

S  
UFRJ/IE  
TD427

ns 207918

UNIVERSIDADE FEDERAL  
DO RIO DE JANEIRO

INSTITUTO DE ECONOMIA

*Ancoragem cambial em ambiente de elevada  
mobilidade internacional do capital: Alcance,  
limites e soluções*

nº 427

Jennifer Hermann

Textos para Discussão

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO  
INSTITUTO DE ECONOMIA

*Ancoragem cambial em ambiente de elevada mobilidade  
internacional do capital: Alcance, limites e soluções*

nº 427

Jennifer Hermann ✓



43 - 016809

Dezembro de 1998

\* Este artigo é parte de pesquisa desenvolvida no Instituto de Economia da UFRJ, pelo *Projeto de Estudos da Moeda e Sistema Financeiro*, sob a coordenação do Prof. Fernando J, Cardim de Carvalho.

\*\* Professora-Assistente do Instituto de Economia da UFRJ.

*Obs. Este artigo foi entregue para publicação em Junho de 1998.*

Diretor Geral: Prof. João Carlos Ferraz  
Diretor Adj. de Graduação: Prof. Maria Lúcia T. Werneck Vianna  
Diretor Adj. de Pós-graduação: Prof. Francisco Eduardo P. de Souza  
Diretor Adj. de Pesquisa: Prof. João Lizardo R. Hermes de Araújo  
Diretor Adj. Administrativo: Prof. João Carlos Ferraz  
Coordenador de Publicações: Prof. David Kupfer

Projeto gráfico: Ana Lucia Ribeiro

Editoração: Jorge Amaro  
Geórgia Britto

Revisão: Janaina Medeiros

Secretária: Joseane de O. Cunha

Impressão: Paulo Wilson de Novais  
CCJE/BIBLIOTECA EUGÊNIO GUDIN

DATA: 27.1.99  
REGISTRO N.º 503029-3

MS 207918

adm 210241  
Ficha catalográfica

HERMANN, Jennifer.

Ancoragem cambial em ambiente de elevada mobilidade internacional do capital: alcance, limites e soluções. / Jennifer Hermann. - Rio de Janeiro: UFRJ/IE, 1998.

53 p.; 21 cm. (Texto para Discussão. IE/UFRJ; n.º. 427)

O artigo é parte de pesquisa do IE/UFRJ do Projeto de Estudos da moeda e sistema financeiro.

1. Estabilização Econômica - Países em desenvolvimento.  
2. Política Cambial - Países em desenvolvimento. I. Título. II. Série.

O Programa Editorial do IE/UFRJ (sucessor dos Programas Editoriais do IEI e da FEA/UFRJ), através das séries "TEXTOS PARA DISCUSSÃO", "TEXTOS DIDÁTICOS" e "DOCUMENTOS", publica artigos, ensaios, material de apoio aos cursos de graduação e pós-graduação e resultados de pesquisas produzidos por seu corpo docente.

Essas publicações, assim como mais informações, encontram-se disponíveis na livraria do Instituto de Economia, Av. Pasteur, 250 sala 4 (1º andar)-Praia Vermelha-CEP: 22290-240/Cx.Postal 56028-Teléfono: 295-1447, ramal 224; Fax 541-8148, A/c Sra. Joseane de O. Cunha.

## SUMÁRIO

Abstract	5
Resumo	5
1. Introdução	7
2. Características básicas e modo de operação do modelo de AC	11
3. Riscos inerentes ao modelo de âncora cambial	18
4. Administrando o câmbio fixo sob elevada mobilidade de capital	30
5. O caminho da flexibilização cambial	35
6. Sumários e conclusões	44
Notas	48
Referências bibliográficas	51

## ABSTRACT

During the last two decades several developing countries have experienced stabilization programs based on nominal exchange rate anchor. External fragility, reflected in rising external debts and current account deficits, has become a common feature of these countries. On the other hand, developed countries, which are the creditors of these debts, have been experiencing a liberalization process and rising levels of capital mobility. This new financial environment has acted as an externality that can aggravate this situation and, hence, implies a permanent concern. The article discusses two alternative strategies of macroeconomic adjustment for economies emerging from exchange rate anchor plans: i) adapting (submitting) short run policy, maintaining the fixed exchange rate regime; ii) adjusting (flexibilizing) the exchange rate regime itself. The difficulties involved in the first way indicate the second one as the most efficient and less risky strategy.

## RESUMO

A fragilidade externa, traduzida pelo crescimento simultâneo da dívida externa e do déficit em conta corrente, tornou-se uma característica comum nos países em desenvolvimento que, recentemente (anos 1980-90), passaram por experiências de estabilização baseadas em âncora cambial (nominal). O novo ambiente financeiro-institucional dos países desenvolvidos - credores daquela dívida - caracterizado pelo processo de liberalização e pela crescente mobilidade de capital, atua como uma externalidade capaz de agravar este quadro, exigindo, assim, atenção permanente. O artigo discute duas estra-

tégias alternativas de ajuste macroeconômico de economias egressas de planos de âncora cambial: i) adaptar (subordinar) a política econômica de curto prazo, mantendo o regime de câmbio fixo; ii) adaptar (flexibilizar) o próprio regime cambial. As dificuldades envolvidas na primeira delas aponta a segunda como a estratégia mais eficiente e de menor risco.

## 1. INTRODUÇÃO

Os programas de estabilização apoiados em âncora cambial ganharam espaço nos meios acadêmico e governamental de diversos países em desenvolvimento a partir de fins da década de 1970, revelando-se como um dos mais exitosos modelos de um diversificado cardápio de tratamentos heterodoxos aos processos de alta inflação. Na maior parte dos casos, porém, a eficácia destes programas no tocante a seu objetivo principal - a estabilização prolongada dos preços - foi acompanhada de nítido aumento da vulnerabilidade da economia a choques externos, refletido, em maior ou menor grau, nas seguintes tendências:

(i) valorização real da taxa de câmbio, pela combinação do câmbio nominal fixo (ou quase fixo) com a inflação residual dos primeiros meses da estabilização;

(ii) geração de crescentes déficits comerciais, como resultado da combinação de (i) com o aquecimento da atividade econômica - que, normalmente, se segue à experiências heterodoxas de estabilização;

(iii) elevados e repentinos superávits na conta de capital do balanço de pagamentos, criando dificuldades de administração da política monetária - mais especificamente, de conciliação de seus objetivos estabilizadores com o compromisso do governo com o câmbio fixo;

(iv) deterioração das contas públicas - nos casos em que a preservação da taxa de câmbio nominal foi obtida por meio de sistemáticas operações de esterilização dos superávits da conta de capital - e/ou reforço da tendência

à valorização real do câmbio - nos casos de uso moderado do recurso da esterilização<sup>1</sup>.

Em suma, o aumento da vulnerabilidade externa das economias submetidas à âncora cambial (doravante AC) decorre da combinação de maior endividamento externo - face financeira dos superávits da conta de capital - com indicadores piores de comércio exterior, política fiscal e/ou política monetária. A deterioração destes indicadores parece inevitável nos primeiros anos de vigência da AC porque têm origem em dois fatores absolutamente necessários a este modelo de estabilização: i) o regime de câmbio fixo (ou quase fixo), que é o instrumento central e um emblema da política antinflacionária nestes casos; ii) a abertura comercial e financeira da economia, crucial à viabilidade e sustentação da taxa de câmbio como âncora dos preços.

Além disso, o risco de dificuldades cambiais associado à forma peculiar de inserção externa das economias sob AC - combinando câmbio fixo com ampla abertura comercial e financeira - tem sido ampliado, nos últimos anos, pelo ambiente de elevada e crescente mobilidade do capital. Desde meados da década de 1980, a mobilidade internacional do capital vem sendo impulsionada por um intenso movimento de desregulamentação e de inovações operacionais e tecnológicas, originado nos sistemas financeiros dos países mais desenvolvidos - basicamente, o americano - e que, gradativamente, vem se espalhando pelo globo.

Essa nova configuração do mercado financeiro internacional foi crucial para a viabilização dos planos de AC na América Latina, porque disponibilizou capital para a acumulação de divisas em "moeda forte" nos países do continente, outrora condicionados por forte restrição externa. Este mesmo fator, porém, tem dificultado enormemente a administração do risco cambial nos países que

operam sob AC. De um lado, as novas condições tecnológicas e institucionais que governam os movimentos do capital internacional permitem ajustes extremamente rápidos de portfólio por parte dos investidores "globais", elevando o grau de imprevisibilidade dos fluxos e preços dos ativos em todos os mercados. De outro, a ampla abertura comercial e financeira requerida para viabilizar a AC nas economias em processo de estabilização contribui para aumentar as incertezas com relação a seus mercados cambiais, tornando-os altamente vulneráveis a mudanças nas condições gerais do comércio e nas estratégias do capital a nível internacional, ou mesmo nas expectativas dos investidores.

Assim, economias egressas de planos de AC vêem-se, constantemente, diante do desafio de administrar o novo cenário institucional em que passam a operar - caracterizado por maior abertura comercial e mobilidade de capital - de modo a minimizar o risco de crises cambiais. Um requisito básico para enfrentar esse novo cenário é a reestruturação produtiva da economia - envolvendo, pelo menos, os setores de *tradables*, infra-estrutura e financeiro - no sentido de incrementar a competitividade do país nos mercados externo e interno. Essa resposta estrutural, porém, normalmente exige recursos externos adicionais (para aquisição de novos bens de capital e tecnologias) - o que agrava o problema a curto prazo - e tempo para frutificar, sem falar nas possíveis dificuldades políticas a serem enfrentadas, dado que a reestruturação produtiva tende a forçar a substituição de "antigos atores" (líderes de mercado) por novos. Neste ínterim (que costuma durar alguns anos), ajustes conjunturais serão também necessários. Além disso, se o objetivo é a defesa ou expansão de *market shares* num mundo marcado pela ampla abertura e competição externa, a reestruturação produtiva não é uma solução *once and for all*, mas deve tornar-se uma política (privada/empresarial ou pública) de caráter permanente. Dessa forma, mesmo depois de "con-

cluída" (em alguma de suas etapas) ela não substitui o ajuste conjuntural da economia ao novo cenário interno-externo.

No plano conjuntural, da política econômica de curto prazo, há, basicamente, duas linhas de ação possíveis: a) *manter o regime cambial*, adaptando a política macroeconômica (fiscal, monetária, financeira e comercial) às necessidades impostas pela evolução das contas externas; b) *flexibilizar o regime cambial*, tornando o câmbio *mais* um instrumento da necessária adaptação da economia. Em outros termos, essas alternativas se traduzem, respectivamente, pela preservação ou abandono do regime de AC como instrumento de coordenação da política macroeconômica: no primeiro caso, idealmente, a AC se consolidaria como regra fixa numa perspectiva de longo prazo, subordinando os demais instrumentos da política econômica; no segundo, o câmbio fixo assumiria, na prática (*ex post*), o caráter de um recurso temporário, cuja função principal seria coordenar apenas a transição do regime de alta inflação para a estabilidade, e não fundar um novo modelo de condução da política macroeconômica.

Este artigo discute as vantagens e riscos das duas estratégias de ajuste macroeconômico mencionadas, tendo como pano de fundo e condicionante externo o ambiente de intensa mobilidade internacional do capital, característico dos anos 1990. Dois esclarecimentos devem ser feitos sobre o objetivo desta discussão, antes de prosseguirmos: i) a classificação da alta mobilidade externa do capital como condicionante de toda a análise revela o entendimento desta condição como irreversível no horizonte temporal relevante para a reestruturação das economias egressas de planos de AC - assim, a possibilidade de mudanças institucionais no ambiente externo não será aqui considerada; ii) a discussão proposta restringe-se aos arranjos macroeconômicos possíveis para lidar com o

problema mencionado, tratando-se, portanto, de uma análise restrita às *políticas de curto prazo* - assim, os modelos de reestruturação produtiva, bem como as políticas de longo prazo capazes de gerá-la *não* integram nosso objeto de análise.

O texto compõe-se de cinco seções, além desta Introdução. A seção 2 descreve o modo de operação e as condições de viabilidade do modelo de AC. A seção 3 examina os principais riscos, de natureza externa/cambial, associados a tal modelo de estabilização. A seção 4 discute as possibilidades de ajuste externo, mantendo-se o regime de AC e a 5ª faz o mesmo para a alternativa de flexibilização cambial. A seção 6 sumaria e conclui a discussão.

## 2. CARACTERÍSTICAS BÁSICAS E MODO DE OPERAÇÃO DO MODELO DE AC

### 2.1 Taxa de câmbio e mecanismos de formação de preços na alta inflação

Os tratamentos heterodoxos do problema inflacionário se distinguem dos ditos ortodoxos por privilegiarem, tanto no diagnóstico quanto no desenho da estratégia antinflacionária, os mecanismos microeconômicos de formação e correção de preços, em detrimento da tradicional hegemonia dos fatores de "demanda". A ênfase nesse aspecto apoia-se na percepção de que, nos processos de inflação crônica, os preços adquirem considerável autonomia em relação aos choques deflacionários de demanda - embora não em relação aos choques inflacionários, como mostram Arida & Lara-Resende (1985) e Lopes (1986).

Além de gerar (ou acirrar) conflitos distributivos, a inflação crônica dá origem a comportamentos defensivos

que acabam por agregar elementos novos aos mecanismos "normais" de formação de preços, sendo os mais conhecidos a indexação à inflação passada e as expectativas inflacionárias. Além disso, a tendência natural do público à fuga da moeda depreciada conduz a um aumento sistemático da velocidade-renda da moeda e à conseqüente redução da demanda por moeda. Esses fatores passam, então, a atuar como elemento autônomo de formação de excesso de demanda nos mercados de bens e ativos em geral, realimentando o processo inflacionário.

O combate a inflações crônicas, portanto, requer, além de políticas fiscal e monetária orientadas para coibir excessos de demanda e para a correção de eventuais distorções do regime fiscal-monetário, uma política de rendas capaz de coordenar o desmonte do antigo "modelo" de formação de preços. Como o antigo modelo refletia a perda de confiança na moeda - mais especificamente, em sua capacidade de cumprir as funções convencionais de reserva de valor e unidade de conta da economia - na maioria dos casos este desmonte requer a implementação de uma reforma monetária, que permita isolar no tempo e, se possível, nas mentes dos formadores de preços a cultura inflacionária impregnada na antiga moeda.

A estabilização por AC segue, basicamente, este roteiro, adicionando-lhe, porém, um diagnóstico mais específico sobre o papel da taxa de câmbio nas estratégias defensivas desenvolvidas pelo público: de que, por força da própria evolução do processo inflacionário, a taxa de câmbio tenha assumido importância crucial nos mecanismos de precificação e formação de expectativas inflacionárias da economia. Este papel da taxa de câmbio explica-se por duas razões: i) o processo de fuga da moeda, em que a redução da demanda pela moeda local, depreciada, é compensada pelo aumento da demanda por uma moeda forte (normalmente, o dólar); ii) o fato de que o dólar, negociado diariamente no mercado cambial, acaba

por ter uma indexação *diária* à inflação passada - senão no mercado formal (oficial), pelo menos no paralelo. Mesmo no mercado formal, o aprimoramento dos métodos de indexação da taxa de câmbio torna-se quase uma imposição para o governo, como meio de preservar a balança comercial e evitar uma deterioração drástica no balanço de pagamentos, já que, na alta inflação, o país não pode contar com saldos positivos na conta de capital.

Assim, ainda que a fuga da moeda não se configure "fisicamente" - como é o caso nos países que desenvolveram sistemas eficientes de indexação da própria moeda - a ancoragem cambial pode ser indicada, desde que a indexação à taxa de câmbio já tenha sido amplamente percebida e efetivamente utilizada como um meio eficaz de proteção da renda real. Nesse contexto, promover uma reforma monetária e fixar a taxa de câmbio da nova moeda em relação ao dólar (ou manter suas oscilações sob estreito controle) induz os agentes econômicos a reduzirem o ritmo ou mesmo a abandonarem a prática de correção sistemática de preços. Ou seja, uma vez estabelecida uma paridade fixa - e crível<sup>2</sup> - entre a nova moeda e o dólar, restaura-se a credibilidade da primeira e, por conseguinte, suas funções de unidade de conta e reserva de valor. É, precisamente, este efeito que estanca o processo inflacionário, porque torna dispensável as correções freqüentes de preços<sup>3</sup>.

## 2.2. Uma apresentação formal do modelo

Um modelo de formação de preços por *mark up* e uma formalização simples sugerida por Simonsen (1975: 96-100) são úteis para ilustrar a operação de um plano de AC. Seja:

$$[1] dP = u.dP_0 + (1 - u).dP_{ND}$$



onde:  $dP$  = inflação do período, medida por um índice geral de preços;  $dP_D$  = variação dos preços dolarizados (diretamente ou por indexação à taxa de câmbio) no período;  $dP_{ND}$  = variação dos preços não-dolarizados;  $u$  = peso dos bens de preços dolarizados no índice geral de preços, suposta dada no período relevante para a análise.

Por um modelo de *mark up* variável, pode-se descrever  $dP_D$ ,  $dP_{ND}$  e, portanto,  $dP$  como:

$$[2] dP = x_1 \cdot dW + x_2 \cdot dK \quad ; \quad x_1, x_2 > 0$$

onde:  $dW$  = variação de custos no período, incluindo salários, insumos em geral e impostos;  $dK$  = variação das margens de lucro;  $x_i$  = coeficientes constantes por hipótese.

De acordo com Simonsen (op. cit.), o processo de formação de preços característico da alta inflação crônica torna  $dW$  e  $dK$  funções de três variáveis básicas:  $D$ , que representa o componente de demanda agregada;  $A$ , componente autônomo que representa fatores estruturais e institucionais que condicionam o conflito distributivo latente na economia, tais como políticas salariais, grau de organização dos sindicatos e o próprio perfil de distribuição de renda da economia; e  $R$ , que sintetiza os fatores de realimentação inflacionária. Na versão original de Simonsen,  $R$  inclui apenas a indexação retroativa; para os propósitos de nossa análise, porém, o termo será ampliado para contemplar também os demais fatores de realimentação mencionados, ou seja, expectativas inflacionárias e redução da demanda por moeda. Assim:

$$[2] dP = x_1 \cdot W(D, A, R) + x_2 \cdot K(D, A, R)$$

$$[3] dP = P(D, A, R)$$

onde os termos em *itálico* designam funções e não mais valores específicos. Admitindo-se uma especificação linear para  $dP$  podemos escrever:

$$[4] dP = y_1 \cdot D + y_2 \cdot A + y_3 \cdot R \quad ; \quad y_i = \text{constantes}; \quad y_1, y_2, y_3 > 0$$

Considerando os fatores de realimentação mencionados,  $R$  pode ser descrito como:

$$[5] R = q_1 \cdot dP_{-1} + q_2 \cdot dP^e_{+1} + q_3 \cdot dM^d \quad ; \quad q_i = \text{constantes}; \quad q_1, q_2 > 0; \quad q_3 < 0$$

onde:  $dP_{-1}$  = inflação do período anterior;  $dP^e_{+1}$  = inflação esperada para o período seguinte;  $dM^d$  = variação da demanda por moeda no período.

Considerando, por simplificação, que os fatores de demanda agregada ( $D$ ), as condições estruturais e institucionais ( $A$ ) e os coeficientes  $y_i$  sejam iguais para os setores dolarizados e não dolarizados, a diferença básica entre eles reside no fator de realimentação inflacionária  $R$ . De acordo com a discussão anterior, à medida que a economia vai se dolarizando (diretamente ou por indexação), as variações da taxa de câmbio no mercado a vista passam a sintetizar aqueles componentes de  $R$ , que, para os setores dolarizados pode ser descrito como:

$$[6] R_D = q_4 \cdot dE \quad ; \quad q_4 = \text{constante positiva,}$$

onde  $dE$  = variação da taxa de câmbio, sendo  $E$  definida como "moeda local/dólar". Para os setores não-dolarizados teríamos  $R_{ND}$  exatamente como definido em [5]. Combinando [1], [4] e [6] e fazendo as eliminações possíveis, obtém-se:

$$[7] dP = y_1 \cdot D + y_2 \cdot A + u \cdot z \cdot dE + (1 - u) \cdot y_3 \cdot R_{ND} \quad ; \quad z = (y_3 \cdot q_4) > 0$$

Nos casos em que se aplica o modelo de AC tem-se, por suposto,  $u \cong 1$ , de modo que:

$$[8] dP \cong y_1 \cdot D + y_2 \cdot A + z \cdot dE$$

Como se pode ver, a expressão [8] constitui um caso especial da formalização proposta por Simonsen, na qual o componente de realimentação é sintetizado na variação da taxa de câmbio. Esta fórmulação é interessante por explicitar que, mesmo quando as condições propícias à ancoragem cambial estão presentes (do ponto de vista da formação de preços, pelo menos<sup>4</sup>), este modelo de estabilização (assim como qualquer outro de filiação heterodoxa) não pode prescindir do acompanhamento de políticas fiscal, monetária e de rendas<sup>5</sup>. De acordo com a combinação de políticas mencionada na seção 2.1, o termo D seria controlado por políticas fiscal e monetária; o termo autônomo A por política de rendas; e o termo de realimentação R por uma reforma monetária seguida de fixação da taxa de câmbio na nova moeda. Assim, se D e A estão devidamente controlados e a ancoragem cambial torna  $dE \cong 0$ , obtém-se  $dP \cong 0$ .

### 2.3 Condições de viabilidade e sustentação do modelo de AC

Ainda que as condições de formação de preços sejam propícias à adoção da AC, a fixação da taxa de câmbio não é, em si, garantia de recuperação da confiança na estabilidade da nova moeda. Esta depende, de forma crucial, da credibilidade da taxa de câmbio fixada pelo governo. Assim, para que se inicie com chance de êxito, um plano de AC exige dois cuidados *prévios*: i) ajuste da taxa de câmbio, de modo a evitar sua fixação em um nível valorizado a ponto de gerar expectativas de desvalorização no futuro próximo; ii) acumulação de reservas internacionais em volume suficiente para gerar confiança na capacidade do Banco Central manter e, se necessário, defender a paridade estabelecida.

O cumprimento da primeira dessas condições depende apenas da capacidade de avaliação do governo sobre a taxa de câmbio "ótima" (dadas as circunstâncias). Admitindo-se que as autoridades governamentais sejam capazes de identificar esta taxa com um grau razoável de "acerto"<sup>6</sup>, a questão central passa a ser a sua capacidade de sustentar a taxa estabelecida - ou seja, a segunda condição mencionada. O cumprimento desta condição, por sua vez, requer não apenas a implementação de políticas comerciais, monetárias e/ou financeiras compatíveis, mas também - e, talvez, principalmente - a presença de um ambiente externo favorável. É necessário que o mercado comercial e financeiro internacional esteja receptivo a tais políticas, o que requer um contexto de economia mundial em crescimento e/ou de abundante liquidez. Foi, precisamente, a vigência desse contexto que permitiu a proliferação de experiências de estabilização por AC nas economias emergentes a partir de meados da década de 1980.

Uma vez estabelecida a taxa de câmbio-âncora e implementada a reforma monetária, a dinâmica da inflação não pode mais ser descrita como anteriormente. Em lugar da decomposição de  $dP$  em variação de preços dolarizados e não-dolarizados, como fizemos em [1], deve-se agora decompô-la em variação de preços *tradables* ( $P_T$ ), diretamente afetados pela taxa de câmbio ( $E$ ), e "non-tradables" ( $P_{NT}$ ), não afetados diretamente por  $E$ :

$$[9] dP = c \cdot dP_T + (1 - c) \cdot dP_{NT}$$

onde  $c$  mede o peso dos bens *tradables* na oferta agregada<sup>7</sup> e representa o grau de abertura comercial da economia. Os preços dos bens *tradables* tendem a:

$$[10] P_T = E \cdot P_T^*$$

onde:  $P_T^*$  = preço dos *tradables* no mercado internacio-

nal Aplicando-se a  $P_{NT}$  um modelo de *mark up* semelhante ao da seção 2.2:

$$[11] P_{NT} = W_{NT} + K_{NT}$$

De [9], [10] e [11]:

$$[12] dP = c. dE.P_T^* + c.E. dP_T^* - c.(dW_{NT} + dK_{NT}) + (dW_{NT} + dK_{NT})$$

A expressão [12] mostra os mecanismos pelos quais a AC atua sobre a inflação. O primeiro deles é a eliminação de uma das fontes (internas) de oscilação do nível geral de preços, já que o termo  $c.dE.P_T^*$  é anulado. O segundo é através do grau de abertura comercial da economia:  $c$  reduz o impacto das variações dos custos e preços dos bens *non-tradables* sobre o nível geral de preços. Isto explica porque, apesar da necessidade de acumular reservas, em todos os países que utilizaram AC o processo de estabilização foi acompanhado, ou mesmo precedido, de uma política de rápida abertura comercial<sup>8</sup>, levando à também rápida deterioração da balança comercial. Essa tendência à déficits comerciais justifica a outra condição de viabilidade e sustentação da AC: a liberalização da conta de capital do balanço de pagamentos. Além de necessária para a acumulação *prévia* de reservas, que dá credibilidade à AC, a abertura financeira pós-estabilização é crucial para sustentar a (também necessária) abertura comercial.

### 3. RISCOS INERENTES AO MODELO DE ÂNCORA CAMBIAL

Face à importância crucial que assume a credibilidade da política cambial nos países que passam a viver sob o regime de AC, a evolução das contas externas torna-se o principal condicionante da política econômica nesses países. Por outro lado, fatores inerentes a tal modelo de

estabilização - a tendência à expansão econômica no imediato pós-estabilização e o rápido aumento requerido no grau de abertura comercial e financeira da economia - dificultam a administração dessas contas, bem como das variáveis monetárias e fiscais internas. Essas condições sintetizam o dilema de política econômica com que se deparam esses países: ao mesmo tempo em que os indicadores externos ganham importância, do ponto de vista prático e expectacional, o governo perde graus de liberdade na busca do equilíbrio macroeconômico (interno-externo). Nesta seção, examina-se as principais dificuldades impostas à gestão da política macroeconômica durante o processo de estabilização, decorrentes dos riscos *externos* (ou cambiais) associados à expansão econômica e à abertura comercial e financeira.

#### 3.1 Riscos da expansão econômica

Uma das principais vantagens apontadas nos modelos heterodoxos de estabilização é que, atuando diretamente sobre os mecanismos de formação de preços, além de obterem uma redução mais rápida da inflação, eles comprometem menos a atividade econômica. Ao contrário, justamente por conta desse efeito mais rápido sobre a inflação, na maior parte dos casos observou-se mesmo uma tendência à rápida expansão econômica no imediato pós-estabilização<sup>9</sup>, induzida pela redução (ou eliminação) do imposto inflacionário incidente sobre as classes de renda mais baixa (sem conta bancária), que têm alta propensão a consumir; pela recuperação da capacidade de cálculo prospectivo por parte dos agentes econômicos e, por conseguinte, da confiança na economia (o que estimula a produção e investimento privados); e pela recuperação do crédito (também facilitada pelo aumento do grau de confiança), que estimula tanto o consumo quanto a produção e o investimento. Essa tendência ao crescimen-

to, porém, é também um dos maiores fatores de risco nos planos de estabilização heterodoxos, porque, dependendo da capacidade de resposta da oferta, pode substituir a inflação crônica por uma inflação clássica de demanda.

Os planos de AC não são uma exceção à essa regra. Ao contrário, face à exigência de elevada abertura comercial e financeira, a expansão econômica carrega um risco duplo neste modelo: além de ameaçar a estabilidade de preços, compromete o equilíbrio externo da economia e, em consequência, a própria credibilidade da AC. Em primeiro lugar, para um dado coeficiente de importações o rápido aumento do nível de atividade eleva diretamente o volume de compras externas do país. Em segundo, a necessidade de aumento da abertura comercial antes ou logo após a implementação da AC, eleva o próprio coeficiente de importação da economia, o que amplia o potencial de deterioração da balança comercial pela via das importações e torna a expansão econômica ainda mais arriscada do ponto de vista cambial.

Em terceiro lugar, na presença de câmbio fixo (ou quase), a expansão da demanda interna arrisca comprometer a competitividade das exportações, cujo preço no mercado externo é:

$$[13] P_x^* = P_x / E$$

onde  $P_x$  representa o preço original (de produção) dos bens exportáveis em moeda nacional. Admitindo-se que o setor exportador, em princípio, enfrente as mesmas condições internas de custo do setor não exportador,  $P_x$  será formado por:

$$[14] P_x = W_x + K_x,$$

onde  $W_x$  e  $K_x$  são os equivalentes de  $W$  e  $K$  para o setor exportador. De [13] e [14]:

$$[15] dP_x^* = [(dW_x + dK_x).E - dE.(W_x + K_x)] / (E)^2$$

Numa economia sob AC, o termo  $dE = 0$ , de modo que [15] reduz-se a:

$$[16] dP_x^* = (dW_x + dK_x) / E$$

O preço  $P_x^*$  terá que competir num mercado cujo preço, *exógeno*, é  $P_T^*$  (o mesmo da expressão 10). Assim, o setor exportador será competitivo *se e somente se*  $P_x^* \leq P_T^*$ . Esta formulação evidencia um aspecto importante dos planos de AC: mesmo sob câmbio fixo, a convergência dos preços dos *tradables exportáveis* ao preço internacional  $P_T^*$  (como mostrado na expressão 10) é apenas uma *tendência* e não uma garantia e sua confirmação depende, essencialmente, do comportamento das condições *internas* de produção. *Ceteris paribus*, qualquer  $(dW_x + dK_x) > 0$ , implicará *valorização real* da taxa de câmbio (medida pelo inverso da expressão 16) e reduzirá a competitividade das exportações<sup>10</sup>. Se os custos de produção no setor exportador acompanham a tendência dos custos de produção do resto da economia, então  $dW_x = dW_{NT}$  e  $dK_x = dK_{NT}$ . Como  $(dW_{NT} + dK_{NT}) > 0$  é a fonte da inflação dos *non-tradables*, que depende da *demanda interna*, o controle desta por meio das políticas convencionais (monetária e fiscal) é crucial para a sustentação dos resultados benéficos da AC sobre a inflação.

Por essas razões, a tendência à expansão econômica, característica do imediato pós-estabilização sob AC, é uma vantagem que deve ser exercida com muito cuidado: concretamente, o crescimento do nível de atividade é saudável apenas até o ponto em que não sancione, ou mesmo estimule, aumentos em  $W$  ou  $K$  capazes de tornar  $P_x^* > P_T^*$ . Os primeiros meses da estabilização são particularmente delicados quanto a este aspecto, por conta da inflação residual dos "non-tradables" (especialmente dos serviços) que, normalmente, sobrevive nesse

período, tornando  $(dW_{NT} + dK_{NT}) > 0$ , independentemente do ritmo da atividade econômica.

### 3.2 Riscos da abertura comercial

A abertura comercial, como já mencionado, é um agravante da tendência à deterioração da balança comercial, associada à rápida expansão econômica. Mas, ainda que a demanda interna esteja sob controle, o processo de abertura, por si só, tende a gerar esta deterioração nos primeiros meses (ou anos) da estabilização. Enquanto a convergência dos preços dos *tradables exportáveis* ao preço internacional  $P_T^*$ , sob câmbio fixo, é condicionada ao comportamento dos custos internos de produção, a convergência dos *tradables importáveis* é imediata. Como os custos internos tendem a apresentar certa rigidez no início do plano (inflação residual) e a abertura aumenta, rapidamente, o leque de bens importáveis, o resultado mais provável (e efetivamente observado nas diversas experiências de AC) é a perda de saldo comercial.

Em segundo lugar, há um problema de *timing* de resposta das importações e exportações ao maior grau de abertura. As importações reagem depressa, principalmente em países com longa história de restrições externas. Para que o desempenho das exportações seja capaz de evitar a deterioração comercial, é necessário que se obtenha, rapidamente, um *up grade* da competitividade do país, isto é, um efeito  $dP_x^* < 0$ . Na presença de câmbio fixo e de possível inflação residual, isto só pode ser obtido por políticas de incentivo (fiscal e/ou creditício) às exportações e/ou por um aumento substancial da produtividade do setor exportador, de forma que se produzisse um efeito  $dW_x < 0$ .

A própria abertura comercial pode favorecer o au-

mento de produtividade, ao disponibilizar novos bens de capital e tecnologias para os produtores domésticos. Isto, porém, requer investimentos, recursos financeiros e tempo para frutificar. As políticas de incentivo às exportações, além de tempo, exigem também algumas condições para que possam ser conduzidas com eficácia e sem riscos para outros indicadores econômicos, quais sejam: que o governo tenha fácil acesso à fontes não inflacionárias de financiamento da política e que a expansão da atividade do setor exportador não ameace ter efeitos multiplicadores muito fortes, que venham a comprometer a estabilidade de preços.

A estratégia de menor risco é dar início a políticas de incremento da competitividade externa do país o quanto antes, mas nos dois casos impõe-se o problema de "timing", já que tanto as políticas comerciais quanto as de produtividade exigem um certo tempo (além de recursos) para mostrarem seus efeitos. Assim, ainda que políticas de competitividade sejam adotadas desde o início do plano, a deterioração dos saldos comerciais é o resultado mais provável nos primeiros anos da estabilização.

Outro risco do processo de abertura, que reforça a tendência a déficits comerciais é a possibilidade de valorização real ou nominal do câmbio no conceito de *taxa efetiva*. A rápida abertura do mercado, normalmente, leva à diversificação de parceiros comerciais - e é bom que isto ocorra, para reduzir os riscos de mercado a que se expõe o setor exportador. Com o câmbio atrelado somente à moeda americana, por exemplo - como é o caso na maioria das economias "emergentes" que operam com câmbio fixo - haverá valorização da taxa efetiva sempre que o dólar se valorizar frente às moedas de outros importadores ou concorrentes do país em questão<sup>11</sup>. Isto equivale a uma redução de  $P_T^*$  (o preço dos *tradables* no mercado internacional, em dólares) em relação a  $P_x^*$  (equivalente em dólar dos preços dos bens exportáveis em moeda

nacional,  $P_x$ ), comprometendo a competitividade do país. Vale notar ainda que, sendo o dólar e todas as demais "moedas fortes" sujeitas ao regime de câmbio flexível, a possibilidade de freqüentes e mesmo fortes oscilações do dólar no mercado internacional não é remota.

### 3.3 Riscos da abertura financeira (I): mobilidade de capital e entrada de recursos

As experiências de ancoragem cambial recentes mostraram que a abertura da conta de capital, aliada ao câmbio fixo, ao maior grau de confiança na economia (condições que reduzem drasticamente o risco atribuído ao país) e ao ambiente internacional de elevada mobilidade de capital, levou a um *boom* de captação externa nos países recém estabilizados<sup>12</sup>. De início, isso atua como um colchão de segurança para o plano de estabilização, além de permitir conciliá-lo com o crescimento econômico, no que tange ao financiamento dos déficits comerciais. Essa melhora nas condições de captação externa, porém, tem dois desdobramentos difíceis de administrar, associados, respectivamente, aos fortes movimentos de *entrada e saída* de recursos.

As principais dificuldades decorrentes do *ingresso líquido* de capital referem-se à administração da política monetária e da conta corrente do balanço de pagamentos. Como já observado, a política monetária deve ser orientada para coibir eventuais (e prováveis) excessos de demanda, o que exige razoável grau de controle do banco central sobre a base monetária, de modo a manter a taxa de juros em patamar compatível com este objetivo. Por outro lado, o compromisso do banco central com o câmbio fixo, o obriga a comprar as divisas trazidas pelos investidores externos, aumentando seu estoque de reservas internacionais e expandindo a base. Assim, a conta de capital torna-se uma fonte sistemática de expansão

monetária, realimentando a tendência ao aquecimento da demanda (através da expansão facilitada do crédito privado) e à geração de déficits comerciais.

Além disso, como o ingresso de capital significa aumento do endividamento externo do país, a médio prazo, ele acaba por elevar, de forma duradoura, as despesas da conta de serviços de fatores, quando o novo capital começar a gerar despesas de juros (no caso de captações em moeda) e remessas de lucros (no caso de investimentos diretos). Este efeito, aliado aos déficits comerciais, conduz a déficits crescentes na conta corrente do balanço de pagamentos. Mais que o déficit em si, o risco dessa situação é a *mudança de composição* do saldo da conta corrente, pelo aumento da parcela relativa a despesas financeiras. Como estas são totalmente inelásticas a curto prazo, isto implica clara perda de graus de liberdade da política econômica para lidar com o problema do desequilíbrio externo.

O déficit em conta corrente, ao absorver, pelo menos, parte do superávit da conta de capital, alivia o problema monetário. Este tipo de "solução", contudo, é perigoso, porque implica uma mudança no perfil do saldo do balanço de pagamentos - que passa a compor-se de maiores superávits na conta de capital e maiores déficits na conta corrente - que resulta no aumento da vulnerabilidade externa do país. Assim, se por um lado, o aumento do endividamento externo traz facilidades para o processo de estabilização e o crescimento econômico, por outro, mantém a taxa de câmbio e o equilíbrio macroeconômico sob constante ameaça, face ao risco de que, pela deterioração da situação externa ou por qualquer outra razão, um número considerável de (grandes) investidores estrangeiros decida mudar o endereço de suas aplicações. Este é o principal risco associado à *maior facilidade de saída* de recursos do país, proporcionada pela abertura financeira.

### 3.4 Riscos da abertura financeira (II): mobilidade de capital e ataques especulativos

A possibilidade de repentinas mudanças de rota do capital externo vem sendo ampliada, desde o início da década de 1980, pelas inovações e reorganização financeiras ocorridas nos países mais desenvolvidos - credores líquidos dos países em desenvolvimento<sup>13</sup>. Um traço marcante dessas mudanças é a crescente substituição do crédito bancário tradicional por sofisticadas operações de financiamento direto no mercado de capitais, caracterizando o processo hoje conhecido como *securitização*. A possibilidade de freqüente renegociação desses papéis/dívidas nos mercados secundários de ativos - que também vêm sendo ampliados pelo movimento de liberalização financeira nos mercados emergentes - torna muito fácil e rápida a saída de capital das economias de maior risco aos olhos dos investidores. Neste novo contexto, as economias recém estabilizadas são candidatas preferenciais ao posto de "alto risco" e a ataques especulativos contra suas moedas, face às dificuldades externas e à rigidez cambial que as caracterizam.

Como observa Corden (1994), a alta mobilidade do capital pode ter uma função "estabilizadora" nos regimes de câmbio fixo, na medida que dificulta, senão inviabiliza, a sustentação de taxas cambiais "irrealistas", mantidas às custas de fundamentos macroeconômicos (fiscais, monetários e externos) em franco desequilíbrio. Assim, a disciplina imposta pela presença do capital especulativo contribuiria para tornar as (necessárias) mudanças na taxa de câmbio mais graduais do que seriam na ausência dessa pressão externa, evitando - em vez de facilitar - ataques especulativos. Contudo, como reconhece o mesmo autor, essa interpretação assume a hipótese (forte) de que "os mercados têm uma visão correta dos fundamentos", de modo que "não forçariam uma desvalorização que, na ausência de especulação, não seria necessária" (ibidem, p. 236).

Assim, seria lícito dizer que a função estabilizadora dos capitais especulativos restringe-se aos casos de vigência *simultânea* de duas condições: i) que os investidores formem suas expectativas de modo "racional", no sentido novo-clássico do termo, ou seja, utilizando todo o conjunto possível de informações e processando-as de acordo com um modelo econômico "correto"; ii) que o mercado conte, *sempre e em tempo hábil*, com um volume razoável de informações (indicadores) relevantes para a avaliação da situação macroeconômica dos países hospedeiros de seus investimentos - condição necessária para que os agentes possam exercer adequadamente sua "racionalidade novo-clássica".

A validade da hipótese de expectativas racionais é, em si, uma questão polêmica, que está longe de ser resolvida e foge ao escopo deste trabalho. Mas, para os nossos propósitos, é suficiente ressaltar que sua validade é ainda mais questionável quando o objeto de análise é o mercado de ativos - locus de negociação das moedas estrangeiras. É consensual nos dias atuais o entendimento de que, além da influência dos fundamentos econômicos, este mercado é movido pelo "instinto de manada", capaz de transformar um movimento localizado de compras/vendas em uma tendência generalizada de alta/queda de preços de um ativo. Este tipo de comportamento, em que um investidor age de certa maneira apenas porque outros já o fizeram, não pode ser absorvido num modelo de expectativas racionais, porque não responde à informações objetivas nem a qualquer modelo de teoria econômica, mas sim à euforia ou ao temor que, pelas razões mais variadas - não necessariamente, de natureza econômica - dominam as expectativas dos investidores em determinados momentos.

O "instinto de manada" é, em si, uma fonte de ataques especulativos. Além disso, exercício destes movimentos coletivos "irracional" (do ponto de vista novo-

clássico) de compra e venda de ativos/moedas tem sido enormemente facilitado pela tendência mundial à securitização e à liberalização financeira. Nessas condições, parece mais provável que a mobilidade de capital, na forma como se apresenta hoje, atue no sentido de tornar as mudanças cambiais mais bruscas - e não mais graduais, como supõe Corden - ampliando, portanto, as chances de ocorrência de ataques especulativos.

É claro que ataques especulativos podem refletir a percepção *correta*, pelo mercado, da fragilidade dos fundamentos macroeconômicos e, em particular, do balanço de pagamentos do país-alvo. Tal situação caracteriza o que Krugman (1991) classificou como "ataques especulativos racionais". Esta, porém, não é a única modalidade conhecida deste fenômeno. No mesmo trabalho, Krugman identifica duas outras: os ataques especulativos "irracionais", que se aplicam, basicamente, aos regimes de câmbio flutuante, e as "crises de contágio", passíveis de ocorrer tanto nos regimes cambiais fixos quanto nos flexíveis.

No primeiro caso, a desvalorização nominal da moeda seria forçada pela "psicologia" de um grande número de investidores que, a partir de determinado nível de câmbio, acreditassem na iminência de tal movimento (a desvalorização), por razões não diretamente associadas a indicadores do balanço de pagamentos, mas sim ao próprio mercado de moedas<sup>14</sup>. De forma semelhante, as crises de contágio resultam de uma crise de confiança na sustentação *dos preços dos ativos financeiros em geral* - e não da taxa de câmbio ou do balanço de pagamentos - em determinado país. Face à mobilidade internacional do capital, este tipo de instabilidade se espalha rapidamente para outros mercados - daí o termo contágio.

Nas crises de contágio, assim como nos "ataques irracionais", por mais que se identifiquem fatores objeti-

vos que expliquem a posição vendedora de grande parte dos investidores no mercado de ativos, é praticamente impossível racionalizar o *momento* de disparada do movimento de vendas que detona a crise. Nas palavras de Krugman: "(...) its essentially impossible to make sense of the asset price crashes that are the starting point of contagion crises without appealing to some kind of investor irrationality" (op. cit. pp. 88-89).

Contudo, uma vez deflagrado pelos investidores externos o movimento de venda da moeda-alvo ou de ativos denominados nesta moeda, o problema passa a se manifestar como uma crise cambial, de aparência muito semelhante à de uma crise "clássica", racional, porque a fuga de capital cria, de fato, problemas no balanço de pagamentos. Nos países de câmbio flexível, crises de contágio ou pressões "irracionais" sobre a moeda ficam confinadas ao mercado de ativos e podem ser estancadas rapidamente pelo próprio ajuste da taxa de câmbio e por intervenções adequadas do banco central - vendendo a divisa estrangeira no mercado cambial, no caso de um ataque irracional, e concedendo liquidez ao mercado de ativos local, no caso de uma crise de contágio. Este mesmo tipo de intervenção pode conter a duração e os efeitos de uma crise de contágio nos países sob câmbio fixo, *que desfrutem de uma situação externa sólida*.

A grande dificuldade, recai sobre as economias que combinam câmbio fixo e fragilidade dos indicadores externos - exatamente o caso das recém estabilizadas com base em AC. Nestas, uma crise de contágio pode facilmente precipitar uma crise cambial clássica - que não ocorreria na ausência deste evento exógeno - porque os ajustes de portfólio dos investidores estrangeiros reduzem rápida e drasticamente a oferta de capital que financiava o déficit em conta corrente e sustentava a atividade econômica no nível vigente. Nesses casos, a distinção conceitual de Krugman torna-se irrelevante na prática.



#### 4. ADMINISTRANDO O CÂMBIO FIXO SOB ELEVADA MOBILIDADE DE CAPITAL

Sob regime de câmbio fixo e alta mobilidade internacional de capital, a adaptação requerida da política econômica consiste, essencialmente, em subordinar as variáveis macroeconômicas internas a três objetivos principais: a) estabilidade de preços, de modo a preservar a confiança externa no país e evitar a valorização real do câmbio; b) controle do déficit em conta corrente, através da balança comercial (já que a conta de serviços é inelástica a curto prazo); c) controle do endividamento externo, visando, a curto prazo, conter o grau de exposição do país à reverses do mercado financeiro internacional e, a médio prazo, conter o próprio déficit em conta corrente. Tecnicamente, a solução dessa equação é simples, requerendo apenas um manejo adequado das políticas monetária e fiscal, de modo a evitar excessos de demanda agregada ou setorial capazes de comprometer a estabilidade de preços e os indicadores externos. A execução dessas políticas, porém, está longe de ser trivial.

##### 4.1 Adaptação das políticas monetária e fiscal

Um dos principais obstáculos à execução e eficácia da estratégia de adaptação das políticas monetária e fiscal é a tendência à forte atração de capital externo nos primeiros anos da estabilização. A aquisição desses recursos pelo banco central constitui-se numa fonte sistemática de expansão da base monetária, que contraria o objetivo de controle da demanda agregada. Uma forma de contornar esse problema, sem intervir diretamente no (grau de abertura do) mercado financeiro, é o banco central esterilizar as reservas internacionais com a colocação de títulos públicos no mercado<sup>15</sup>. Tal estratégia, porém,

tem fôlego curto (como mostraram as experiências de diversos países) por duas razões. Primeiro, porque a pesada e freqüente venda de títulos eleva continuamente as despesas financeiras do governo, criando (ou ampliando) déficits que passam a exigir novas colocações de títulos. Este círculo vicioso deve ser evitado em qualquer economia e mais ainda naquelas de estabilização recente que, face à precocidade e incertezas da estabilização, à cultura inflacionária e à tendência da economia ao crescimento, têm que operar com juros primários relativamente altos. Nessas condições, a insistência na esterilização compromete a saúde financeira do setor público, com efeitos danosos para a própria credibilidade da estabilização.

Para evitar a deterioração das contas públicas, é necessário combinar a esterilização com um forte ajuste fiscal capaz de gerar *superávits primários* para o setor, que compensem o aumento das despesas financeiras. Além das dificuldades políticas normalmente envolvidas neste tipo de ajuste - que o indica apenas como solução gradual e de médio prazo - ele implica óbvia perda de eficiência da política fiscal, porque gastos públicos e privados em consumo e investimento passam a ser sacrificados para financiar despesas de juros (improdutivas) que, na ausência do excesso de capital externo e da esterilização, não seriam necessárias.

A segunda razão que desaconselha o uso prolongado da política de esterilização vincula-se a seu efeito sobre a taxa de juros doméstica ( $r$ ) e a própria conta de capital. O equilíbrio da conta de capital exige  $r = (r^* + \pi)$ , onde  $r^*$  representa a taxa de juros internacional e  $\pi$  o risco atribuído ao país, sendo  $\pi = dE^e + \rho$ , onde  $dE^e$  denota a expectativa de desvalorização cambial e  $\rho$  o grau de risco associado a outros fatores, como déficit público, dificuldades do setor financeiro local, instabilidade política, etc (cf. IMF, 1996: 71). À medida que a estabilização e a AC mostram-se sustentáveis, o risco  $\pi$  cai rapidamente.

te em relação ao período inflacionário, mas a taxa de juros doméstica não (pelas razões já apontadas). E a rigidez de  $r$  à baixa será tanto maior quanto mais intensamente for usada a política de esterilização e quanto maior o efeito expansivo desta última sobre o déficit público. Assim, a esterilização prolongada tende a sustentar  $r > (r^* + \pi)$ , atraindo ainda mais investimentos externos para o país e repondo sistematicamente o problema.

As limitações da política de esterilização para lidar com o problema do excesso de capital externo levaram os países que passaram por esta experiência a adotarem estratégias mistas, que combinam um grau menor de esterilização com medidas que visam reduzir os efeitos monetários do fluxo de capital e/ou reduzir o próprio fluxo de capital para o país. Este segundo caminho será discutido na seção seguinte. Quanto ao primeiro, dois tipos de medidas foram experimentadas: i) maior liberalização das importações e da conta de capital, de modo a incentivar o "escoamento" de parte das divisas para o mercado externo; ii) restrições ao crédito privado, por meio de recolhimentos compulsórios ou outras medidas, cujo objetivo final é reduzir o multiplicador bancário - e não a expansão da base monetária.

A liberalização comercial e financeira pode ser eficaz no sentido estrito de conter o acúmulo de reservas e a expansão monetária a curto prazo, mas é uma estratégia de alto risco. A maior abertura comercial aprofunda a já mencionada mudança de perfil do balanço de pagamentos, sancionando superávits da conta de capital às custas do aumento do déficit em conta corrente. A maior abertura financeira, por outro lado, aumenta o grau de exposição do país ao risco de reveses do mercado financeiro internacional.

A alternativa mais eficaz e menos danosa às condições de equilíbrio externo é a redução do multiplicador

bancário, que contém a expansão da demanda agregada sem ônus compulsório para os setores público e privado - apenas aqueles que insistirem em assumir dívidas sob condições de crédito desfavoráveis serão onerados. O custo desta estratégia em termos de produto e emprego, porém, é maior que em todos os outros casos.

#### 4.2 Controles de capital

No que tange aos controles de capital, mais uma vez, trata-se de um caso em que o acerto técnico da medida não garante a sua eficácia operacional. Na presença do câmbio fixo e de juros mais altos que os internacionais, os mecanismos de controle assumem a forma de impostos, recolhimentos compulsórios, exigência de prazo mínimo de permanência ou controle quantitativo direto, pela fixação de tetos de endividamento externo para as instituições financeiras<sup>16</sup>. A experiência de países que, recentemente, tentaram esses recursos - cujo caso mais conhecido é o do Chile no início da década de 1990<sup>17</sup> - mostra, porém, que os investidores institucionais são extremamente habilidosos em criar inovações financeiras ou artifícios que permitem burlar os "pedágios" impostos pelo governo para a entrada de capital.

Como observa Corden (op. cit.: 298-99), essa tendência é ainda facilitada nos dias atuais pelo elevado grau de integração comercial e financeira da economia mundial - fortemente incrementada pela liberalização dos últimos anos - e, mais ainda, nos países hospedeiros de empresas multinacionais - como é o caso dos países em desenvolvimento - que podem facilmente simular transações financeiras com suas matrizes. Por outro lado, continua o autor, ainda que o controle de capital seja factível, seu efeito líquido sobre as condições de financiamento externo do país é, no mínimo, incerto. O objetivo das medidas de controle, naturalmente, é atingir apenas os capitais de

curto prazo, responsáveis pelos movimentos especulativos. Contudo, quando a mobilidade destes é reduzida, é bastante provável que se reduza também o fluxo do capital "saudável", de longo prazo, porque estas operações não são feitas sem algum *hedge* no segmento de curto prazo.

Por essas razões, controles de capital têm efeitos duvidosos e, possivelmente, danosos sobre o *volume* de capital que afui para o país. Sob condições de abundante liquidez internacional, o máximo que se pode esperar deste tipo de política é alterar o *perfil* da conta de capital, a favor dos investimentos mais seguros. Nesta função, menos que penalizar as aplicações de curto prazo e as saídas de capital, é indicado incentivar o alongamento dos investimentos em portfólio e os investimentos diretos. Isto se faz por meio de medidas específicas - tributárias, basicamente - e, principalmente, mantendo condições macroeconômicas sólidas, que permitam reduzir, de forma duradoura, o risco percebido do país ( $\pi$ ). Enquanto este risco for alto, predominarão os capitais especulativos, que buscam o ganho rápido proporcionado pelo diferencial de juros. A queda de  $\pi$ , permite a redução de  $r$  e, atua como um desincentivo natural ao capital de curto prazo e como incentivo aos investimentos de longo prazo.

Em suma, a administração da conta de capital é desejável, essencialmente, como política alocativa, cuja função, além de reduzir a vulnerabilidade externa do país, é aumentar a eficiência do capital externo, direcionando-o, o máximo possível, para o financiamento de atividades produtivas - o que requer a construção de credibilidade para atrair aplicações mais longas. É importante notar, por fim, que, nesta função, o controle de capital não prescinde da "adaptação" da política fiscal e monetária no sentido acima descrito, isto é, voltada para a manutenção da estabilidade de preços e o controle do déficit em conta corrente.

## 5. O CAMINHO DA FLEXIBILIZAÇÃO CAMBIAL

Antes de iniciarmos a discussão sobre as vantagens e riscos da flexibilização cambial, convém que façamos dois esclarecimentos. Primeiro: a total flexibilidade é, hoje, uma alternativa mais teórica que real, posto que, sabidamente, nenhum banco central assiste apático aos movimentos do mercado cambial. Assim, todos os países, sejam desenvolvidos, "emergentes" ou em desenvolvimento, que adotaram o câmbio flexível, operam, na prática, sob um regime de flutuação controlada. Assim, o que chamamos aqui de flexibilização é a substituição do regime de AC por algo deste tipo. Mas, como os modelos de AC conhecidos (Souza, 1994) não se definem, necessariamente, pela adoção do câmbio fixo "estritu senso", incluindo, na verdade, diversas variações em torno desse sistema, convém esclarecermos em que medida o modelo de flexibilidade cambial se distingue das formas mais "suaves" de ancoragem cambial.

O modelo mais radical de AC é o de *currency board* (adotado na Argentina, desde abril de 1991) que, além de fixar o câmbio em lei, vincula a emissão de moeda ao estoque de reservas internacionais, eliminando qualquer poder discricionário do banco central sobre a oferta monetária. Com graus menores de rigidez, há ainda os modelos de: i) câmbio fixo sem *currency board* (utilizado no Chile, entre meados de 1979 e início de 1982 e no México durante o ano de 1988); ii) câmbio rígido apenas no sentido ascendente, isto é, da desvalorização (utilizado no Brasil, entre julho de 1994 e março de 1995); iii) prefixação da taxa de câmbio, prevendo desvalorizações gradualmente menores ao longo do tempo (utilizado no Chile, entre 1978 e meados de 1979 e no México de 1989 a 1994); vi) banda cambial *estreita* - uma espécie de câmbio fixo ajustável - no qual o banco central, a partir de intervenções sistemáticas no mercado cambial, fixa os

limites de valorização e desvalorização aceitáveis (utilizado no Brasil, a partir de março de 1995).

Todos esses modelos têm dois aspectos em comum: i) a taxa de câmbio é rigidamente controlada pelo banco central; ii) existem regras de intervenção do banco central no mercado cambial relativamente bem conhecidas pelo público em geral. A flexibilização cambial a que nos referimos aqui rompe com a primeira dessas condições mas *não necessariamente* com a segunda - ou seja, contempla a flutuação controlada *sem parâmetros* pré-estabelecidos (a chamada "flutuação suja") e também o sistema de banda cambial *larga*, em que há regras claras de oscilação da taxa de câmbio, mas essas regras não implicam um controle *rígido* do banco central sobre o mercado.

As vantagens e riscos da flexibilização cambial, em termos de inflação, produto-emprego e situação externa são simétricas às do regime de câmbio fixo. A principal vantagem é a de permitir à taxa de câmbio atuar como (mais uma) *variável de ajuste* da economia, e não como *parâmetro* para as demais variáveis nominais e reais. Além de reduzir o grau de comprometimento destas últimas, outro aspecto positivo dessa mudança de posição hierárquica da taxa de câmbio é a redução do grau de exposição da economia a ataques especulativos. Este efeito se explica não só pelas melhores condições de competitividade proporcionadas pela flexibilidade cambial, mas também - e, talvez, principalmente - pela redução dos ganhos possíveis com a especulação contra a moeda (voltaremos a esta questão adiante).

A perda de um parâmetro claro para os preços domésticos é o maior risco da substituição do câmbio fixo por um regime mais flexível. Assim, é necessário ter claro que a flexibilização cambial é uma opção que *não* se coloca para economias *ainda em processo* de estabilização, mas apenas para aquelas que já consolidaram este processo. Além do rebaixamento da taxa de inflação para

níveis semelhantes aos de economias com tradição de estabilidade, duas outras condições sinalizam esta condição: a convergência entre as taxas de inflação dos bens *tradables* e *non-tradables* e a eliminação espontânea da indexação retroativa nos mecanismos de formação e correção de preços<sup>18</sup>. Assim, a discussão a seguir, sobre os benefícios e custos da flexibilização do câmbio em economias egressas de planos de AC, tem como ponto de partida e pano de fundo a vigência dessas três condições.

### 5.1 Mobilidade de capital e política econômica sob câmbio flexível

Conforme discutido na seção 3, a alta mobilidade de capital traz dificuldades para a gestão da política econômica tanto nos períodos de *entradas* quanto de *saídas* fortes de recursos externos. A flexibilização cambial não é suficiente para dispensar qualquer daquelas linhas de ação antes sugeridas para lidar com esses problemas - políticas de administração de demanda e da conta de capital e políticas de produtividade - mas permite "retirar dos ombros" das variáveis reais e do balanço de pagamentos parte do ônus do necessário ajuste da economia às novas condições de abertura comercial e financeira.

Nos períodos de forte *ingresso* de capital, se alguma valorização nominal da taxa de câmbio for tolerada, a expansão monetária e as pressões inflacionárias dela decorrentes serão menores que no caso do câmbio fixo. Assim, a administração do acúmulo de reservas internacionais irá requerer um grau menor de esterilização, reduzindo os problemas fiscais associados a este tipo de política e, por conseguinte, a necessidade de sacrificar gastos correntes de consumo e investimento (públicos e privados) para financiar despesas financeiras do governo - o que significa um ganho de eficiência para a política fiscal<sup>19</sup>.

Em segundo lugar, lembrando, da expressão [12], que:

$$[12] dP = c. dE.P_T^* + c.E. dP_T^* - c.(dW_{NT} + dK_{NT}) + (dW_{NT} + dK_{NT}),$$

se o grau de abertura comercial da economia ( $c$ ) for bastante alto - como requer a estabilização por AC - esta valorização nominal do câmbio *não* se traduzirá em valorização *real na mesma proporção*, porque implicará algum efeito  $dP < 0$ : *ceteris paribus*, a valorização reduz  $P$  por tornar o termo  $(c.dE.P_T^*)$  negativo e este efeito será tanto maior (em módulo) quanto maior for  $c$ . Dessa forma, o comprometimento da competitividade dos *tradables*, se ocorrer, será menor que o observado no regime de câmbio fixo. Isto pode ser também observado pela expressão [15], que mostra as fontes de variação do preço do exportador em dólares ( $P_x^*$ ), ao qual o produto é colocado no mercado externo:

$$[15] dP_x^* = [(dW_x + dK_x).E - dE.(W_x + K_x)] / (E)^2$$

A valorização torna o segundo termo entre colchetes positivo, elevando  $P_x^*$  e ameaçando a condição de competitividade do exportador (dada por  $dP_x^* \leq P_T^*$ ). Por outro lado, a valorização reduz os custos dos insumos importados utilizados pelos exportadores, o que, numa economia razoavelmente aberta, pode produzir um considerável efeito  $dW_x < 0$ . Isto compensará, pelo menos em parte, o efeito de  $dE < 0$ , podendo tornar  $dP_x^* \cong 0$  ou muito pequeno.

Em terceiro lugar, como o efeito do ingresso de capital sobre a inflação doméstica é potencialmente menor (pelo menos no que tange à expansão monetária), a necessidade de medidas de controle do multiplicador bancário é também reduzida nesse caso. Por fim, como o comprometimento da competitividade das exportações é menor, a tendência à geração (ou aumento) de déficits em

conta corrente e, portanto, à fragilização externa do país é reduzida.

Um problema deste modelo de ajuste é que, pelo fato da conta corrente absorver uma parcela menor do superávit da conta de capital, a tendência à valorização nominal do câmbio é mantida. E valorizações persistentes devem ser evitadas por duas razões. Primeiro, porque, por mais que a inflação dos *non-tradables* seja baixa, chegará um momento em que o efeito  $dW_x < 0$ , associado à valorização cambial, será insuficiente para evitar o comprometimento da margem de lucro ( $K_x$ ) e da competitividade do setor exportador. Este momento chegará mais cedo, quanto maior for o nível de atividade da economia e menor o seu grau de capacidade ociosa. Como o ingresso de capital, por si só, é um estímulo à atividade econômica, será impossível evitar por muito tempo a deterioração dos saldos comerciais. Isto reforça a idéia, antes mencionada, de que a flexibilização cambial não deve ser vista como um recurso que permite ao governo prescindir daquelas políticas de administração da demanda agregada e da conta de capital, requeridas nos regimes de câmbio fixo. Trata-se, mais propriamente, de um recurso que reduz os custos e aumenta a eficiência macroeconômica dos ajustes externos eventualmente necessários.

Em segundo lugar, movimentos prolongados de valorização cambial devem ser evitados para coibir ataques especulativos do tipo "irracional", segundo a taxonomia de Krugman (1991) - ou seja, para evitar que expectativas de desvalorização tornem-se predominantes e causem movimentos bruscos no mercado cambial.

Nos períodos de forte *saída* de recursos externos e ameaça de ataques especulativos - outro risco inerente ao ambiente de alta mobilidade de capital - a vigência de um regime cambial com espaço para ajustes da taxa de câm-

bio pode também ser menos danosa para a economia do que o regime de câmbio fixo. Para compreender este resultado, basta lembrar que ataques especulativos não ocorrem somente porque os investidores externos, temendo a desvalorização da moeda, tentam evitar perdas mas, principalmente, porque podem ser operações altamente lucrativas, em especial para os investidores/especuladores que operam com recursos próprios (IMF, 1996: 70-71).

O ganho do especulador advém da venda, a um preço mais alto, dos dólares comprados *no início* do ataque especulativo, ao preço "baixo" correspondente à taxa de câmbio estabelecida. Nos regimes de câmbio fixo, sabidamente, a autoridade monetária tentará sustentar a cotação da moeda e, ao fazê-lo, estará fornecendo "munição" aos especuladores, isto é, vendendo dólares "na baixa". Se as pressões do mercado consumirem parcela significativa das reservas do banco central e a desvalorização ocorrer, o ganho dos especuladores é enorme. Se a desvalorização não ocorrer, os dólares "excedentes" no mercado serão vendidos ao mesmo preço de compra, não havendo lucro nem perda para o especulador auto-financiado (haverá perda, naturalmente, para aqueles que tiverem financiado a operação com ônus de juros). Assim, nos regimes de câmbio fixo, ataques especulativos são uma operação de baixo risco e alta rentabilidade esperada para o especulador.

Mas, se a taxa de câmbio for livre para refletir, em alguma medida, as pressões do mercado, a desvalorização ocorrerá rapidamente e as possibilidades de "comprar (dólares) na baixa" e "vender na alta" serão reduzidas. Além disso, dependendo do estoque de reservas de que o país disponha e da atitude do banco central, até mesmo uma valorização pode ser provocada, impondo perdas mesmo para os especuladores auto-financiados. Enfim, sob o regime de flexibilidade cambial, ataques especulativos não são totalmente improváveis - como

demonstra Krugman (1991: 94-96) - mas oferecem maior risco e menor retorno esperado que nos regimes de câmbio fixo.

Cabe advertir, porém, que a flexibilidade cambial só inibe ataques especulativos *se já faz parte* do cenário institucional do mercado *antes* de deflagrada a crise. Flexibilizar o regime cambial *durante ou logo após* um ataque especulativo sinaliza aos especuladores que o banco central está disposto a ceder às pressões do mercado, ou mesmo incapacitado de enfrentá-las. Este tipo de ajuste estimula a especulação e impõe um custo altíssimo para a economia, em termos de produto, inflação e emprego - como demonstram os casos recentes do México, em dezembro de 1994, da Tailândia, em julho de 1997 e da Coréia do Sul, em outubro do mesmo ano. Assim, embora a flexibilização seja fortemente indicada como coadjuvante da política de controle da vulnerabilidade externa em economias egressas de planos de AC, o momento certo e a forma de fazê-la devem ser bem avaliados. Essas questões são discutidas a seguir.

## 5.2 Transição para a flexibilidade cambial

Um ponto delicado da passagem de um regime de câmbio fixo para outro que comporte algum grau de flexibilidade é o efeito que tal mudança pode acarretar para as expectativas a respeito da própria taxa de câmbio e da inflação. Quanto ao primeiro aspecto, é necessário que a transição para a flexibilidade seja entendida como *opção* - e não falta de opção - de política econômica. Neste sentido, o momento ideal para fazê-la é justamente quando não há pressões visíveis para a desvalorização da moeda.

A ausência de pressões cambiais é crucial também para evitar uma reação adversa das expectativas inflacio-

nárias. Como vimos, sob câmbio flexível e alto grau de abertura da economia, os movimentos do câmbio afetam mais direta e intensamente a inflação doméstica que as condições de competitividade externa - estas acabam sendo preservadas pelos movimentos solidários das taxas de câmbio e inflação. Assim, para que a inflação e as expectativas inflacionárias não sejam desfavoravelmente afetadas, é crucial que a flexibilização não seja seguida de forte desvalorização.

A relação mais estreita e de mão dupla que se estabelece entre a taxa de câmbio e a inflação nos regimes de câmbio flexível exige ainda que, logo após a mudança de regime cambial, as autoridades econômicas mantenham atento controle sobre as variáveis fiscais e monetárias, de modo a evitar pressões inflacionárias de demanda que possam gerar expectativas de desvalorização da moeda.

Outro aspecto importante a definir é o modelo de flexibilidade cambial a ser adotado. Excetuando a hipótese de total flexibilidade, há, basicamente, três alternativas: i) flexibilidade controlada pelo banco central *sem* limites de valorização/desvalorização pré-anunciados ("flutuação suja"); ii) flexibilidade controlada *com* limites pré-anunciados (sistema de bandas cambiais largas); iii) flexibilidade controlada com o objetivo de preservar a *taxa efetiva*.

A grande vantagem do regime de flutuação suja é o desestímulo à ataques especulativos, já que o mercado não tem parâmetros para identificar os limites de intervenção do banco central. Esta falta de parâmetros, porém, pode ser um risco para economias com mercados cambiais recém flexibilizados, que passarão algum tempo procurando seu "preço de equilíbrio". Para evitar um *overshooting* das cotações da moeda, em qualquer direção, neste período de transição, a fixação de uma "banda

cambial", que limite os preços máximo e mínimo tolerados pelo banco central, parece ser o caminho mais indicado para iniciar a flexibilização - mesmo se o objetivo final for chegar ao regime de flutuação suja.

Para que a banda cambial não seja, rapidamente, alvo de teste do mercado quanto à capacidade de controle do banco central (risco típico do regime de câmbio fixo), é necessário que ela comporte um percentual de variação da taxa de câmbio relativamente alto. Se o objetivo é inibir ataques especulativos, um parâmetro importante para a definição da "largura" da banda cambial é o nível da taxa de juros no mercado interbancário ( $r$ ). Quanto menor for  $r$ , maior o incentivo à busca de recursos para financiar uma aposta contra a cotação vigente da moeda. Neste caso, maior deverá ser a amplitude da banda, para que o risco cambial compense o estímulo à especulação. Analogamente, quanto maior  $r$ , menor poderá ser a banda cambial.

Contudo, a combinação de juros altos e banda cambial estreita configura um caso mais próximo dos regimes de câmbio fixo, do que de câmbio flexível<sup>20</sup>. Um típico sistema de bandas, para gerar os efeitos macroeconômicos de um regime de câmbio flexível e ser entendido como tal pelo mercado, deve comportar um percentual de oscilação relativamente alto (entre 10% e 20%)<sup>21</sup>. Assim, se o objetivo é a flexibilização cambial, o modelo de juros altos e banda estreita justifica-se apenas como uma fase de transição para o modelo típico.

O regime de câmbio administrado em termos de taxa efetiva é um sistema híbrido que se assemelha aos regimes de flutuação suja, se o banco central não divulga uma meta de câmbio efetivo (mas opera no mercado de modo a mantê-lo sob controle), ou aos de câmbio fixo, se a meta for divulgada. As vantagens e riscos do regime de flutuação suja já foram comentadas. Assim, resta

analisar o caso de em que a meta de estabilidade ou de *crawling peg* da taxa efetiva pelo banco central é conhecida pelo mercado.

A grande vantagem do modelo de taxa efetiva é a preservação da competitividade das exportações. A desvantagem decorre da sua semelhança com o regime de câmbio fixo. Afinal, trata-se de um modelo de política (cambial) de "regra com *feedback*", em que o mercado é capaz de antecipar e testar a capacidade de atuação e controle do banco central sobre a taxa de câmbio. Assim, é um regime cambial mais sujeito a ataques especulativos que o sistema de bandas. Por outro lado, a preservação das condições de competitividade externa reduz a probabilidade de que o país se veja em condições propícias para um ataque especulativo, pelo menos do tipo "racional", na terminologia de Krugman (1991). Assim, o regime de câmbio administrado com base em taxa efetiva pode ser uma alternativa viável e relativamente segura de flexibilidade cambial.

## 6. SUMÁRIO E CONCLUSÕES

As diversas experiências de estabilização de preços apoiadas em AC revelam uma tendência comum: a fragilização externa, traduzida, basicamente, pela mudança de perfil do balanço de pagamentos, que passa a combinar crescentes superávits na conta de capital e déficits na conta corrente. O novo cenário financeiro internacional dos anos 1980-90, marcado pelo expressivo aumento da mobilidade do capital intra e inter-regiões e blocos econômicos, ao mesmo tempo que viabilizou a implementação desse modelo de estabilização nas economias em desenvolvimento, pode atuar como um agravante daquele quadro de fragilidade externa.

Este artigo examinou dois modelos possíveis de ajuste (de curto prazo) de economias egressas de planos de AC às novas condições de inserção externa em que passam a operar, definidas por graus mais elevados de abertura comercial e financeira (em relação ao período pré-estabilização) e pelo ambiente de intensa mobilidade internacional do capital. Sinteticamente, estes modelos se definem pela manutenção ou abandono do regime de câmbio fixo como elemento coordenador da política econômica de curto prazo.

A manutenção do regime cambial é, aparentemente, a opção de menor risco, porque preserva a lógica da formação de preços e expectativas inflacionárias construída durante o (exitoso) processo de estabilização. Os custos e dificuldades associados a esta opção, porém, colocam em dúvida a sua superioridade em relação à alternativa de mudança do regime cambial - embora esta segunda via não seja também isenta de riscos.

Há, basicamente, duas linhas de política de curto prazo capazes de conter a vulnerabilidade externa em economias submetidas a *regimes de câmbio fixo* e alta mobilidade internacional do capital: i) políticas monetária e fiscal orientadas, prioritariamente, pelo objetivo de estabilidade de preços e equilíbrio externo; ii) administração do perfil da conta de capital, de modo a favorecer os investimentos de longo prazo. Face às limitações apontadas em cada uma delas, essas linhas de ação não se apresentam como mutuamente exclusivas. A análise sugere que a primeira delas é obrigatória e a segunda, um complemento importante, cuja função é mais de natureza alocativa que macroeconômica.

No âmbito da política monetária, o caminho mais indicado é a combinação de algum grau de esterilização dos movimentos de capital, com medidas de controle do multiplicador bancário. Essas medidas são necessárias



para evitar efeitos inflacionários dos superávits da conta de capital, que acabariam por comprometer a competitividade externa do país. Mas a opção pela esterilização, ainda que de forma complementar a outras medidas, exige que se combine a política monetária com um ajuste fiscal capaz de gerar superávits primários, de modo a compensar os efeitos da esterilização sobre as despesas financeiras do setor público. Caso, contrário, a deterioração dos indicadores fiscais colocará em risco as condições de equilíbrio externo. Em qualquer dos casos (esterilização pura ou combinada com restrição do multiplicador bancário), o ajuste externo comprometerá o crescimento econômico.

Por seus possíveis efeitos danosos em termos de (des)equilíbrio externo e nível de atividade e preços, as medidas de política monetária e fiscal requeridas nesse caso (de opção pela preservação da AC), não podem ser facilmente hierarquizadas. A via "ideal" de adaptação da política de curto prazo às dificuldades externas impostas pelo modelo de AC dependerá, em cada caso e período, do nível de gravidade do problema externo (medido pelo tamanho do déficit em conta corrente), das condições do nível de atividade econômica e, naturalmente, das prioridades estabelecidas pelo governo em termos de produto/emprego e equilíbrio externo.

De todo modo, a opção pela preservação do regime de câmbio fixo, sob condições de elevada mobilidade de capital, estabelece uma hierarquia de objetivos para a política econômica muito semelhante à proposta nos modelos de "banco central independente", na qual a meta de inflação baixa e equilíbrio fiscal subordina as variáveis reais - basicamente, produto e emprego. Isto não significa que o crescimento econômico seja permanentemente impedido pela necessidade de administrar o regime cambial e o cenário externo. Mas é certo que ele fica condicionado à dinâmica da mobilidade de capital a cada período - mais especificamente, às condições externas de financiamento.

Enfim, o argumento aqui enfatizado não é de que o regime de câmbio fixo seja bom ou ruim de forma estática ou definitiva. O problema central é que, no cenário externo atual, de alta mobilidade de capital e regimes cambiais flexíveis nos países que são exportadores líquidos de capital, a insistência na ancoragem cambial dos preços se tornou uma *aposta*. Como toda aposta, pode ser bem sucedida ou não: se as condições externas forem favoráveis, a estabilidade de preços e o crescimento podem ser mantidos e conciliados; caso contrário, ambos ficam ameaçados. É, basicamente, esta condição que justifica, ou mesmo exige, a preparação das economias egressas de planos de AC para algum modelo de câmbio flexível.

A *flexibilização cambial* oferece claras vantagens em termos de facilidade de ajuste ao cenário externo atual de alta mobilidade de capital. Ao disponibilizar um instrumento adicional de ajuste, com efeitos diretos sobre as condições de equilíbrio externo, tanto nos períodos de forte ingresso, quanto de saída de capital, o regime de flexibilidade cambial facilita e torna mais eficiente a gestão da política econômica porque, para obter melhores resultados em termos de inflação, indicadores externos e, possivelmente, em termos de nível de atividade (que, com menos inflação, precisa ser menos desestimulado), exige um grau menor de intervenção (restritiva) do governo nas variáveis fiscais e monetárias.

Mas, para que essas vantagens possam ser desfrutadas sem grandes riscos para a estabilidade de preços, é necessária uma preparação prévia da economia em dois aspectos principais: consolidação da estabilidade, de modo a evitar desorientação das expectativas inflacionárias, e algum ajuste dos indicadores externos (que não precisa levar ao equilíbrio do balanço de pagamentos, mas apenas a uma situação de baixo risco cambial), de modo a evitar pressões para a desvalorização rápida da moeda após a flexibilização.

Quanto ao *modelo de flexibilidade cambial*, a análise aponta os regimes de banda cambial larga e de câmbio administrado com metas de taxa efetiva como os mais indicados. Nos dois casos, a taxa de câmbio nominal deixa de ser um parâmetro para as demais variáveis da economia, tornando-se mais uma variável de ajuste possível, embora restrita aos limites determinados pelo banco central. Assim, a passagem do sistema de AC para o regime de flexibilidade nestes moldes não implica, necessariamente, inversão da hierarquia anterior entre metas de inflação e variáveis reais - o que ocorreria no modelo de total flexibilidade. A grande vantagem dos regimes de flexibilidade controlada, aqui propostos, é que, neles, não há uma hierarquia rígida entre variáveis e objetivos macroeconômicos, mantendo-se o espaço para políticas fiscais e monetárias discricionárias.

## NOTAS

- 1 Sobre as experiências recentes (décadas de 1980-90) de estabilização por âncora cambial vide Souza (1994), sobre Argentina, México, Chile e Israel; Nogueira Batista (1996), sobre Argentina, México e Brasil; Machinea (1997), sobre Argentina; Ros (1997), sobre México; Meller (1997), sobre Chile; e Bacha (1997), sobre Brasil.
- 2 Voltaremos a este ponto adiante.
- 3 Para uma discussão detalhada dos mecanismos de atuação da AC sobre a demanda por moeda e os preços vide Bruno (1991) e Franco (1995), especialmente Capítulos. 2, 3 e 5.
- 4 Como se discutirá adiante, outras condições, não relacionadas ao mecanismo de formação de preços, são requeridas para a implementação de um plano de AC.
- 5 A inobservância deste "detalhe" explica boa parte do insucesso de experiências de estabilização heterodoxas na América Latina e foi particularmente importante no fracasso do Plano Cruzado no Brasil, em fins de 1986.

6 Esta hipótese visa apenas "limpar" a análise dos fatores de natureza não-econômica que podem afetar a credibilidade da taxa de câmbio-âncora, associados à competência técnica dos gestores da política econômica que, naturalmente, não está em discussão.

7 Por simplificação, estamos supondo que estes pesos sejam captados corretamente em algum índice geral de preços.

8 Vide, a respeito, os trabalhos citados na nota 1.

9 Vide os trabalhos citados na nota 1.

10 A condição  $P_X^* \leq P_T^*$  é útil também para mostrar como a competitividade de um país pode ser afetada pelas oscilações da taxa de câmbio de outros países que concorram no mesmo mercado: desvalorizações cambiais nesses países reduzem  $P_T^*$ , podendo reverter uma situação, antes, competitiva.

11 Este efeito explica grande parte da crise cambial que atingiu todo o sudeste asiático na segunda metade de 1997, quando um ataque especulativo derrubou a moeda e o regime cambial (fixo) tailandês, contagiando rapidamente outros países da região (Indonésia, Filipinas, Hong Kong e Coréia do Sul), que disputavam mercado (especialmente o japonês e o americano) com a Tailândia. Um dos fatores que deflagrou a crise de confiança na moeda tailandesa, com paridade fixa em dólar, foi a valorização do dólar frente ao iene japonês que, por tabela, valorizou o baht.

12 Sobre o ingresso de capital externo nos países em desenvolvimento que adotaram planos de AC, vide Corbo & Hernández (1994) e os trabalhos mencionados na nota 1.

13 Vide, a respeito, Carvalho (1997).

14 Krugman (op. cit.: 95-96) aponta três situações que poderiam levar a isso: a) a própria valorização persistente da moeda em período anterior; b) a predominância de investidores com estratégias de atuação no mercado futuro de câmbio do tipo "ordem com stop", na qual a moeda é automaticamente vendida (a futuro) quando atinge um certo preço pré-estabelecido, considerado muito baixo (sobre os tipos de "ordem" que orientam as estratégias de operação nos mercados futuros, vide Hull (1994), pp. 38-39); c) e o que chamou de "problema da sustentabilidade", em que, na avaliação de muitos investidores, a sustentação do preço vigente da moeda (sobrevvalorizado) levará a uma "acumulação explosiva de dívida externa".

15 Este recurso foi tentado por diversos países em desenvolvimento com regimes de câmbio fixo ou similar, como por exemplo, Chile (início da década de 1990), México (entre 1987-94), Colômbia (segunda metade da década de 1980), Indonésia (início dos anos 1990), Coréia do Sul (segunda metade da década de 1980), Filipinas (início da década de 1990) e Tailândia (segunda metade da década de 1980). Vide Corbo & Hernández, op. cit.

16 Corbo & Hernández (op. cit.) descrevem o uso dessas estratégias em diversos países da América Latina e Ásia.

17 Sobre a experiência chilena nessa matéria, vide Meller (1997: 158-162) e Corbo & Hernández (1994: 11-13).

18 A convergência entre a inflação dos *tradables* e *non-tradables* é, na verdade, a contrapartida (ou mesmo a causa) da aproximação da inflação doméstica aos padrões internacionais de economias com tradição de estabilidade: os primeiros tendem mais rapidamente para este patamar, de modo que a convergência dos *non-tradables* para os *tradables* significa também sua convergência aos padrões internacionais. Quanto à eliminação da indexação espontânea, trata-se de um desdobramento natural da redução da inflação doméstica para níveis aceitáveis.

19 O Brasil, no início do Plano Real (segundo semestre de 1994) adotou um modelo de ajuste da economia ao forte ingresso de capital semelhante ao aqui descrito. A experiência brasileira, porém, ilustra um caso de flexibilização cambial inoportuna e, conseqüentemente, mal sucedida. O "pecado" brasileiro nesse período foi permitir uma forte valorização nominal do câmbio (cerca de 15% entre julho e outubro de 1994) antes que a estabilização estivesse consolidada e, o que é pior, antes que sequer a *inflação residual* tivesse sido eliminada. Assim, a valorização nominal se traduziu em forte valorização real, comprometendo intensa e rapidamente os saldos comerciais, a conta corrente e a situação externa do país.

20 Este é exatamente o caso do Brasil, a partir de março de 1995, consensualmente tratado como um regime de AC e, portanto, de câmbio fixo.

21 Um exemplo, até agora bem sucedido, deste tipo de regime cambial é o caso do Chile. Desde 1990 o país opera com um sistema de bandas de variação a partir de um ponto (preço) médio definido pelo banco central. Inicialmente, as margens de valorização e desvalorização

permitidas eram de 5% (comportando, portanto, 10% de oscilação). A partir de 1992, essas margens foram estendidas para 10% (comportando 20% de oscilação). Vide Pires de Souza (op. cit.) e Meller (op. cit.).

#### REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ARIDA, P. & RESENDE, Lara, A. "Inertial Inflation and Monetary Reform in Brazil", in J. Williamson (org.), Inflation and Indexation: Argentina, Brazil and Israel. Boston, MIT Press, 1985.

BACHA, E. "O Plano Real: uma segunda avaliação", in IPEA/CEPAL (1997).

BRUNO, M. "High Inflation and the Nominal Anchors of an Open Economy". Essays in International Finance, nº 183. Princeton University, June 1991.

CARVALHO, F. J. Cardim de. "Sistema Financeiro Internacional: tendências e perspectivas." Texto para Discussão IE/UFRJ, 1997.

CORBO, V. & HERNÁNDEZ, L. "Macroeconomic Adjustment to Capital Inflows: latin american style versus east asian style". Policy Research Working Paper 1377, The World Bank, November 1994.

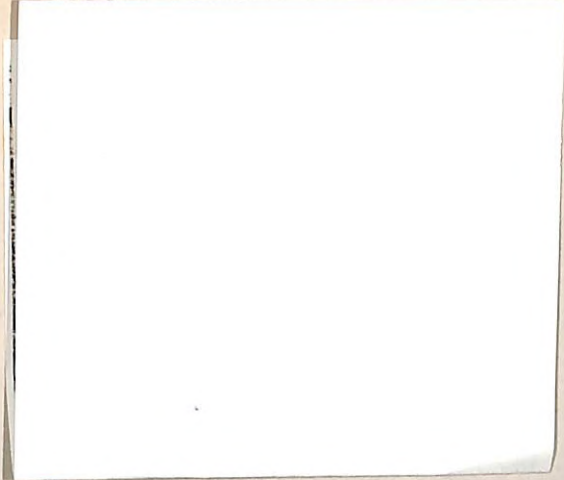
CORDEN, W. M. Economic Policy, Exchange Rates and the International System. Chicago: The University of Chicago Press, 1994.

FRANCO, G. H. B. "Alternativas de Estabilização: gradualismo, dolarização e populismo", in G. H. B. Franco, O Plano Real e Outros Ensaios. Rio de Janeiro: Francisco Alves, 1995.

HULL, J. Introdução aos Mercados Futuros e de Opções. São Paulo: BM&F/Cultura Ed. Associados, 1994.

IMF (International Monetary Fund). "Mexico Peso Crisis and Speculative Attack Literature." in World Economic Outlook, 1996.

- IPEA/CEPAL, O Plano Real e Outras Experiências Internacionais de Estabilização, 1997.
- KRUGMAN, P. "International Aspects of Financial Crises", mimeo, 1991.
- LOPES, F. "Inflação Inercial, Hiperinflação e Desinflação: Notas e Conjecturas", in F. Lopes, Choque Heterodoxo. São Paulo: Campus, 1986.
- MACHINEA, J. L. "Uma Reflexão a Meio Caminho: dois anos de conversibilidade", in IPEA/CEPAL (1997).
- MELLER, P. "A Política Anti-inflacionária Chilena da Década de 90", in IPEA/CEPAL (1997).
- NOGUEIRA BATISTA Jr., P. "O Plano Real à Luz da Experiência Mexicana e Argentina". Estudos Avancados 10 (28), 1996.
- ROS, J. "Inflação e Estabilização da Economia Mexicana", in IPEA/CEPAL (1997).
- SIMONSEN, M. H. "A Política Anti-inflacionária", in M.H. Simonsen & R. Campos, A Moderna Economia Brasileira. Rio de Janeiro: José Olympio, 1975.
- SOUZA, F. E. Pires de. "Lições de Experiências de Políticas de Estabilização Baseadas na Âncora Cambial". Revista de Política Externa, Nov. 1994.



ESTE LIVRO SÓ DEVE SER CONSULTADO NA BIBLIOTECA