não for normalizada a equação financeira para a comercialização das exportações, o nível da taxa de câmbio ainda terá um efeito restrito sobre as empresas. Elas não conseguem aproveitar a taxa de câmbio boa como está para a exportação na sua extensão completa. Mas eu acho que vai acabar de algum jeito provocando sim uma melhoria nas exportações.

(Professor Roberto Castelo Branco)

- Com respeito à questão do aumento de produtividade que foi significativo mesmo ao longo dos anos 80, é uma questão empírica, porque você tem várias variáveis aí: tem o regime cambial, tem a abertura comercial – como você falou –, a liberdade dos fluxos de capital estrangeiro direto, que foi significativa, e a privatização das empresas estatais. A meu ver, todos esses fatores influenciaram a produtividade. É uma questão empírica: resta saber se o câmbio isoladamente teve efeito ou não.