



Câmbio, crescimento e inclusão social no Brasil: os desafios contemporâneos

“*A moeda é nossa, o problema é de vocês*”. Barry Eichengreen, em *A Globalização do Capital*, cita esta frase de John Connally, Secretário do Tesouro Norte-Americano, para sintetizar os impactos da gestão do dólar sobre a economia mundial após os anos 1970. Nesse período, a liberalização financeira agravou as dificuldades de manter o regime cambial fixo nas nações que procuravam organizar suas agendas de política econômica em função da integração internacional.

Os processos de integração internacional e estabilidade monetária têm representado aspectos centrais da agenda de política econômica no Brasil no contexto caracterizado pela redefinição das ações econômicas e sociais do Estado e pela centralidade do gasto privado nas perspectivas de crescimento. Após a crise asiática, a introdução do regime de câmbio flutuante, em janeiro de 1999, representou uma resposta à impossibilidade de conjugar, simultaneamente, três condições: regime de câmbio fixo, autonomia da política monetária e mobilidade internacional de capitais. A partir de julho de 1999, a política de estabilidade de preços assume a posição de protagonista no cenário de gestão macroeconômica baseado no tripé: metas de inflação, câmbio flutuante e superávit primário. A ênfase recai na importância da credibilidade na condução da política monetária para que a regra de taxa de juros de curto prazo atue como mecanismo de coordenação das expectativas dos agentes econômicos quanto ao futuro da inflação.

Ao analisar a evolução da crise financeira global, Olivier Blanchard, economista chefe do FMI, destacou que a política monetária baseada em metas inflacionárias revelou-se incapaz de enfrentar os desafios para a gestão da crise. A falta de coordenação entre as políticas macroeconômicas e a ausência de articulação entre as

políticas monetária, cambial, fiscal e de regulação financeira inviabilizaram a absorção de choques financeiros.

Dentre os desdobramentos da crise financeira global destacam-se os limites das políticas nacionais no sentido de estimular o crescimento sustentado da demanda doméstica e a redução do desemprego. Em particular, a política monetária expansionista adotada pelos Estados Unidos alimenta a expansão da liquidez global, estimula mecanismos de arbitragem financeira e concorre para acentuar desalinhamentos cambiais que consolidam a posição exportadora da China.

No entender de Blanchard, as circunstâncias específicas enfrentadas pelos países emergentes após a crise - caracterizadas por fortes influxos de capital - podem requerer a adoção de controles caso as políticas macroeconômicas e prudenciais não surtam os efeitos desejados sobre a estabilidade cambial e financeira. Assim, a defesa da estabilidade cambial enquanto objetivo do Banco Central pode envolver a adoção de mecanismos de regulação do mercado de câmbio de forma a controlar, por exemplo, o tipo e volume dos fluxos de capital, o nível de endividamento, o grau de dolarização dos passivos e os impactos sobre o saldo comercial.

No Brasil, a apreciação do real vem sendo fortemente condicionada pelo diferencial (nominal e real) entre as taxas de juros internas e externas que favorece a atração de capital estrangeiro para a compra de títulos de renda fixa. O ingresso de capitais na Bolsa de Valores também contribuiu para tal tendência. Apesar do expressivo volume de reservas internacionais acumulado nos últimos anos e das possibilidades abertas pelo pré-sal, há preocupação com a deterioração do saldo da conta corrente do balanço de pagamentos e as necessidades de financiamento externo. Outra preocupação recai sobre os impactos da evolução recente da taxa de câmbio sobre a indústria manufatureira que não só aceleram a substituição de matérias-primas e produtos acabados nacionais pelos importados como também dificultam a diversificação da pauta exportadora para além de commodities e produtos de baixo valor agregado. As expectativas quanto às possibilidades de manutenção e criação de empregos na indústria manufatureira são uma questão correlata a ser incorporada ao debate sobre os limites para o crescimento com inclusão social.

Na conjuntura internacional atual, a mobilidade e a liquidez da riqueza financeira reforçam os desafios para a estabilidade cambial em função das incertezas quanto aos riscos decorrentes da crise da dívida soberana na União Européia e do acordo sobre a elevação do teto da dívida pública norte-americana. Este cenário pode contribuir para a redefinição de posições de investimento no cenário global. Assim, o Banco Central do Brasil pode ter seu espaço de manobra minimizado nas intervenções no mercado de câmbio devido aos limites impostos pela preponderância da especulação nas finanças contemporâneas. Não se descartam revisões de expectativas quanto à realocação das carteiras de investimento e reversão de fluxos de capital – hoje ancorados no Brasil em posições de renda fixa e/ou derivativos, por exemplo- que possam provocar uma forte volatilidade na taxa nominal de câmbio com desdobramentos sobre a estabilidade do produto e do emprego domésticos.

O elemento crítico para o enfrentamento da questão cambial no Brasil remete para mudanças nas políticas domésticas de forma a consolidar a continuidade do crescimento com inclusão social. Com a adoção de um conjunto de medidas voltadas para a consolidação de mecanismos de regulação do mercado de câmbio, tais como, cobrança do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) sobre os investimentos estrangeiros em renda fixa e na Bolsa de Valores e restrições à alavancagem em derivativos, o Banco Central poderá conduzir a gestão cambial no sentido de reduzir o impacto dos fluxos financeiros especulativos sobre a volatilidade da taxa de câmbio. Assim, a estabilidade cambial torna-se objetivo do Banco Central ao lado da estabilidade de preços. Nesse contexto, torna-se indispensável estabelecer as diretrizes de uma política industrial que favoreça fluxos de investimento, produção e exportações articulados à reconfiguração das políticas macroeconômicas e da política financeira. Como resultado, espera-se promover uma nova articulação de políticas no Brasil que alicerce a manutenção da taxa real de câmbio num patamar competitivo no cenário global.

Maria Alejandra Caporale Madi, Doutora em Economia. Professora do Instituto de Economia, UNICAMP. Vice Presidente de Assuntos Culturais da OEB.