

## **10 anos de câmbio flutuante no Brasil**

Senhoras e senhores,

1. É uma honra participar hoje desta cerimônia que comemora o 10º aniversário do regime de câmbio flutuante no Brasil. Ontem, dia 18 de janeiro, completaram-se exatamente dez anos desde que o Banco Central do Brasil anunciou por meio de comunicado ao mercado que não mais sustentaria a taxa de câmbio dentro de limites pré-estabelecidos, rompendo assim com décadas de controle da taxa de câmbio. Para celebrar esta data histórica, é interessante relembrar algumas características do regime e sua evolução ao longo do tempo.
2. Inicialmente, gostaria de comentar sobre o contexto externo. Desde sua introdução em 1999, o regime de câmbio flutuante enfrentou vários desenvolvimentos adversos, a começar pelo colapso do preço das ações de empresas de alta tecnologia em 2000, a crise argentina em 2001, os ataques terroristas de 11 de setembro, a crise de confiança de 2002 e, mais recentemente, a crise financeira global. Por outro lado, o ambiente mundial foi em geral favorável entre 2003 e 2007. Portanto, parece correto afirmar que no primeiro decênio de flutuação cambial o real experimentou

um ambiente externo variado, nem persistentemente negativo nem tampouco consistentemente favorável.

3. Tomando a evolução da taxa de câmbio no período, o real registrou um valor médio de \$2,34 por dólar, flutuando entre os limites de \$1,32 na estréia do regime e \$3,96 no dia 22 de outubro de 2002. Curiosamente, hoje a taxa de câmbio nominal encontra-se muito próxima de sua média histórica pós-flutuação. Como não podia deixar de ser, a taxa de câmbio real efetiva também oscilou substancialmente, reagindo a mudanças nos fundamentos da economia, como, por exemplo, nos termos de troca e nos fluxos de capitais de médio e longo prazo. Arbitrando um índice 100 para seu valor médio na década, a taxa de câmbio real efetiva (medida em termos de real) variou entre 58 em outubro de 2002 e o pico de 125 em agosto de 2008, quando efetivamente encontrava-se mais apreciada que seu padrão histórico de médio prazo.

4. Em relação ao balanço de pagamentos, a conta corrente registrou um saldo médio negativo equivalente a 1,0% do PIB no período de flutuação, comparativamente a um déficit médio de 2,1% do PIB desde 1970. O investimento estrangeiro direto também apresentou melhora no período, registrando uma entrada líquida média de 3,0% do PIB,

comparada a apenas 1,5% do PIB desde 1970 - embora em parte, este movimento possa ser atribuído à própria tendência de globalização da economia. Graças à melhora do balanço de pagamentos, o Banco Central foi capaz de acumular um montante expressivo de reservas internacionais, que atingem hoje cerca de US\$205 bilhões. O processo de acumulação de reservas não afetou a livre flutuação da moeda, na medida em que a autoridade monetária procurou sempre adquirir divisas por meio de leilões transparentes, à taxa de câmbio de mercado.

5. Mas poucas coisas mostram maior contraste nesta década como o fato de que, quando o regime de câmbio flutuante foi formalmente implantado com o regime de metas de inflação e de superávit primário, nosso *rating* soberano era B+ (de acordo com a S&P) e o Brasil mantinha um programa de financiamento com o FMI. Decorridos 10 anos, o *rating* soberano subiu para BBB-, o país é grau de investimento e o Banco Central tem um acordo de troca de moedas com o *Federal Reserve* norte-americano, sem implicar qualquer condicionamento à nossa política econômica.
6. Como se sabe, a flutuação cambial é pré-condição para o regime de metas de inflação. Depois de um princípio

desafiador - que resultou no descumprimento das metas entre 2001 e 2003 -, o Banco Central foi bem sucedido em manter a inflação nos limites pré-estabelecidos pelo Conselho Monetário Nacional (4,5% mais ou menos 2 pontos percentuais desde 2005) por 5 anos consecutivos, isto é, desde 2004. De fato, no ano passado, quando as pressões inflacionárias globais foram substanciais (pelo menos até o 3º trimestre), o Banco Central do Brasil foi uma das poucas autoridades monetárias, entre aquelas que seguem formalmente o regime na condução da política monetária, a cumprir sua meta de inflação, a despeito da atividade econômica ter se mantido vigorosa até o 3º trimestre do ano.

7. Portanto, seja sob a perspectiva do balanço de pagamentos, seja sob uma perspectiva macroeconômica mais ampla, o câmbio flutuante no Brasil é um sucesso inquestionável.
8. Isso não quer dizer que o câmbio flutuante não enfrente críticas, por exemplo, porque não flutua suficientemente ou porque flutua demais, porque está sempre artificialmente depreciado ou sempre exageradamente apreciado, porque é visto como favorecendo um setor da economia ou uma região em detrimento das demais ao mesmo tempo. Os efeitos, portanto, do câmbio flutuante geram essas críticas

que são recorrentes e não cansam. No entanto, é importante notar que elas são simétricas. Existem reclamações de um lado e de outro.

9. O fato concreto é que o Brasil tem tido um sucesso inquestionável com o regime de câmbio. O que os oponentes da flutuação muitas vezes esquecem é que a taxa de câmbio real efetiva flutua independentemente do regime cambial. Ou, dito de outra forma, o preço relativo dos bens comercializáveis internacionalmente *vis-à-vis* os não-comercializáveis varia independente do sistema cambial. Com efeito, os preços relativos que são relevantes para as decisões de produção e consumo de exportadores, importadores, famílias e firmas se ajustam permanentemente, seja a taxa de câmbio nominal administrada por um grupo de funcionários públicos, seja determinada pelo mercado. Mas quando a taxa de câmbio flutua livremente, o ajuste de preços relativos tende a ser mais rápido e o impacto de choques externos sobre a renda e o emprego tende a ser menor do que quando o câmbio é fixo.

10. Portanto é importante mencionar que a própria sustentação do regime de câmbio fixo é um desafio, na medida em que significa ou a impossibilidade de condução

de uma política monetária independente ou restrição à livre mobilidade de capitais. As autoridades econômicas não podem desconsiderar o seguinte princípio: a administração da taxa de câmbio requer ou controle de capitais ou a perda da independência da política monetária. Ou seja, adotar uma meta para a taxa de câmbio nominal (explícita ou oculta, para o nível ou trajetória) impõe escolhas macroeconômicas que menos e menos países parecem dispostos a aceitar.

11. É no mínimo otimista achar que o Estado seria particularmente competente para fixar adequadamente a taxa de câmbio. Pelo menos no caso brasileiro, a evidência aponta justamente na outra direção. Sob o regime de câmbio fixo o Brasil experimentou crises recorrentes de balanço de pagamentos nas décadas de 50 e 60, sofreu a crise da dívida externa no início dos anos 80 - a qual contribuiu para a dramática deterioração da performance macroeconômica nos anos seguintes, e enfrentou desaceleração econômica e crise nos anos 90, até o colapso final do regime em janeiro de 1999.

12. Deixar que a taxa de câmbio flutue e seja fixada pelas correntes de comércio, pelas correntes de fluxos cambiais e outros fatores - em resumo, seja fixada livremente pelo mercado - não significa ficar inativo quando o mercado se

torna disfuncional. De fato, o Banco Central tem usado suas reservas internacionais na atual crise financeira, para assegurar que exportadores e importadores mantenham acesso a linhas de crédito, para ajudar as empresas a rolar suas dívidas externas e para injetar liquidez no mercado *spot* e no mercado *futuro*. No período recente o nosso foco tem sido em melhorar a forma como o mercado funciona, não em substituí-lo. Esta abordagem é e continuará sendo o pilar da atuação do Banco Central no mercado cambial.

13. Em conclusão, uma taxa de câmbio flutuante não é uma panacéia, nem um remédio para todos os problemas econômicos do país como estamos vendo. Mas é certamente o regime mais adequado para uma economia grande e relativamente fechada como a brasileira. Se o Brasil não tivesse flutuado o real em 1999, teria certamente seguido o mesmo caminho nos anos seguintes, e possivelmente em condições muito piores. Por isso é importante celebrar este 10º aniversário da flutuação do real no Brasil.

14. Passando, para finalizar, a uma visão mais geral, não há dúvida de que o mundo hoje vive um momento extremamente desafiante com a crise do sistema financeiro de alguns países centrais. Mas, é importante também mencionar que diversas organizações independentes, entre

as quais a OCDE, têm considerado o Brasil um dos melhores países posicionados para enfrentar essa crise entre as 29 nações que aquele organismo acompanha. Isso não quer dizer que não estamos sentindo ou não sofreremos os efeitos da crise. Sim, mas o importante é que os fundamentos da economia brasileira possibilitam enfrentá-la em melhores condições do que muitos e, certamente, em melhores condições do que no passado.

15. Uma das medidas importantes que prevaleceram no Brasil nos últimos anos foi exatamente o aspecto regulatório. O Banco Central do Brasil tem uma história - em particular nos últimos anos - de uma regulação prudencial cuidadosa. Este cuidado evitou que ocorressem disfuncionalidades e exageros, como aconteceu em outros países do mundo. Essa é uma das razões pelas quais o Brasil tem melhores condições de enfrentar a crise.

16. Em resumo, aqui nunca deixamos que o mercado adotasse padrões de risco e exageros que levaram às perdas e aos problemas que muitos países enfrentam hoje. O Brasil é considerado um dos países de melhor controle regulatório do mundo e citado até como exemplo a ser seguido.

17. Portanto, é importante mencionar esse diferencial do Brasil porque este é um momento sério. É um momento grave. É um momento em que estamos vendo uma série de indicadores econômicos preocupantes. Mas por outro lado, o Brasil está bem posicionado. O governo brasileiro está preparado para tomar todas as medidas necessárias para que enfrentemos essa crise da melhor maneira possível.
  
18. Vamos celebrar, portanto, os dez anos de câmbio flutuante. Muito obrigado a todos, e vamos em frente. Obrigado.