

## **Câmbio Fixo ou Flexível ?**

**Rubens Penha Cysne**

**Dezembro de 1997**

Não resta dúvida que, mantido o atual desequilíbrio das contas públicas, não teríamos condições de adotar um sistema de câmbio flutuante com sucesso. E no caso de se encaminharem positivamente as reformas? Qual seria melhor, o sistema fixo ou o flexível?

A resposta a esta pergunta, do ponto de vista teórico, ainda não foi dada pela teoria econômica, e não será neste curto espaço que conseguiremos qualquer veredicto a respeito.

Pretendemos aqui apenas analisar os prós e contras dos diferentes regimes cambiais em função de duas particularidades de ordem empírica pertinentes ao caso brasileiro atual. Tais particularidades, importantes na análise em questão, foram levantadas em recente seminário sobre mercados financeiros, política monetária e política cambial realizado na Fundação Getúlio Vargas.

A primeira diz respeito à instabilidade da demanda por moeda, ou seja, do valor total dos recursos que os agentes econômicos desejam manter sob a forma de moeda corrente ou depósitos à vista nos bancos comerciais. Tal instabilidade foi colocada, por um professor convidado ao seminário, como importante argumento a favor de um sistema de câmbio fixo no Brasil. A segunda observação de ordem empírica, trazida à tona no decorrer do seminário pelo autor deste artigo, diz respeito à atual instabilidade do fluxo de capitais externos. No que se segue, todas as análises se baseiam na hipótese de perfeita mobilidade de capitais entre países.

O professor convidado foi claro e preciso ao lembrar que a instabilidade da demanda por moeda em ambiente de mobilidade de capitais tende a favorecer a utilização de câmbio fixo. De fato, sob este regime, as oscilações da função de demanda por moeda têm como contrapartida uma igual e automática elevação de sua oferta. Por exemplo, se a demanda por moeda se elevar, os juros subirão, ocasionando aumento de reservas e conseqüente aumento da base monetária e dos meios de pagamento. O oposto se daria no caso de queda da demanda por moeda.

Se o câmbio fosse flexível, entretanto, como lembra o professor convidado, variações da demanda por moeda poderiam ter como contrapartida oscilações do produto e do emprego. Por exemplo, se a demanda por moeda se elevasse, os juros tenderiam a aumentar, com conseqüente influxo de capitais externos e valorização do câmbio. Com isso, reduzir-se ia a competitividade das exportações, desempregando os trabalhadores neste setor. Da mesma forma, um real mais valorizado implicaria em elevação de importações, gerando desemprego adicional nas empresas domésticas que concorrem com os produtos fabricados no exterior.

Ou seja, um país onde a única fonte de instabilidade fosse a demanda por moeda teria vantagens em utilizar câmbio fixo, pois o produto e o emprego apresentariam menor variância.

Ocorre que o Brasil, além de sujeito à instabilidade da demanda por moeda, também é sujeito à instabilidade de outras funções macroeconômicas. Neste artigo, deter-nos-emos apenas na instabilidade do fluxo internacional de capitais. As sístoles e diástoles do fluxo internacional de capitais implicam em instabilização do produto e do emprego tanto no caso de câmbio fixo como no caso de câmbio flexível. Ocorre que tal instabilização pode trabalhar em sentido contrário à instabilização do produto e do emprego decorrente das variações da demanda por moeda. Segue daí que o câmbio fixo não é necessariamente o mais adequado quando há ao mesmo tempo oscilações da demanda por moeda e oscilações do fluxo de capitais.

A título de exemplo, tomemos a recente contração de liquidez ocasionada pela crise asiática. O que ocorreu? Como estamos em um regime em que o câmbio não é determinado pelo mercado (o que chamamos aqui de câmbio fixo), as reservas caíram até o ponto que a taxa de juros interna, em sua trajetória ascendente, igualasse a taxa de juros externa corrigida pela expectativas de desvalorização cambial e pelo risco. Na verdade, o próprio Banco Central antecipou este movimento, ao colocar os juros em 43% ao ano. A consequência, como não poderia deixar de ser, é uma redução dos investimentos, dos estoques e do emprego. Basta ver o que já começa a ocorrer em vários setores produtivos.

Se o câmbio fosse flexível, entretanto, a redução da liquidez internacional teria implicado em retração do fluxo de capitais externos para o Brasil, com conseqüente desvalorização cambial e aumento da competitividade, seja para exportações, seja para substituir importações. As reservas teriam permanecido constantes, pois o Banco Central não teria efetuado qualquer intervenção no mercado. A desvalorização cambial teria significado, decorrido o tempo necessário, mais emprego, mais produto e maior arrecadação de impostos para o governo. Se neste meio tempo a demanda por moeda, por exemplo, tivesse aumentado, o câmbio flexível teria sido mais apropriado do que o câmbio fixo para impedir oscilações de produto e emprego. De fato, um efeito se contraporaria ao outro.

É claro também que os dois efeitos poderiam se somar na mesma direção, potencializando as oscilações. Mas o que pretendemos aqui não é defender qualquer superioridade do câmbio flexível sobre o câmbio fixo, discussão até hoje não resolvida pela teoria econômica. Mas apenas mostrar que a instabilidade da demanda por moeda que caracteriza a economia brasileira após o Real não pode ser utilizada como condição suficiente para que se conclua pela superioridade do câmbio fixo sobre o câmbio flutuante.

**Rubens Penha Cysne**

**é Diretor de Pesquisas da Escola de Pós-Graduação em Economia da Fundação Getúlio Vargas**



**EPGE**

*Escola de Pós-Graduação em Economia*

**Rubens Penha Cysne**

Tel: 55-21-552-2076 / 55-21-552-5099

Fax: 55-21-536-9409

e-mail: rubens@fgv.br