



A experiência com taxas flutuantes

PETER J. QUIRK E HERNÁN CORTÉS-DOUGLAS

A PÓS 10 anos de experiência com taxas cambiais flutuantes, os países em desenvolvimento constatam que os prós superam os contras, se forem corretas as políticas econômicas internas. Vários novos países da ex-URSS já estão optando por taxas flutuantes, ao invés de fixas. Nos próximos anos, muitos outros países poderão fazer a mesma opção.

Nos anos 50 e 60, os países em desenvolvimento não hesitavam em afirmar que vinculariam suas moedas às das principais nações industrializadas, uma vez que vinculando suas moedas ao dólar norte-americano, por exemplo, estavam na verdade fixando a taxa cambial contra o iene, o marco alemão, o franco francês e a libra esterlina. Todo o sistema de Bretton Woods, do qual o FMI era o guardião, baseava-se em taxas fixas. Em 1950, ao fazer sua clássica defesa da adoção de taxas flexíveis nos países desenvolvidos, Milton

Friedman teve poucos partidários, inclusive no meio acadêmico.

No início dos anos 70, porém, quando os países industrializados optaram por taxas cambiais flexíveis, a determinação do acordo cambial e a escolha da moeda à qual se vincular tornaram-se questões importantes nas políticas dos países em desenvolvimento. O problema agravou-se em 1973, com o primeiro choque dos preços do petróleo, e voltou a agravar-se em 1982, quando a crise da dívida começou a ampliar-se. Até pouco tempo atrás, era crença comum — e nisso consistia o problema — que a adoção de taxas cambiais de flutuação livre não daria certo nos países em desenvolvimento. Argumentava-se também que, para a boa administração de taxas cambiais de mercado, seriam necessárias estruturas financeiras muito sofisticadas — como mercados futuros e a termo —, geralmente não encontradas nos países em desenvolvimento. Outra preocupação era a de que a flutuação da moeda, em um contexto de problemas sérios de balanço de pagamentos, levasse a uma constante desvalorização monetária, o que afetaria negativamente a estabilidade de preços e a produção a curto prazo.

No entanto, tais preocupações revelaram-se infundadas. Desde o início dos anos 80, 33 países em desenvolvimento e economias em transição permitiram a flutuação de suas moedas. Os países que adotaram mais recentemente essa postura foram os do Leste europeu e da ex-URSS (ver box). Dados recentes do FMI sobre esses países — e para todos os que mantiveram independentemente acordos de flutuação para o período 1985-91 — confirmam os resultados de um estudo de 1987 (que cobre

apenas a experiência inicial de 15 países em desenvolvimento na época). O estudo conclui ser possível esses países administrarem satisfatoriamente sistemas flutuantes. Isso significa, para os países que agora obtêm ou recuperam independência, um número maior de opções em relação ao regime cambial.

Motivos para a flutuação

Não é nova a discussão acerca das vantagens do regime flutuante, com relação a regimes fixos ou "âncora". Os que defendem taxas flutuantes fazem ver, há muito tempo, que esse regime é inevitável quando as reservas internacionais estão baixas ou não existem; e os defensores de taxas fixas ressaltam, há muito tempo também, que esse regime permite um grau maior de certeza às decisões do setor privado. No entanto, os governos têm tendido cada vez mais a adotar taxas flutuantes, e não outras formas de acordos cambiais — como a vinculação a uma só moeda ou a uma cesta de moedas, ou então taxas flutuantes administradas, que mudam segundo vários indicadores econômicos.

Insuficiência de reservas. Este é o motivo mais evidente, porque não havendo reservas suficientes o compromisso de defender taxas cambiais fixas ou vinculadas perdeu credibilidade e logo foi posto à prova nos mercados cambiais externos. Atual-

Para mais informações acerca do estudo de 1987, ver *Floating exchange rate in developing countries*, de Peter J. Quirk, Benedicte Vibe Christensen, Kyung-mo Huh e Toshihiko Sasaki, *Estudo Especial n° 53*.

mente, as transações mundiais em divisas chegam a US\$1 trilhão por dia, e qualquer informação, ou a possibilidade mais remota de especulação ou arbítrio, é quase instantaneamente transmitida por satélite, telex ou telefone; logo, os governos precisam ter recursos vultosos para manter taxas contrárias à tendência do mercado. Quando os países estudados adotaram a flutuação, a queda de suas reservas internacionais oficiais brutas não havia sido, na maioria dos casos, correspondente ao valor das importações em menos de três meses (o mesmo ocorreu na Rússia, Letônia, Lituânia e Ucrânia em 1992). Nos países que constituíram exceções, como Brasil, Gana, Nigéria e Paraguai, a possibilidade de utilizar reservas era pequena, em grande parte devido a consideráveis atrasos nos pagamentos externos.

Necessidade de informações. Qualquer país sente dificuldade ao tentar determinar uma taxa cambial de equilíbrio sustentável, seja em regime fixo, seja em regime vinculado; essa determinação fica ainda mais difícil caso o país esteja implantando amplas reformas macroeconômicas e estruturais (como privatização, redução do tamanho do setor público e liberalização do comércio exterior e do câmbio). Caso a taxa cambial não seja fixada em níveis próximos do equilíbrio, podem surgir efeitos que levem as autoridades a redeterminar a taxa, a fim de corrigir esses erros, o que por sua vez pode tornar menos confiáveis e claros os sinais da orientação das políticas do governo nos estágios iniciais da reforma.

Instabilidade macroeconômica. Tal instabilidade ficou evidente na maioria dos países que optaram pela flutuação (como Brasil, Peru, Romênia, Rússia e Zaire) mantendo índices inflacionários altos nos estágios iniciais das reformas ou programas que careciam de firmeza. Em casos assim, as taxas cambiais fixas ou vinculadas não podem ajustar-se com a rapidez suficiente para se manterem no nível dos realinhamentos de preços e para neutralizarem a possibilidade de arbítrio significativo em relação à taxa do mercado cambial paralelo. Logo, restavam às autoridades poucas opções senão permitir que o mercado determinasse livremente a taxa cambial, a fim de evitar que as transações em divisas fossem feitas no mercado paralelo, o que tem consequências negativas como evasão fiscal, contravenções e perda do controle da economia. Foi na verdade para deixarem de importar a inflação russa que a Letônia e a Lituânia permitiram a flutuação de suas moedas no segundo semestre de 1992 (ver A zona do rublo: um rompimento de velhos laços? neste número).

Já a Estônia, cujas reservas internacionais eram altas, optou pela vinculação ao marco alemão, no contexto de uma junta monetária. O acordo pleno de junta monetária é um tipo de regime cambial fixo que

dá mais credibilidade às políticas macroeconômicas (a junta garante a conversibilidade, exigindo o necessário respaldo em divisas antes da emissão de moeda nova). Mesmo assim, porém, a junta precisa apoiar-se em políticas fiscais e monetárias de grande coerência, e o preço do não-cumprimento das políticas é alto em termos de credibilidade.

As economias e os países em desenvolvimento em transição que ora adotam sistemas de taxa cambial flutuante são os seguintes: Afeganistão, África do Sul, Albânia, Bolívia, Brasil, Bulgária, Costa Rica, El Salvador, Filipinas, Gâmbia, Gana, Guatemala, Guiana, Haiti, Honduras, Jamaica, Letônia, Líbano, Lituânia, Moçambique, Nigéria, Paraguai, Peru, Rep. Dominicana, Romênia, Rússia, Serra Leoa, Sudão, Ucrânia, Uganda, Venezuela, Zaire e Zâmbia.

Considerações políticas. Por fim, a opção por um determinado regime cambial tem de levar em conta essas considerações. Na maioria dos casos, a situação econômica dos países da amostra era tão difícil que as autoridades viram grande vantagem em deixar a carga do mercado o ajustamento da taxa cambial — o que reduz automaticamente a influência de lobbies e de direitos adquiridos. No caso das antigas economias de planificação centralizada, a adoção de acordos cambiais de mercado foi também uma importante manifestação da mudança fundamental das políticas econômicas.

A instauração do mercado

Quando um país decide que sua moeda deve flutuar, o problema das autoridades é decidir até que ponto o mercado deve ser centralizado. Existem, em essência, duas opções: um mercado de leilões, no qual é básico o papel do banco central para decidir a quantia em divisas a ser leiloada, ou um mercado ("interbancário") do setor privado, no qual são feitas todas as transações dos bancos comerciais e às vezes dos corretores de divisas.

No início dos anos 80, vários países tentaram os leilões. Mas como demonstrou um estudo feito pelo FMI em 1987, os resultados — intervenções desestabilizadoras, controles *ad hoc* e interrupções na oferta de divisas ao mercado — deixaram muito a desejar. A partir de meados dos anos 80, adotaram-se os leilões para complementar os amplos mercados de bancos comerciais, ou para limitar os mercados dualistas secundários. Houve resultados bons e maus. Na Nigéria, o mercado de leilões foi utilizado para distribuir — primeiro aos bancos, depois ao mercado de divisas — as divisas auferidas com as exportações de petróleo; houve grandes margens de diferença entre os leilões e as taxas cambiais de mercado, o que levou os bancos participantes a manterem por muito

tempo lucros excessivos. Mas o mesmo processo foi relativamente tranqüilo na Rússia, que em abril de 1991 adotou os leilões como complemento do mercado para as receitas de exportação das empresas (embora bancos não-residentes também participem dos leilões). Até agora, o que parece mais claro é que os leilões exigem grande empenho por parte das autoridades, a fim de garantir transparência e competitividade, embora a própria escolha desse método centralizador possa sinalizar a falta de tal empenho.

Os países que optam pelo mercado interbancário enfrentam uma questão básica: as instituições não-bancárias (como agências de câmbio e hotéis) devem ou não ser incluídas? Na maioria dos principais países em desenvolvimento, havia um número suficiente de bancos para tornar improvável que um banco ou um grupo de bancos deixasse o mercado em má situação, devido a especulações. Mesmo assim, a maioria desses países permitiu que instituições não-bancárias trabalhassem lado a lado com os bancos. Tal permissão pode ter o seguinte inconveniente: em virtude do uso prolongado de controles de capital, é mais fácil monitorar os bancos, que têm necessariamente de atender a várias exigências de notificação. Mas como os controles de capital não conseguiram evitar uma grande evasão de capitais nos anos 80, vale questionar a eficácia de qualquer mecanismo de monitoração. No entanto, vários países concluíram que permitir a atuação de agências não-bancárias licenciadas vale os custos da monitoração, porque aperfeiçoa a rede de serviços para clientes e é um seguro contra fraudes no mercado.

A função do FMI

Qual a função do FMI nessa conjuntura? Segundo o Convênio Constitutivo da instituição, os países têm liberdade para escolher o acordo cambial que preferirem; evidentemente, o regime escolhido precisa coadunar-se às obrigações do país para com a instituição. O FMI presta consultoria acerca das implicações de diferentes tipos de acordo — faz ver, em especial, se o mecanismo escolhido contribui para o processo de ajuste e torna viável o balanço de pagamentos, e se é coerente com as regras e práticas do FMI, inclusive as relativas à utilização de seus recursos.

O FMI também presta assistência técnica quando se trata de adaptar o mercado de divisas à situação específica do país-membro. Incluem-se nessa incumbência amplos aspectos técnicos e referentes a políticas no tocante às linhas gerais do mercado; a formulação de leis e regulamentações sobre divisas; a integração dessas leis e regulamentações com as políticas e os controles monetários, do capital e do comércio exterior; o es-

Políticas internas fazem diferença

A Venezuela é um caso típico de país que adotou taxas cambiais flutuantes e políticas monetárias e fiscais moderadas, dentro de um programa de ajuste apoiado pelo FMI. Ao invés de entrar em queda livre, a taxa cambial registrou desvalorização moderada após a flutuação (acompanhando a tendência das taxas no mercado paralelo); e, graças a elevados ingressos de capital, a taxa no paralelo desvalorizou menos que a taxa oficial flutuante. Além disso, o quadro de inflação e crescimento apresentou melhoria.

Já a Rússia foi um dos países que optaram pela flutuação em um contexto de desequilíbrio econômico; no entanto, após alguns meses de queda da inflação (até julho de 1992), a expansão das políticas internas acelerou a inflação e levou a moeda a desvalorizar-se.

A área sombreada representa o período posterior à flutuação das taxas cambiais

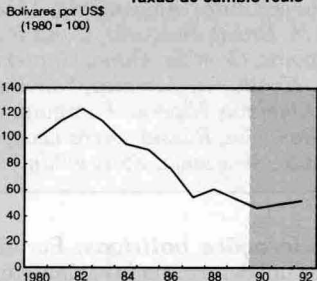
Venezuela

Taxas de câmbio nominais



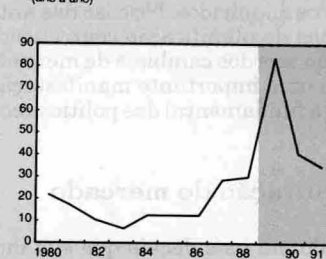
Fontes: International Currency Analysis, Inc.; IMF, *International Financial Statistics* e estimativas do corpo técnico do FMI.

Taxas de câmbio reais



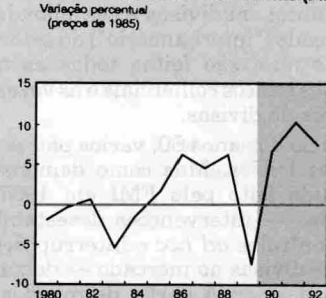
Fontes: International Currency Analysis, Inc.; IMF, *International Financial Statistics* e estimativas do corpo técnico do FMI.
Nota: As taxas são taxas de câmbio efetivas reais.

Taxa de inflação (índice de preços ao consumidor)



Fonte: IMF, *International Financial Statistics*.

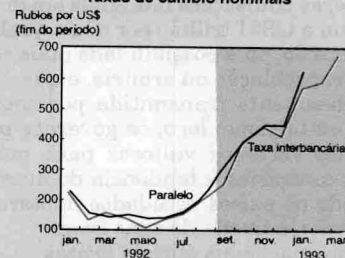
Índice de crescimento (PIB)



Fonte: IMF, *International Financial Statistics*.

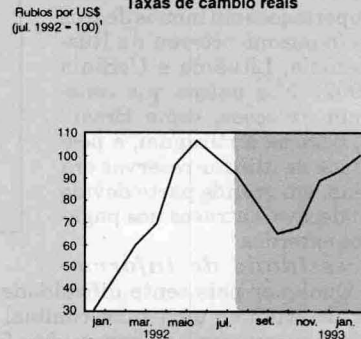
Rússia

Taxas de câmbio nominais



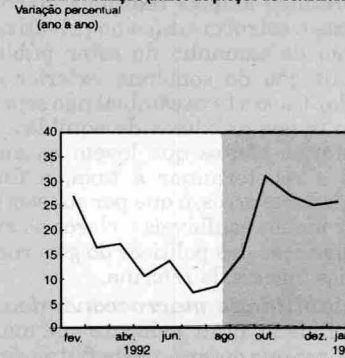
Fontes: Banco Central da Rússia e International Currency Analysis.
¹ Taxa interbancária de câmbio de divisas de Moscou.

Taxas de câmbio reais



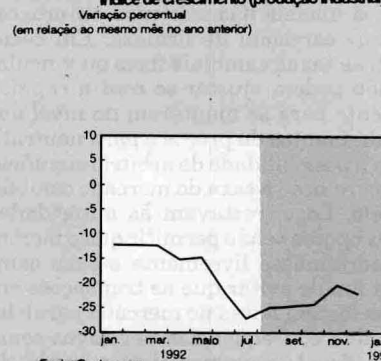
Fontes: Banco Central da Rússia e International Currency Analysis.
¹ Taxa de câmbio real em relação ao US\$; os deflatores usados foram os índices de preços ao consumidor.

Taxa de inflação (índice de preços ao consumidor)



Fontes: Banco Central da Rússia, Goskstat e estimativas do corpo técnico do FMI.
¹ IPC urbano até jan. 1993.

Índice de crescimento (produção industrial)



Fonte: Goskstat

tabelecimento das operações cambiais do banco central; a criação de sistemas regionais de pagamentos; a adoção de novas moedas nacionais; e o maior desenvolvimento dos mercados de divisas.

Nos programas financeiros dos países-membros, custeados com recursos do FMI, a busca de políticas cambiais flexíveis tem sido um componente importante — e, não

raro, uma condição. Em muitos casos, esses programas propuseram a adoção de regimes cambiais flutuantes como mecanismo para lidar com problemas de desequilíbrios graves nos mercados de câmbio. Na análise feita em 1987, por exemplo, observou-se que 25% dos programas do período 1983-86 propunham a adoção ou a manutenção de tais acordos. Essa ligação

estrita se manteve: dos 51 acordos para uso de recursos do FMI, pendentes em 31 de dezembro de 1992, 18 foram firmados com países que mantinham taxas flutuantes. Além disso, dos 24 acordos de flutuação fechados em 1985-92, 15 tinham caráter de critério de desempenho ou de ação associada, no contexto de um programa do FMI. Esses números refletem, em

parte, a realidade das economias de hoje — que tendem a acordos mais flexíveis. Note-se que a flutuação é também a opção de muitos países que não utilizam recursos do FMI.

O desempenho dos países

Agora que já se passaram mais de 10 anos, podemos finalmente proceder a um exame cuidadoso do desempenho dos países em desenvolvimento, após a adoção de taxas flutuantes. É muito interessante notar que os indícios coletados pelo FMI endossam os sinais anteriores (ver gráficos).

As taxas do mercado paralelo acompanham de perto a oferta monetária? Antes mesmo da flutuação, essa pergunta é uma das primeiras que devem ter resposta, pois afinal o que importa é a própria taxa, e não o regime. Uma grande diferença entre as taxas de juros oficiais e as de mercado (paralelo) é indício de que o mercado não considera realista a taxa oficial. Convém, portanto, levar em conta a evidência de que as taxas de juros de mercado são, num sentido mais fundamental, mais importantes que a tendência do mercado.

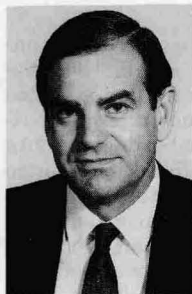
Para tanto, o FMI examinou a relação entre as taxas do mercado paralelo e o dinheiro em sentido amplo (com defasagem de um período) no caso de 13 grandes países em desenvolvimento no período 1977-89. O resultado foi uma correlação direta fortíssima das duas variáveis. Isso sugere que as taxas de mercado levam em conta os pontos positivos e negativos da política monetária, enquanto os governos geralmente mantêm as taxas oficiais em patamares inadequados.

As moedas entrarão em queda livre? A segunda pergunta decorre do temor de que a taxa cambial, já livre de controle, baixe de repente — o que traria dificuldades políticas — intensificando assim as forças inflacionárias. Contudo, a experiência de oscilações cambiais após a flutuação mostra uma característica surpreendente: tais oscilações, de modo geral, diferiram bem pouco das que ocorriam no mercado paralelo antes da flutuação. Os regimes fixos ou administrados, vigentes antes da flutuação, não eliminaram as oscilações da taxa de câmbio oficial, nem as alteraram muito; essas oscilações, aliás, acompanharam as das taxas no paralelo, embora com uma considerável defasagem.

Após a flutuação, em muitos países a taxa oficial de câmbio desvalorizou menos que no paralelo, num reflexo do ágio decorrente da manutenção dos controles cambiais (África do Sul, Filipinas, Guatemala, Guiana, Peru e Uruguai) ou de deficiências do mercado (Nigéria, como já vimos). Em outros países (Brasil, Venezuela e Zaire), após a flutuação a taxa cambial no paralelo desvalorizou menos que a taxa oficial, indicando não só a influência de ingressos elevados de capital em todo o sistema (Venezuela) mas também a crescente vontade

de evitar acordos oficiais. Em certos países (El Salvador, Nigéria e Venezuela) houve reingressos elevados após a flutuação e a liberalização, mas isso já era de modo geral previsto; mesmo assim, tanto a velocidade da reversão quanto o volume dos ingressos foram surpreendentes. A mesma reversão ocorreu recentemente na Jamaica, que em 1991 liberalizou os controles cambiais ainda existentes, e que em 1983 adotara a flutuação de sua moeda.

Com o início dos acordos de flutuação, o processo de desvalorização real efetiva e de maior competitividade, já em curso, manteve-se em muitos países (África do Sul, Filipinas, Guiana, Nigéria, Uruguai, Venezuela e Zaire). Foram exceções o Brasil e o Peru, onde a inflação foi especialmente acelerada; El Salvador e Guatemala, onde uma pequena valorização nos dois primeiros anos após a flutuação, aproximada-



Peter J. Quirk, da Nova Zelândia, é diretor de divisão no Departamento Monetário e de Assuntos Cambiais, do FMI. É pós-graduado pela Universidade de Canterbury, Nova Zelândia.



Hernán Cortés-Douglas, do Chile, é economista sênior do Departamento Monetário e de Assuntos Cambiais, do FMI. cursou a Universidade Católica do Chile e a Universidade de Chicago.

mente, mostrou o fortalecimento das políticas econômicas; e o Paraguai, devido às fortes desvalorizações em países vizinhos. Na Bolívia, a adoção da flutuação reverteu antecipadamente a deterioração da competitividade.

Que acontecerá com os principais indicadores econômicos? Para responder a essa pergunta, o mais simples é dizer que as economias costumam apresentar desempenho melhor depois que adotam a flutuação. As melhorias macroeconômicas ocorridas após a flutuação dão-se no contexto de programas amplos de estabilização. No período 1985-92, foram estudados 12 países; em seis deles (Bolívia, Brasil, Filipinas, Gâmbia, Peru e Venezuela) a inflação caiu após a flutuação; em outro (Nigéria), a inflação acelerou-se. Houve também casos de a inflação perma-

necer quase inalterada, como aconteceu no Paraguai após a mudança inicial. Quanto à produção, foi surpreendentemente positiva. Dentre 11 países estudados no período 1985-92, seis registraram crescimento mais acelerado do PIB após a flutuação — a Bolívia (com defasagem de um ano), Filipinas, Nigéria, Peru, Uruguai e Venezuela (após um ano) — e em dois (Brasil e Paraguai) o crescimento deteriorou-se.

Conseqüências das constatações

Após 10 anos de experiência com taxas flexíveis, os indícios são de que países em desenvolvimento com estruturas econômicas diferentes podem gerir satisfatoriamente sistemas de taxa flutuante, mesmo que seus sistemas financeiros sejam relativamente simples. O essencial é apoiar os acordos de flutuação em políticas monetárias e fiscais conservadoras — regra válida para qualquer país, seja qual for o regime cambial.

O recurso à flutuação não raro foi reação a alguma crise cambial; contudo, não são válidos os argumentos apriorísticos contra a flutuação, como a experiência mostra. Taxas flutuantes não induzem necessariamente à queda livre da moeda, como tampouco implicam inflação mais alta ou produção menor. A experiência de países que adotaram a flutuação indica que, se as políticas monetária e fiscal forem corretas, é de se esperar que os indicadores econômicos melhorem. O fato de as taxas cambiais no mercado paralelo acompanharem de perto a oferta monetária — antes e depois da flutuação — ressalta a importância das políticas monetárias.

Qual a implicação desse fato para países que estão adotando novas moedas e passando por uma transformação econômica estrutural? Muitos desses países certamente já decidiram adotar taxas flutuantes, em vista do sucesso da livre flutuação da taxa cambial independente. É o caso da Rússia e de todos (com exceção da Estônia) os países recém-independentes da ex-URSS que abandonaram por completo a área do rublo (i.e., declararam o rublo moeda não-legal) — a saber, Letônia, Lituânia e Ucrânia.

Ainda é muito cedo para avaliar o impacto dos acordos de flutuação nos países da ex-URSS; na Rússia, porém, a aceleração da inflação foi maior que a desvalorização do rublo, em virtude da pouca firmeza das políticas monetária e fiscal do governo. Os rublos da Letônia e as talonas da Lituânia valorizaram-se significativamente em relação ao rublo, desde que começou a flutuação; já os karbovanetes da Ucrânia registraram desvalorização muito acentuada em relação ao rublo, refletindo políticas internas muito expansionistas. Os demais países — que ainda podem optar por abandonar a área do rublo e adotar suas próprias moedas — apresentam baixos níveis de reservas, o que seria um forte argumento no sentido de adotarem acordos cambiais flexíveis. ■