

Em marcha para a estabilidade monetária

Paul Volcker *

Há alguns anos, quando o Fundo Monetário Internacional e o Banco Mundial estavam prestes a completar cinquenta anos, reuniram um grupo de especialistas vindos de todas as partes do mundo para juntos reexaminarmos os complexos problemas que envolvem o sistema monetário internacional. Nossa grupo, a Bretton Woods Commission, foi unânime quanto à necessidade de os países de maior importância darem prioridade máxima às medidas destinadas a estabilizar a taxa de câmbio. Mas, quase uma geração depois do colapso do sistema de Bretton Woods, nossa aspiração a um sistema cambial mais estável não foi alcançada em razão das imensas particularidades que dificultam a adoção de medidas para atingir essa meta.

Lançamos então um apelo meio vago, para que "bandas de taxas cambiais flexíveis" fossem instituídas num momento determinado. Mas mesmo essa recomendação foi recebida friamente por autoridades governamentais e participantes do mercado. O que indica uma dicotomia preocupante: de um lado, uma grande insatisfação com o sistema monetário internacional – ou não-sistema, como muitos dizem depreciativamente. De outro, existe pouca disposição para se fazer algo nesse sentido.

Minha própria opinião é de que a mudança não só é necessária mas possível e

que a atual passividade não se justifica. Existem projetos úteis relacionados à uma reforma da taxa cambial que podem ser introduzidos agora, mesmo que, como matéria prática, a mudança precise ser contínua e gradativa.

O sistema de taxas cambiais flutuantes simplesmente não está funcionando bem. Durante os últimos vinte anos, os preços da moeda tenderam a flutuações abruptas e extravagantes – basta ver as flutuações no valor do dólar frente ao iene e ao marco alemão, verificadas no ano passado. Não há dúvida de que o volume da atividade do mercado de câmbio aumentou exponencialmente. E, sem dúvida, também, muitas empresas têm buscado uma proteção contra os riscos da moeda a curto e médio prazo, usando a estratégia de hedging. Mas essa proteção envolve custos às vezes substanciais e, na realidade, não consegue lidar eficazmente com as oscilações mais extremas que se estendem por períodos mais longos. Essas oscilações, altos e baixos, que chegam a 30% ou 40% durante o curso de um ano ou dois, têm sido bastante comuns.

De forma bastante clara, os investimentos e o comércio internacionais cresceram mesmo em face dessa volatilidade. Mas, seguramente, a persistência dessas flutuações, provocando em consequência uma enorme incerteza nos níveis relativos de preço entre os países, não se con-

cilia com o tipo de estimativas frias do custo relativo e vantagens comparativas implícitas na sustentação teórica dos mercados abertos.

A Europa parece ter reconhecido isso. Os países da União Europeia estão procurando criar um verdadeiro mercado único e temem que a grande volatilidade das taxas de câmbio possa destruir essa união. Apesar das diferenças entre os países-membros, um grau surpreendente de estabilidade foi alcançado na maior parte das taxas de câmbio europeias durante os anos 80 e primeiros da década de 90.

Esse recorde de estabilidade foi quebrado devido a pressões sobre a libra esterlina e a lira italiana, e as estreitas margens do Sistema Monetário Europeu tiveram de ser substancialmente relaxadas. No entanto, continua sendo verdade que, no caso dos países mais importantes da UE – Alemanha e França –, as taxas de câmbio intra-europeias permaneceram surpreendentemente firmes, mesmo diante das flutuações desordenadas e significativas frente ao dólar e ao iene.

Essa experiência ensina algumas lições. Só a intervenção, por mais amplas que sejam as linhas de crédito de sustentação, não é,



em si, suficiente para manter a relação das taxas de câmbio. Os países soberanos simplesmente não estão preparados para emprestar ou pedir empréstimo indefinidamente.

O que se questiona hoje é se estamos dispostos a criar alguma coisa construtiva a partir de toda essa experiência. Eu não imagino um salto para um novo Bretton Woods – um sistema altamente estruturado envolvendo vários países. Seria desejável algo mais modesto e realista. O que necessitamos é um esquema que modere e reverta as flutuações das taxas de câmbio entre as moedas-chave antes que essas oscilações se tornem exageradas, em vez de sermos forçados a responder defensivamente depois que riscos substanciais para a economia mundial se tornarem evidentes. Pelo menos inicialmente, as principais medidas deveriam ser adotadas pelo Grupo dos Sete (ou mesmo o G-3, Estados Unidos, Japão e Alemanha) num trabalho em estreita colaboração com o FMI. Essa proposta exigiria:

Primeiro, que os países mais importantes, deliberando junto com o FMI, chegassem a um consenso sobre valores amplamente equilibrados que seriam adequados às suas moedas. As opções implicariam necessariamente uma faixa de valores razoavelmente ampla. Esses valores deveriam ser expressos como faixas, digamos, de mais ou menos 10% em torno de um ponto central. Começar com faixas ainda mais largas, na forma do atual European Exchange Rate Arrangements, pode ser um dispositivo intermediário.

Segundo, os países participantes precisariam estar dispostos a defenderem conjuntamente a faixa indicada por meio de intervenções, e numa escala substancial caso fosse necessário. Essa intervenção seria exigida quando se chegar às margens ou perito delas, mas pode ser tecnicamente desejável dentro desses limites.

Terceiro, essa intervenção seria certamente efetiva apenas à medida que, no caso de uma pressão persistente, os países participantes estivessem dispostos a modificar suas

políticas monetárias em apoio da taxa de câmbio visada. Ajustamentos razoavelmente imediatos podem perfeitamente impedir a necessidade de uma ação mais vigorosa diante de pressões especulativas fortes.

Para tornar transparentes as opções, promover o consenso e ajudar a influenciar as perspectivas, a direção do FMI deveria se envolver nas discussões quando surgisse a necessidade de uma ação política. A administração do FMI deveria estar preparada para impor um método de ação apropriado.

Os governos não irão se adaptar – pelo menos de nenhum jeito no momento – a um mecanismo internacional de fixação de taxas cambiais. A amplitude da faixa, no entanto, sugere que tais mudanças podem ser feitas numa forma que minimize a possibilidade de facilitar apostas "de uma única via" por operadores de mercado. Especificamente essas mudanças devem ser feitas em quantidades substancialmente menores do que a amplitude da faixa (é não necessariamente apenas quando a taxa de mercado já está na margem). Dessa forma, a taxa de câmbio do mercado não precisa mudar muito quando são feitos ajustamentos.

Em muitos países o déficit público é um empecilho à estabilidade da taxa de câmbio

Uma fonte de vacilação quando se trata de defender as taxas de câmbio, mesmo com margens amplas, está no que se diz comumente hoje em dia sobre os enormes recursos disponíveis para os operadores de mercado e como esses recursos podem esmagar tesouros e bancos centrais. O que, naturalmente, é verdade no caso de as taxas de câmbio serem defendidas sem convicção – sem que haja disposição para modificar, caso necessário, os instrumentos mais básicos da política econômica. Mas não vejo evidências de que os mercados não estejam sensíveis à política monetária. Um mundo em que as forças inflacionárias persistentes e fortes recuaram com pouco apoio da política fiscal dificilmente é um mundo em que predomine a impotência dos bancos centrais.

Um problema mais sério nessa tentativa para

estabilização das taxas de câmbio é a persistência dos enormes déficits governamentais em muitos países ocidentais. Esses déficits têm como efeito limitar a flexibilidade das autoridades monetárias, que precisam ser sensíveis à sua responsabilidade de importantíssima guarda-chuva da estabilidade de preço. A solução é clara: equilibrar os orçamentos. Seria importante que os Estados Unidos, país que sofre cronicamente de um baixo nível de poupança, tivesse por meta não apenas equilibrar o nível orçamentário estrutural mas também registrar excedentes em sua balança.

Passar essa idéia não será fácil. Faixas de taxa de câmbio relativamente amplas e potencialmente alteráveis são, em certo sentido, um compromisso entre os extremos lógicos de taxas flutuantes e fixas. A idéia, no que tem de apelo analítico, não se presta a slogans ou frases de efeito nem para apoio público ou político instintivo. Perguntas serão formuladas quando a defesa da variação for exigida: se 10% é correto, que tal 11%, 12% ou mais? Vale realmente a pena aplicar dinheiro nos mercados de câmbio, desde que se modifique a política monetária e se exerça vigilância para que os orçamentos sejam equilibrados, apenas para economizar mais um ou dois pontos percentuais?

A resposta deve ser sim. O que está em questão não é o último percentual mas sim se os governos serão bem-sucedidos em induzir o próprio mercado a estabilizar as taxas de câmbio. O sucesso ou fracasso dessa tentativa depende plenamente da credibilidade das intenções oficiais. Mas quando essa credibilidade for estabelecida, os mercados trabalharão com os governos, e não contra eles, para manter o equilíbrio.

Minha opinião é de que, no final conseguiremos alcançar o sucesso de forma mais fácil do que se calcula – que o mercado responderá mais vezes e construtivamente a uma liderança firme e inteligente dos governos e que a estabilidade da taxa de câmbio reforçará as perspectivas de crescimento. Uma coisa é certa: sem tentar, nunca saberemos.

* Paul Volcker é ex-chairman do Federal Reserve (Fed) e "chairman" da James D. Wolfensohn. Artigo publicado originalmente no The Wall Street Journal.

