

Ancoragem Cambial em Ambiente de Elevada Mobilidade Internacional do Capital: Alcance, Limites e Soluções

Jennifer Hermann

Professora do Instituto de Economia (IE) da Universidade
Federal do Rio de Janeiro (UFRJ)

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 desta 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 estratégias alternativas de ajuste macroeconômico para economias egressas de planos de âncora cambial: i) adaptar (subordinar) a política de curto prazo, preservando o regime de câmbio fixo; e 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.

PALAVRAS-CHAVE

estabilização, regimes cambiais, mobilidade de capital

ABSTRACT

External fragility, reflected in rising external debt and current account deficits, has become a common feature of developing countries that recently (1980-90 decades) has experienced stabilization programs based on nominal exchange rate anchor. The (new) financial-institutional environment of developed countries - creditors of this debt - characterized by the liberalization process and rising levels of capital mobility, acts as an "externality" that can aggravate this situation and, hence, implies a permanent concern. The article discusses two alternative strategies of macroeconomic adjustments of the economies emerging from exchange rate anchor plans: i) adapting (submitting) the short run policy, maintaining the fixed exchange rate regime; and ii) adjusting (flexibilizing) the exchange rate regime itself. The difficulties involved in the first way point out the second one as the more efficient and less risky strategy.

KEY WORDS

stabilization, exchange rate regime, capital mobility

INTRODUÇÃO

Os programas de estabilização apoiados em âncora cambial (AC) ganharam espaço nos meios acadêmico e governamental de diversos países em desenvolvimento a partir de fins da década de 1970, revelando-se como o mais exitoso modelo de um diversificado cardápio de tratamentos heterodoxos aos processos de alta inflação. Em todos os 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:

- a) valorização real da taxa de câmbio, pela combinação do câmbio nominal fixo (ou quase fixo) com a inflação residual dos primeiros meses (ou mesmo anos) da estabilização;
- b) déficits comerciais sistemáticos e, às vezes, crescentes, como resultado da combinação de (a) com o aquecimento da atividade econômica, que, tipicamente, se segue às experiências de estabilização por AC;
- c) elevados e sistemáticos 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;
- d) deterioração das contas públicas nos casos em que a preservação da taxa de câmbio nominal foi obtida por meio de 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, com uma tolerância maior para a inflação residual.¹

Em suma, o aumento da vulnerabilidade externa das economias submetidas à AC decorre da combinação de maior endividamento - face financeira dos superávits da conta de capital - com a deterioração dos indicadores de comércio exterior, política fiscal e/ou política monetária. Essa deterioração parece inevitável

1 Tais efeitos foram observados, em maior ou menor grau, nas análises de inúmeros autores sobre diversas experiências de estabilização por âncora cambial, entre elas, CALVO & VÉGH (1992), KIGUEL & LIVIATAN (1992b), AGÉNOR & MONTIEL (1996, Cap. 8), sobre a América Latina e Israel; PIRES & SOUZA (1994), sobre a Argentina, México, Chile e Israel; NOGUEIRA BATISTA JR. (1996), sobre a Argentina, México e Brasil; MACHINEA (1997), sobre a Argentina; ROS (1997), sobre o México; MELLER (1997), sobre o Chile; e BACHA (1997), sobre o Brasil. Nesses trabalhos baseiam-se todas as referências deste texto a casos específicos.

nos primeiros anos de vigência da AC porque tem origem em dois fatores absolutamente necessários a este modelo de estabilização: i) o regime de câmbio fixo (ou quase fixo), instrumento central e emblema da política antiinflacionária nestes casos; e 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 - trata-se de uma “inovação”, se comparada ao sistema de Bretton Woods, em que o câmbio fixo era acompanhado de restrições ao comércio e finanças com o exterior - tem sido ampliado, nos últimos anos, pelo ambiente de elevada e crescente mobilidade internacional do capital. Desde meados da década de 1980, esta vem sendo impulsionada por intenso movimento de desregulamentação e de inovações operacionais e tecnológicas, originado nos sistemas financeiros das economias avançadas - a americana, em especial - e que, gradativamente, vem sendo seguido por economias em desenvolvimento.

Essa nova configuração do mercado financeiro internacional foi crucial para a viabilização dos planos de AC na América Latina, porque torna disponível o capital para a acumulação de divisas em “moeda forte” nos países do continente, outrora condicionados por forte restrição externa. Este mesmo fator, porém, dificulta enormemente a administração do risco cambial em países que operam sob câmbio fixo. 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, nas expectativas e estratégias dos investidores internacionais e, portanto, a ataques especulativos contra suas moedas.

Assim, economias egressas de planos de AC vêem-se diante do desafio - e do dilema - de administrar o novo cenário institucional em que passam a operar, de modo a minimizar o risco de crises cambiais. De um lado, o compromisso do governo com a AC reduz o risco cambial, à medida que sustenta a estabilidade de preços e reduz as incertezas quanto à política cambial do país. De outro, porém, a vigência da AC é, em si, uma fonte de risco, não só porque propicia desequilíbrios no balanço de pagamentos, mas também porque retira do governo um importante instrumento para combatê-los (a taxa de câmbio).

Um requisito básico para enfrentar esse novo cenário é a reestruturação produtiva da economia, envolvendo 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; exige também tempo para frutificar, além do enfrentamento de possíveis dificuldades políticas, associadas à resistência dos antigos líderes do mercado. Neste ínterim (que costuma durar alguns anos), ajustes conjunturais serão necessários. Ademais, 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 “concluída” (em alguma de suas etapas) ela não substitui a “sintonia fina” da economia, de modo a adaptá-la ao novo cenário interno-externo.

No plano da política macroeconômica, há duas linhas de ação possíveis: a) **manter o regime cambial**, adaptando as variáveis fiscal, monetária, financeira e comercial às exigências impostas pelo mercado internacional e pela evolução das contas externas; e b) **flexibilizar o regime cambial**, tornando o câmbio mais um instrumento da necessária adaptação da economia ao (novo) cenário de maior mobilidade de capital. No primeiro caso, a AC se consolida como regra fixa numa perspectiva de longo prazo, subordinando os demais instrumentos da política econômica, como na opção argentina, em 1991; no segundo, o câmbio fixo assume o caráter de 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 - como sugerem Bruno (1991), Kiguel & Liviatan (1992a) e Calvo & Végh (1992).

Este artigo examina as vantagens, riscos e condições de viabilidade (instrumentos) das duas estratégias, tendo como pano de fundo o ambiente de intensa mobilidade internacional do capital, característico dos anos 1990. A discussão restringe-se às **políticas de curto prazo** capazes de lidar com o problema. Assim, as políticas de reestruturação produtiva (de longo prazo), antes mencionadas, **não integram** nosso objeto de análise. O texto compõe-se de cinco seções, além desta Introdução. A seção 1 descreve o modo de operação e condições de viabilidade do modelo de AC. A seção 2 examina os principais riscos, de natureza externa/cambial, associados a tal modelo de estabilização. A seção 3 discute as possibilidades de ajuste macroeconômico, mantendo-se o regime de AC e a seção 4 faz o mesmo para a alternativa de flexibilização cambial. A seção 5 sumaria e conclui a discussão.

1. ESTABILIZAÇÃO POR AC: DIAGNÓSTICO E MECANISMOS DE ATUAÇÃO

1.1 Taxa de Câmbio e Mecanismos de Formação de Preços na Inflação Crônica

Os tratamentos heterodoxos do problema inflacionário se distinguem dos ditos ortodoxos por privilegiarem, tanto no diagnóstico quanto no desenho da estratégia antiinflacionária, os mecanismos microeconômicos de formação e correção de preços, em detrimento da tradicional hegemonia dos fatores “de demanda”. A ênfase nesse aspecto apóia-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, quais sejam: indexação à inflação passada, acomodação monetária (por parte do banco central), expectativas inflacionárias e fuga da moeda.

A indexação constitui a primeira tentativa de proteção de renda real pelos agentes econômicos em um ambiente de alta inflação. (LOPES, *op. cit.*) A acomodação monetária, como aponta Bruno (1991, p. 7), é também um típico ingrediente do processo de formação da alta inflação: “(...) *Corrective measures would similarly [to the wages indexation] prevent the real erosion of the money stock, which eventually be accommodated even by a moderately independent central bank.*” Ou seja, visando evitar um aumento excessivo dos juros reais, o banco central tende a expandir a base monetária a taxas aproximadas às da inflação, o que acaba por sustentar a indexação. Uma vez percebida pelo público, essa fragilidade do governo diante do problema inflacionário abala sua reputação nesta área, dando origem ao terceiro fator realimentador da inflação: a incorporação de expectativas inflacionárias aos preços (*forward indexation*). Além de elevar diretamente a inflação, essas expectativas estimulam a antecipação de gastos pelo público, criando uma fonte de excesso de demanda que acelera o processo inflacionário. Por fim, a tendência do público à fuga da moeda depreciada, que passa a ser gradativamente substituída por ativos reais, ativos financeiros indexados e/ou por uma moeda estrangeira “forte”, conduz a um aumento da velocidade-renda da moeda e à conseqüente redução da demanda por moeda. (CARVALHO, 1994) Aliado à acomodação monetária, este comportamento torna-se mais uma fonte de excesso de demanda e aceleração da inflação.

O combate a inflações crônicas, portanto, requer, em primeiro lugar, políticas fiscal e monetária orientadas para coibir excessos de demanda e para a correção das distorções decorrentes do próprio processo inflacionário - basicamente, a acomodação monetária e a deterioração fiscal, pela perda real de arrecadação. Além disso, requer uma política de rendas capaz de coordenar o desmonte do antigo modelo de formação de preços e evitar a geração de novos desequilíbrios de preços relativos. Como o antigo modelo reflete a perda de confiança na moeda - em sua capacidade de cumprir as funções convencionais de reserva de valor e unidade de conta -, esse desmonte, na maioria dos casos, exige 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 este mesmo roteiro, adicionando-lhe, porém, um diagnóstico mais específico sobre o papel da taxa de câmbio nas estratégias defensivas desenvolvidas pelo público: 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 explica-se por duas razões: o já mencionado processo de fuga da moeda e o fato de que o dólar, negociado diariamente no mercado cambial, acaba por ter uma indexação diária à inflação passada - se não no mercado 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. Trata-se de uma espécie de acomodação cambial, motivada pelo mesmo tipo de pressão que dá origem à acomodação monetária: “(...) *The same [corrective measures to prevent the real erosion of the money stock] applies to the erosion of the real exchange rate, the repercussions of which on the loss of foreign-exchange reserves would soon be felt, in the absence of a crawling devaluation, at a rate more or less equal to the inflation rate.*” (BRUNO, 1991, p. 7)

Assim, ainda que a fuga da moeda não se configure “fisicamente” - como foi o caso em países que desenvolveram sistemas eficientes de indexação de ativos financeiros² -, a ancoragem cambial será 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

2 Como Brasil e México nos anos 1980.

(ou manter suas oscilações sob estreito controle) induzem os agentes econômicos a reduzirem o ritmo ou mesmo a abandonarem a prática de correção sistemática de preços. Uma vez estabelecida uma paridade fixa - e crível (voltaremos a este ponto adiante) - 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.³

1.2 Atuação da AC: Mecanismos e Condicionantes Básicos

De acordo com a análise precedente e com um modelo simples apresentado por Simonsen (1975, p. 96-100), o processo de formação de preços característico da alta inflação crônica pode ser descrito por três variáveis básicas:

$$dP = P(D, A, R)(P_D, P_A, P_R > 0) \quad [1]$$

onde: dP = inflação do período; D = componente de excesso de demanda agregada; A = componente autônomo, que representa fatores de custo, estruturais e institucionais (os conjunturais são absorvidos pelo termo D), que afetam o grau de conflito distributivo na economia (políticas salariais, grau de organização dos sindicatos, perfil de distribuição de renda, etc.); R 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. Admitindo-se uma especificação linear para P (e para as demais funções a serem apresentadas):

$$dP = y_1 \cdot D + y_2 \cdot A + y_3 \cdot R \quad (y_{i=1,2,3} > 0)^4 \quad [2]$$

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 Cap. 2, 3 e 5).

4 A equação 2 é, aparentemente, muito semelhante às abordagens formais de CALVO & VÉGH (1992, p. 9-10) e AGÉNOR & MONTIEL (1996, p. 340-342), que também distinguem um componente de (excesso de) demanda e um componente de realimentação - na verdade, de aceleração - inflacionária na formação da inflação crônica. Estes autores, porém, identificam um único fator acelerador, típico das inflações crônicas: as expectativas inflacionárias, definidas como racionais em CALVO & VÉGH, e adaptativas no modelo de AGÉNOR & MONTIEL. A ênfase desses autores nas expectativas inflacionárias deve-se, provavelmente, a seu interesse, nos textos mencionados, em mostrar o papel da credibilidade da política antiinflacionária para seus efeitos sobre a inflação e o nível de atividade (este ponto será abordado adiante). O modelo aqui apresentado, baseado nas análises teóricas de BRUNO (1991), CARVALHO (1994), FRANCO (1995) e SIMONSEN (1975), propõe uma abordagem mais abrangente do processo de estabilização da alta inflação, explicitando também outras variáveis relevantes nesse processo.

$$R = q_1 \cdot dP_{-1} + q_2 \cdot dM^s + q_3 \cdot dP^e + q_4 \cdot dM^d \quad (q_{i=1,2,3} > 0 ; q_4 < 0) \quad [3]$$

onde: dP_{-1} = inflação do período anterior; dM^s = componente de acomodação monetária; dP^e = inflação esperada para o período seguinte; dM^d = variação da demanda por moeda no período. Sendo dM^s uma expansão monetária acomodatória, $dM^s \cong dP_{-1}$, de modo que:

$$R = (q_1 + q_2) \cdot dP_{-1} + q_3 \cdot dP^e + q_4 \cdot dM^d \quad [3']$$

Numa economia aberta e dolarizada (total ou parcialmente), dP desagrega-se em:

$$dP = u \cdot dP_D + (1 - u) \cdot dP_{ND} \quad (0 < u < 1) \quad [4]$$

onde: dP_D = variação dos preços dolarizados (diretamente ou por indexação à taxa de câmbio) no período; dP_{ND} = variação dos preços não-dolarizados.⁵

Admitindo-se que os fatores de demanda agregada (D) e os coeficientes y_i sejam, basicamente, os mesmos para os setores dolarizados e não-dolarizados, a diferença essencial entre eles reside no fator de realimentação, R. À medida que a economia se dolariza (diretamente ou por indexação), as variações da taxa de câmbio no mercado à vista (dE) passam a sintetizar os componentes de R para os setores dolarizados, tal que:

$$R_D = q_5 \cdot dE \quad (E = \text{moeda local/dólar e } q_5 > 0) \quad [5]$$

Para os setores não-dolarizados teríamos R_{ND} como definido em [3']. Combinando [2], [3'] e [5] e fazendo as eliminações possíveis, obtém-se:

$$dP = y_1 \cdot D + y_2 \cdot A + u \cdot z \cdot dE + (1 - u) \cdot y_3 \cdot R_{ND} \quad (z = (y_3 \cdot q_5) > 0) \quad [6]$$

De acordo com [6], o cenário ideal para a aplicação da AC é aquele em que $u \cong 1$ - que se verifica nas hiperinflações ou em situações muito próximas disso. Neste caso:

$$dP \cong y_1 \cdot D + y_2 \cdot A + z \cdot dE \quad [7]$$

5 A desagregação aqui proposta, entre preços dolarizados e não-dolarizados, é um pouco diferente da usual em modelos de AC, que distinguem entre bens (e preços) *tradables* e *non-tradables*. A distinção aqui proposta, porém, é mais abrangente que a usual, porque contempla também, entre os preços diretamente afetados pela taxa de câmbio, os de bens *non-tradables* eventualmente indexados ao câmbio.

Uma vez que D e A estejam devidamente controlados e a fixação da taxa de câmbio torne $dE \equiv 0$, obtém-se $dP \equiv 0$. Esta formulação deixa claro que, mesmo quando as condições ideais à ancoragem cambial estão presentes (do ponto de vista da formação de preços, pelo menos⁶), a estabilização por AC (assim como por qualquer outra de filiação heterodoxa) não pode prescindir de políticas de ajuste fiscal e monetário, para o controle de D, e de rendas (ajuste de preços relativos), para o controle de A.⁷

Nos casos em que a indexação ao câmbio não chega a ser completa - a maioria dos processos de inflação crônica - tem-se $u < 1$, de modo que o componente inflacionário associado aos preços não-dolarizados não é eliminado. Supondo inalteradas as demais condições, resta:

$$dP = dP_{ND} = (1 - u) \cdot y_3 \cdot [(q_1 \cdot + q_2) \cdot dP_{-1} + q_3 \cdot dP^e + q_4 \cdot dM^d] \quad [8]$$

A AC não atua diretamente sobre qualquer desses componentes. O que elimina a influência da inflação passada é a reforma monetária, seguida da proibição de contratos indexados e do fim da prática de acomodação monetária, e precedida de um ajuste de preços relativos que evite conflitos distributivos capazes de alimentar a demanda por indexação - tais medidas, idealmente, tornam $q_1 = q_2 = 0$. Os componentes associados às expectativas inflacionárias e à demanda por moeda dependem, fundamentalmente, da credibilidade do plano de estabilização, o que envolve a confiança do público na firmeza antiinflacionária do governo e em sua capacidade de sustentar a taxa de câmbio no nível definido.

Feita a reforma monetária (nos moldes acima), se o plano for crível, o anúncio da política de AC reduzirá dP^e a quase zero⁸ e a recuperação da demanda por moeda (lembrando que $q_4 < 0$) contribuirá também para a redução de dP . Sob condições de fraca credibilidade a situação é bem diferente: não só dP^e não é

6 Como se discutirá adiante, outras condições, não relacionadas ao mecanismo de formação de preços, são requeridas para a implementação de um plano de AC.

7 A inobservância deste “detalhe” explica boa parte do insucesso de experiências de estabilização heterodoxas na América Latina (CALVO & VÉGH, 1992) e foi particularmente importante no fracasso do Plano Cruzado no Brasil, em fins de 1986.

8 Este é o mecanismo básico de atuação da AC sobre a inflação, segundo o modelo de expectativas racionais. Vide, nesta linha, CALVO & VÉGH (1992) e BRUNO (1991). Com expectativas adaptativas (AGÉNOR & MONTIEL, 1996, p. 339-345), a AC crível também é eficaz, porém, com alguma defasagem temporal, já que a manutenção de expectativas inflacionárias “antigas” sustenta, por um tempo, uma inflação residual.

eliminado, como o componente de demanda tende a “jogar contra”, porque a expectativa de volta da inflação leva os agentes à antecipação de gastos.⁹ Apenas a demanda por moeda mantém o comportamento favorável (enquanto as expectativas de retorno do quadro inflacionário não se confirmam). Nestes casos, naturalmente, a eficácia antiinflacionária da AC é reduzida: mesmo com a efetiva fixação de E, com a reforma monetária e os controles sobre variáveis fiscais e monetárias, restará uma inflação residual dada por:

$$dP = dP_{ND} = y_1 \cdot D + y_3 \cdot q_3 \cdot dP^e \quad [9]$$

Em suma, no campo dos preços dolarizados, a estabilidade da taxa de câmbio é o elemento fundamental nas estabilizações por AC. Quanto a P_{ND} , os fatores centrais são: a desindexação, a reforma monetária, o ajuste de preços relativos e a credibilidade do plano antiinflacionário. Os dois primeiros são questões técnicas de solução relativamente fácil, porque dependem apenas de uma decisão do governo a respeito. O último é mais complexo, envolvendo, de um lado, a reputação do governo em matéria antiinflacionária - fator difícil de ser alterado a curto prazo - e, de outro, suas condições objetivas de sustentação da AC, que dependem: i) do nível escolhido para a taxa de câmbio, que deve se aproximar da “taxa de equilíbrio” estimada pelo mercado, de modo a evitar expectativas de desvalorização no futuro próximo; ii) da acumulação de reservas internacionais em volume suficiente para garantir ao banco central capacidade de defender a paridade estabelecida. A primeira é também uma questão técnica (mas de solução não muito fácil). A acumulação de reservas requer, de um lado, a implementação prévia de políticas (comerciais, financeiras e de demanda) voltadas à geração de saldos comerciais positivos e, de outro, a presença de um ambiente externo favorável em termos comerciais e financeiros (abundante liquidez internacional).¹⁰

Uma vez estabelecida a AC e feita a reforma monetária, a dinâmica da inflação passa a ser descrita pelo comportamento dos preços de bens *tradables* (P_T) e *non-tradables* (P_{NT}), em lugar dos preços P_D e P_{ND} :

$$dP = c \cdot dP_T + (1 - c) \cdot dP_{NT} \quad [10]$$

sendo:

9 CALVO & VÉGH (1992), seguindo RODRIGUEZ (1982), explicam este efeito-demanda desfavorável pela redução dos juros reais, conseqüente à estabilização sem credibilidade: pela condição de paridade das taxas de juros interna e externa, o juro nominal se reduz proporcionalmente à queda de dE , enquanto a inflação cai numa proporção menor. Voltaremos a este ponto adiante.

10 Foi 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.

$$P_T = E.P_T^* \quad \therefore dP_T = dE.P_T^* + E.dP_T^* \quad [11]$$

$$dP_{NT} = y_4.D + y_5.A + q_6.dP^c \quad (y_4, y_5, q_6 > 0) \quad [12]$$

onde c mede o peso dos bens *tradables* na oferta agregada (representa o grau de abertura comercial da economia) e P_T^* = preço dos *tradables* no mercado internacional. Dados c e P_T^* :

$$dP = c. dE.P_T^* + (1 - c).(y_4.D + y_5.A + q_6.dP^c) \quad [13]$$

A expressão [13] mostra os mecanismos pelos quais a AC atua sobre a inflação após a reforma monetária, bem como a importância da abertura comercial neste processo. A fixação (ou quase) de E elimina (ou reduz) o impacto dos preços dos bens *tradables* sobre dP . Este é o único efeito direto da AC sobre a inflação. Sua intensidade - e, portanto, a eficácia da âncora - depende, positivamente, do grau de abertura comercial da economia. Este auxilia o processo de estabilização também por meio da redução do impacto da inflação dos *non-tradables* (termo entre parênteses) sobre dP - note-se que nem a AC nem a abertura comercial atuam sobre dP_{NT} , que depende das políticas de demanda e da credibilidade do plano.

A abertura comercial é tão mais importante quanto maior for a inflação residual típica dos primeiros meses (ou mesmo anos) de estabilização. Isto explica porque, apesar da necessidade de acumular reservas, os países que adotaram a AC implementaram, previamente, uma política de rápida abertura comercial - que, em grande parte, explica a tendência a déficits comerciais nos primeiros anos da estabilização. Tal tendência justifica outra condição crucial à viabilidade e eficácia da AC: a liberalização da conta de capital. Além de necessária para a acumulação prévia de reservas, a abertura financeira pós-estabilização é crucial para sustentar a (também necessária) abertura comercial.

2. A OPERAÇÃO DA ECONOMIA SOB AC: VANTAGENS E RISCOS

Diante da 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 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 países sob AC em um ambiente de alta mobilidade de capital: ao mesmo tempo em que a demonstração de equilíbrio macroeconômico (interno-externo) é crucial à sustentabilidade da AC, o governo perde graus de liberdade no manejo das variáveis de política. Nesta seção, examinam-se as principais dificuldades impostas à gestão da política macroeconômica durante o processo de estabilização, decorrentes do risco cambial inerente à própria operação da economia sob AC.

2.1 AC, Expansão Econômica e Abertura Comercial

A principal vantagem apontada 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. (CALVO & VÉGH, 1992; KIGUEL & LIVIATAN, 1992a) Mais que isso, as estabilizações por AC costumam ser seguidas de uma fase de rápida expansão econômica, induzida pela já mencionada tendência à redução dos juros reais, além de outros fatores, como a redução (ou eliminação) do imposto inflacionário incidente sobre as classes de renda mais baixa (sem conta bancária), de alta propensão a consumir; a 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 a 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 crescimento, porém, é também um dos maiores fatores de risco nos planos de estabilização heterodoxos. Além de ameaçar a estabilidade de preços, gerando inflação nos *non-tradables*, a rápida expansão da demanda, aliada à elevada abertura comercial e à tendência à valorização real do câmbio no período de inflação residual, gera um *boom* de importações e deteriora os saldos comerciais. Essas mesmas condições comprometem ainda a competitividade das exportações, cujo preço no mercado externo é:

$$P_x^* = P_x / E \quad [14]$$

onde P_x = preço dos *tradables* exportáveis em moeda nacional. Admitindo-se que o setor exportador, em princípio, enfrente as mesmas condições de formação de preços dos *non-tradables*:

$$dP_x = dP_{NT} = y_4 \cdot D + y_5 \cdot A + q_6 \cdot dP^e \quad \therefore \quad [15]$$

$$dP_x^* = [(y_4 \cdot D + y_5 \cdot A + q_6 \cdot dP^c) \cdot E - dE \cdot (y_4 \cdot D + y_5 \cdot A + q_6 \cdot dP^c)] / (E)^2 \therefore [16]$$

$$dP_x^* = (y_4 \cdot D + y_5 \cdot A + q_6 \cdot dP^c) / E, \text{ para } dE \cong 0 \quad [17]$$

Nos primeiros meses ou anos da estabilização, a expansão da demanda torna $D > 0$ e eventuais conflitos distributivos e problemas de credibilidade podem manter também $A > 0$ e $dP^c > 0$. Essas tendências resultam em valorização real da taxa de câmbio, medida pelo inverso de [17] e manifesta por $dP_x^* > 0$. O preço P_x^* , porém, compete num mercado cujo preço, **exógeno**, é P_T^* (o mesmo da expressão 11), de forma que o país será competitivo **se e enquanto** $P_x^* \leq P_T^*$. Assim, a tendência à expansão econômica, característica do imediato pós-estabilização sob AC, é uma vantagem que deve ser exercida com cuidado: ela é saudável apenas até o ponto em que não sancione, ou mesmo estimule, aumentos de preços capazes de tornar $P_x^* > P_T^*$. O controle de D por meio de políticas fiscal e monetária convencionais é, portanto, crucial para a sustentação dos resultados benéficos da AC sobre a inflação.

2.2 AC e Mobilidade de Capital (I): Ingresso de Capital e Política Monetária

A estabilização monetária, combinada ao regime de câmbio fixo, reduz drasticamente o risco atribuído ao país. Aliado à maior abertura da conta de capital e ao ambiente internacional de alta mobilidade de capital, este cenário promove um *boom* de captação externa nos países recém-estabilizados. (CORBO & HERNÁNDEZ, 1994) Inicialmente, isso atua como um colchão de segurança para o plano de estabilização, permitindo financiar os déficits comerciais típicos dos primeiros períodos e até acumular reservas. A melhora nas condições de captação externa, porém, tem desdobramentos difíceis de administrar, associados tanto aos movimentos de entrada quanto de 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. A política monetária deve ser orientada para coibir eventuais (e prováveis) excessos de demanda. No entanto, o compromisso do banco central com o câmbio fixo o obriga a comprar as divisas trazidas pelos investidores externos, expandindo a base monetária e facilitando a expansão do crédito privado. Assim, durante os primeiros anos de estabilização, a abertura financeira e seus reflexos na conta de capital realimentam a tendência ao aquecimento da demanda e à geração de déficits comerciais.

Além disso, o aumento do endividamento externo do país, a médio prazo, eleva as despesas com serviços de fatores (juros e remessas de lucro), o que, aliado aos

déficits comerciais, conduz a déficits crescentes na conta corrente. Mais do que o déficit em si, o risco dessa situação é a mudança de composição do saldo da conta corrente, com o aumento do peso relativo das despesas financeiras. Como estas são 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, implica uma perigosa 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. Em algum momento este quadro começará a contaminar as expectativas dos investidores quanto à solidez da política cambial, revertendo o fluxo de capital (de forma lenta ou abrupta, dependendo de outros fatores, comentados adiante). Assim, se por um lado a abertura financeira atrai capital e facilita o processo de estabilização por AC, por outro, aumenta a vulnerabilidade externa do país, mantendo a taxa de câmbio sob constante ameaça: a facilidade de saída de recursos, proporcionada pelas mesmas condições de abertura financeira que deram origem ao *boom* de endividamento, expõe o país a ataques especulativos contra sua moeda, colocando em xeque todo o processo de estabilização.

2.3 AC e Mobilidade de Capital (II): Saída de Capital e Ataques Especulativos

Como observa Corden (1994), a alta mobilidade do capital pode ter uma função “estabilizadora” nos regimes de câmbio fixo, na medida em que dificulta, senão inviabiliza, a sustentação de taxas cambiais “irrealistas”, mantidas à custa de fundamentos macroeconômicos (fiscais, monetários e/ou externos) em franco desequilíbrio. 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. E estes, caso cheguem a ocorrer, apenas cumpririam, com atraso e de forma traumática, a função (benéfica) da alta mobilidade de capital.

Contudo, como reconhece o autor, “*this view assumes that the markets have a correct view of the fundamentals. They do not force a devaluation that, in the absence of speculation, would have been unnecessary.*” (*Ibidem*, p. 296) Em outras palavras, assume-se que: i) o mercado forme expectativas de modo “racional”, no sentido novo-clássico do termo: utilizando todo o conjunto possível de informações e processando-as de acordo com um modelo econômico “correto”; ii) 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 cuja discussão foge ao escopo deste trabalho. Mas, para os nossos propósitos, é suficiente ressaltar que tal hipótese torna-se ainda mais questionável quando o objeto de análise é o mercado de ativos. Em primeiro lugar, é amplamente aceito, nos dias atuais, que, além da influência dos fundamentos econômicos, este mercado é movido pelo “instinto de manada” - fenômeno pelo qual se estabelece um grau raro de convergência de expectativas entre os investidores que, repentina e coletivamente, assumem posições compradoras (vendedoras) em relação a determinado ativo, desencadeando um movimento brusco de alta (queda) de seu preço. Este tipo de comportamento, em que um investidor age de certa maneira apenas porque outros o estão fazendo, ou mesmo porque acredita que o façam, não pode ser absorvido num modelo de expectativas racionais novo-clássico, porque não responde a informações **objetivas** nem a qualquer modelo de teoria econômica, mas sim à forte incerteza (traduzida em euforia ou temor coletivos) que, pelas razões mais variadas - não necessariamente apoiadas em indicadores econômicos -, dominam as expectativas dos investidores em determinados momentos.

É inegável que ataques especulativos podem refletir a percepção correta, pelo mercado, da fragilidade dos fundamentos macroeconômicos do regime de câmbio fixo do país-alvo. Tal situação caracteriza o que Flood & Marion (1998) classificam como “primeira geração de modelos de crises cambiais”, na qual se incluem os conhecidos trabalhos de Krugman (1979/1998) e Dornbush (1987). Nesta literatura, salvo diante de choques externos, ataques especulativos são provocados, em última instância, por erros de política econômica, isto é, por um *mix* de política fiscal e monetária gerador de perdas sistemáticas de reservas internacionais, seguidas de expectativas - racionais - de desvalorização cambial, associadas à excessiva expansão monetária, à inflação e/ou a déficits públicos persistentes.¹¹ Nesses casos, a prevenção ou correção do problema, com políticas fiscal-monetária consistentes com a taxa de câmbio fixada é, de fato, o melhor e mais eficaz remédio. Essas interpretações, implicitamente, corroboram a visão de Corden, de que a alta mobilidade de capital e a ameaça de ataques especulativos que ela carrega são uma espécie de “mal necessário”, cuja função é manter sob controle, ou trazer de volta ao equilíbrio, economias (governos) que se apóiam em políticas macroeconômicas inconsistentes.

11 Para um *survey* desta interpretação, além do já citado FLOOD & MATION (1998, p. 5-8), vide IMF (1996, p. 70-74).

Essa, porém, não é a única modalidade conhecida de ataques especulativos. O próprio Krugman, em trabalho posterior (KRUGMAN, 1991), identifica duas outras, que classifica como “ataques irracionais” (em contraste com o modelo de “ataque especulativo racional” de 1979) e “crises de contágio”. No primeiro caso, aplicável a regimes de câmbio flutuante, o ataque é motivado pela “psicologia” de um grande número de investidores que, a partir de determinado nível de taxa de câmbio, resultante de uma tendência prévia de valorização, passam a esperar a desvalorização, por razões não diretamente associadas a indicadores do balanço de pagamentos (que podem estar, inclusive em equilíbrio), mas sim ao próprio mercado de divisas e suas oportunidades de lucro.¹² 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; nesses casos, a pressão sobre a taxa de câmbio é mero reflexo da venda maciça de ativos denominados em moeda nacional. A alta mobilidade internacional do capital permite que este tipo de instabilidade se espraie rapidamente para outros mercados, gerando o contágio.¹³

Nas crises de contágio, assim como nos “ataques irracionais”, por mais que se identifiquem fatores objetivos 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.*” (KRUGMAN, 1991, p. 88-89) Nesses casos, o “instinto de manada” tem um poder explicativo sem dúvida maior que as expectativas racionais acerca dos fundamentos macroeconômicos.

Na mesma linha de argumentação, Flood & Marion (1998) observam que o simples reconhecimento, pelos agentes econômicos, da possibilidade de ocorrência de um ataque especulativo - situação a que, por natureza, estão sujeitos os regimes de câmbio fixo -, aliada à incerteza quanto ao momento em que ele, eventualmente, ocorrerá, pode precipitar o fim de um regime cambial muito antes que os fundamentos macroeconômicos tenham sido capazes de gerar

12 KRUGMAN (*op. cit.*, p. 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 preestabelecido, considerado muito baixo (sobre os tipos de “ordem” que orientam as estratégias de operação nos mercados futuros, vide HULL (1994, p. 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 (sobrevalorizado) levará a uma “acumulação explosiva de dívida externa”.

13 Essas modalidades são, sem dúvida, mais adequadas para explicar os episódios recentes de ataques especulativos em países com volume de reservas inicialmente adequado, como Coréia do Sul e Hong Kong (1997) e Brasil (1997 e 1998).

perdas importantes de reservas internacionais - e, portanto, justificar os ataques especulativos “racionais” da “primeira geração” de modelos de crises cambiais. Na dúvida, a estratégia de *hedge* dos agentes é a recomposição de seu portfólio, aumentando a participação de ativos em moeda estrangeira, o que acaba por criar, de fato, as condições para uma crise cambial:

“With a time-varying stochastic risk premium [uma medida da incerteza] currency crises can still be the outcome of inconsistent policies - an important message of the standard first-generation model, but crises can now arise also from self-fulfilling prophecies about exchange market risk for some range of fundamentals. Nonlinearities in private behavior [causadas por mudanças nas expectativas] can thus be an additional source of currency crises. Their existence suggests that an economy can jump suddenly from a no-attack equilibrium to an attack equilibrium.” (FLOOD & MARION, *op. cit.*, p. 12)

O comportamento dos agentes no mercado cambial sob incerteza, tal como descrito por Flood & Marion (*op. cit.*, p. 13-18) a partir de outros trabalhos - integrando o que chamam de “segunda geração” de modelos de ataques especulativos -, permite racionalizar o “instinto de manada”, evitando o recurso à hipótese de expectativas racionais. Evoca-se, neste caso, um tipo de comportamento muito semelhante ao que Keynes (1985) denominou de “comportamento convencional”: diante da incerteza quanto à iminência de um ataque especulativo, o investidor individual tenta “advinhar” e seguir o comportamento dos demais; nessas condições, qualquer fato novo (negativo, é claro) que ameace ampliar o risco cambial percebido pelo mercado ou que, simplesmente, seja assim interpretado por um grande número de investidores, será capaz de desencadear um ataque especulativo:

“If the first ‘n’ investors happen to receive bad signals and sell [the currency], then (n+1)th investor may choose to ignore his own information - even if it is positive about the viability of the fixed exchange rate - and sell, based on the revealed information of those who came before him. This sequential decision rule results in ‘herd’ behavior.” (FLOOD & MARION, 1998, p. 16)¹⁴

14 A semelhança com o conceito de comportamento convencional de Keynes fica clara neste trecho: “(...) a energia e as habilidades do investidor profissional e do especulador estão principalmente aplicadas de outra maneira. Com efeito, a maioria deles dedica-se não a fazer previsões abalizadas a longo prazo sobre a renda provável de um investimento por toda sua vida, mas em prever mudanças de curto prazo com certa antecedência em relação ao público em geral.” (...) “Uma avaliação convencional, fruto da psicologia de massa de grande número de indivíduos ignorantes está sujeita a modificações violentas em consequência de repentinas mudanças na opinião suscitada por certos fatores que, na realidade, pouco significam para a renda provável [de um investimento], já que essa avaliação carece de raízes profundas que permitam sua sustentação.” (KEYNES, *op. cit.*, p. 113)

Neste caso, o ataque é mero reflexo da estratégia de *hedge* dos agentes - e não exatamente de um comportamento agressivo (especulador) em busca de lucro - que, embora pessoalmente acreditem na viabilidade de manutenção do regime cambial, avaliam que a maioria do mercado não pense assim.

O forte aumento da mobilidade internacional do capital, proporcionada pelas políticas de liberalização financeira implementadas em todo o mundo a partir dos anos 1980 e aceleradas na década de 1990, tem contribuído imensamente para aumentar o peso deste componente de incerteza e “irracionalidade” nos ataques especulativos. Em primeiro lugar, a possibilidade de repentinas mudanças de rota do capital vem sendo ampliada pela liberalização e pelas inovações e reorganização financeiras que lhe seguiram. Um traço marcante dessas mudanças é a crescente substituição do crédito bancário tradicional, de prazo predeterminado, por sofisticadas operações de financiamento direto no mercado de capitais, de prazo indeterminado, caracterizando o processo hoje conhecido como *securitização*. (CARVALHO, 1997; CINTRA & FREITAS, 1998) A divisibilidade e possibilidade de freqüente renegociação desses papéis nos mercados secundários de ativos tornam muito fácil e rápida a saída de capital das economias de maior risco aos olhos dos investidores.

Em segundo lugar, o forte aumento da dimensão do mercado, proporcionado pelas políticas de liberalização e pelas inovações financeiras e tecnológicas, amplia o leque de informações necessárias à tomada de decisão pelos investidores (informações sobre mercados de diversas regiões e nacionalidades). Em terceiro lugar, a informatização e a redução dos custos de transação das operações, ao facilitarem a mudança de posição (recomposição de portfólio) pelos concorrentes, aumentam o risco de não seguir o mercado. Todos esses fatores contribuem para aumentar a incerteza inerente ao mercado de ativos e tornar mais provável - e racional - o “instinto de manada”. Portanto, na forma e intensidade em que se apresenta hoje, é mais provável que o aumento da mobilidade de capital atue no sentido de ampliar as chances de ocorrência de ataques especulativos, tornando as mudanças cambiais mais bruscas e instabilizantes - e não mais graduais e estabilizadoras, como supõe Corden.

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 cambiais desencadeadas por ataques especulativos “irracionais” ou por contágio 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 caso de um ataques “irracionais”, e concedendo liquidez ao mercado de ativos local, no caso de uma crise de contágio.

A grande dificuldade recai sobre as economias que operam sob câmbio fixo. Nas atuais condições de abertura financeira, mesmo aquelas que desfrutam de uma situação externa sólida estão sujeitas a ataques especulativos que, dependendo da disposição do banco central para “queimar” reservas em defesa da paridade estabelecida, pode mostrar-se uma aventura rentável. Neste contexto, são particularmente vulneráveis as economias que combinam câmbio fixo e fragilidade dos indicadores externos - exatamente o caso das recém-estabilizadas com base em AC, que se tornam, assim, candidatas preferenciais ao posto de alto risco e, portanto, a ataques especulativos. Nestas, um ataque do tipo “irracional” ou uma crise de contágio podem facilmente precipitar uma crise cambial clássica - que não ocorreria na ausência desta pressão - 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. Enfim, no estágio atual da mobilidade internacional do capital, a distinção conceitual de Krugman torna-se obsoleta e irrelevante na prática.

3. 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 da moeda; b) controle do déficit em conta corrente, por meio da balança comercial (já que a conta de serviços é inelástica a curto prazo); e c) controle do endividamento externo, visando, a curto prazo, conter o grau de exposição do país a reveses do mercado financeiro internacional e, a médio prazo, conter o próprio déficit em conta corrente, ampliado pela expansão interna de liquidez que acompanha o endividamento externo e pelas despesas de capital (juros e remessas de lucros). 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.

3.1 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 e seus efeitos sobre a base monetária nos primeiros anos da estabilização. A esterilização desses recursos por meio da colocação de títulos públicos no mercado tem sido a forma clássica de contornar esse problema sem intervenção direta no grau de abertura do mercado financeiro.¹⁵ Tal estratégia, porém, pode ser, no máximo, uma solução de curto prazo, porque, além de pouco eficaz, implica riscos importantes se usada de forma prolongada.

Em uma economia financeiramente aberta, o equilíbrio da conta de capital exige $r = (r^* + \pi)$, onde r^* representa a taxa de juros internacional e π o risco atribuído ao país, sendo $\pi = dE^e + \rho$, onde dE^e denota a expectativa de desvalorização cambial e ρ o risco associado a outros fatores, como déficit público, dificuldades do setor financeiro local, instabilidade política, etc. (cf. IMF, 1996, p. 71). À medida que a AC mostra-se sustentável, dE^e cai rapidamente, mas a taxa de juros doméstica não. De um lado, isto se deve a uma escolha de política do governo que, por meio das operações de esterilização, mantém r alta como meio de controlar a demanda agregada. A insistência na esterilização, porém, é uma medida ineficaz porque, ao sustentar $r > (r^* + \pi)$, mantém a atratividade do país para o capital externo, repondo sistematicamente o problema.

Por outro lado, a rigidez de r à baixa deve-se também (a médio prazo) à rigidez de ρ à baixa - o que, em parte, é consequência da própria política de esterilização. A freqüente venda de títulos públicos eleva 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, em face da precocidade e incertezas da estabilização, à cultura inflacionária e à tendência da economia ao crescimento, têm que operar com juros relativamente altos. Nessas condições, a insistência na esterilização deteriora a situação financeira do setor público, elevando ρ , comprometendo a credibilidade do *mix* de política econômica que sustenta o programa de estabilização e expondo o país a ataques especulativos.

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

Para evitar uma deterioração grave das contas públicas e controlar ρ , é necessário combinar a esterilização com medidas de ajuste fiscal capazes 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, seriam menores.

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, combinando 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) liberalização das importações e da conta de capital, de modo a incentivar o “escoamento” de parte das divisas para o mercado externo; e 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, pelas razões já discutidas na seção 2. A alternativa mais eficaz e menos danosa, aparentemente, 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. De todo modo, esta estratégia também não é isenta de custos micro e macroeconômicos, porque retrai, artificialmente, as operações do sistema bancário, esterilizando e comprometendo a eficiência alocativa da poupança do país.

3.2 *Controles de Capital*

O amplo processo de liberalização financeira e cambial iniciado nos anos 1980 gradativamente derrubou os vetos institucionais e legais ao livre trânsito de capitais entre fronteiras. Os mecanismos de controle de capital experimentados recentemente não visaram reverter este processo, **impedindo** a entrada ou saída de recursos em operações específicas (como se fazia antes da liberalização), mas apenas criar meios de **reduzir** o ritmo destes fluxos, quando necessário - isto é,

a partir do ponto em que eles passem a representar um obstáculo à administração da liquidez doméstica pela autoridade monetária.

Outra distinção importante com relação aos controles existentes antes da política de liberalização reside no foco das medidas, que passa a ser a **entrada** de capital e não mais a **saída**. Especificamente, as medidas de controle visam desestimular a entrada de capitais de curto prazo, de natureza volátil, durante períodos de excesso de liquidez internacional ante as necessidades de financiamento externo do país. Busca-se, assim, evitar o acúmulo excessivo (e dispendioso) de reservas internacionais e, por conseguinte, seus custos - as despesas domésticas com juros, decorrentes da esterilização, e o custo de oportunidade da aplicação das reservas no mercado internacional, à taxa $r^* < r$.

Além de uma nova postura política diante do investimento estrangeiro (pró-mobilidade internacional), a atual ênfase dos controles de capital nos movimentos de entrada de recursos reflete dois outros fatores: i) a visão, cada vez mais consensual, de que controles à saída de capital são ineficazes - porque acabam sendo burlados, via conta corrente - e prejudiciais ao crescimento econômico -, porque afastam, principalmente, o capital de longo prazo (que passa a correr maior risco) e não o capital volátil, de curto prazo (DELBECQUE, 1993; DOOLEY, 1996); e ii) o fato de que, agora, o controle atende, essencialmente, a um objetivo de política monetária doméstica - o controle do excesso de liquidez, de origem externa - e não mais ao objetivo de administrar a restrição externa (caso em que o controle à saída de capital é mais importante).

Além desse objetivo principal, os controles de capital da era pós-liberalização, instituídos nos regimes de câmbio fixo, visam contribuir, **indiretamente**, para a prevenção contra ataques especulativos que possam ameaçar a taxa e/ou o próprio regime cambial vigentes. Trata-se de uma contribuição indireta porque o mecanismo pelo qual o controle de capital deve cumprir esta função não se dá (como antes) pelo impedimento à saída de recursos do país, mas sim por meio do próprio controle da liquidez e de seus efeitos: se a liquidez e o crédito domésticos forem bem administrados, reduz-se o risco de ataques especulativos motivados por expectativas de inflação e/ou de crises financeiras. Em outros termos, admite-se que, indiretamente, controles à entrada de capital contribuam para evitar a deterioração dos fundamentos macroeconômicos, eventualmente associada ao excesso de liquidez.

Assim, no novo cenário financeiro internacional, os controles de capital assumem, essencialmente, a forma de desincentivos à entrada de recursos, por meio de impostos e recolhimentos compulsórios sobre o capital internado; exigência de

prazo mínimo de permanência; ou controles quantitativos diretos, mediante a fixação de tetos de endividamento externo para as instituições financeiras.¹⁶

A experiência de países que, recentemente, adotaram esse tipo de medida - cujo caso mais conhecido é o do Chile no início da década de 1990¹⁷ - mostra, porém, que o controle à entrada de capital é quase tão (ou igualmente) difícil de implementar e manter quanto o controle à saída - embora no primeiro caso os danos do insucesso sejam, aparentemente, menores. Os mesmos mecanismos que permitem aos investidores burlarem restrições à retirada de divisas de um país, por meio da conta corrente - superfaturamento de importações, subfaturamento de exportações e simulação de despesas artificialmente elevadas com juros e remessas de lucros ao exterior -, servem, simetricamente, ao objetivo de internalizar recursos via contas não controladas, viabilizando o posterior repasse às aplicações financeiras de curto prazo.

Além disso, os investidores, especialmente os institucionais (fundos de investimento e pensão), têm sido 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.*, p. 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 (a maioria dos países em desenvolvimento), que podem facilmente simular transações financeiras com suas matrizes.

Esses mecanismos de fuga aos controles não refletem somente o interesse óbvio dos investidores pela redução dos custos de suas aplicações, mas, principalmente, seu interesse pelas próprias aplicações. Em outros termos: o esforço pela redução de custos só é interessante enquanto o país e seu mercado de ativos financeiros o forem. Nas economias recém-estabilizadas operando sob o regime de âncora cambial, vigora uma combinação peculiar de condições que, geralmente, sustenta a atratividade do mercado: i) o compromisso do governo com o câmbio fixo (ou quase), em função de seu papel estratégico para a estabilização - o que mantém baixo o risco cambial; ii) a manutenção de juros elevados, geralmente

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, p. 158-162) e CORBO & HERNÁNDEZ (1994, p. 11-13).

compensando de forma mais que proporcional o risco-país - ou seja, $r > (r^* + \pi)$; iii) baixa inflação, mantida à custa da alta taxa de juros; iv) liberdade de saída para o capital a qualquer momento em que o risco percebido pelos investidores tornar $r < (r^* + \pi)$ - que também contribui para reduzir o risco cambial da operação.

Em suma, a experiência recente mostra que, sob as condições em que operam economias egressas de planos bem-sucedidos de estabilização por AC, os controles à entrada de capital tornam-se pouco eficazes, porque o perfil, amplamente favorável, de (alto)retorno-(baixo)risco dos ativos no mercado controlado compensa - e recompensa - o esforço para fugir aos controles. E, quanto mais bem-sucedido for o país na administração macroeconômica, especialmente no que tange à inflação e à sustentação da taxa de câmbio, menos eficazes serão as medidas, mantendo a necessidade de políticas (monetária e fiscal) compensatórias.

4. O CAMINHO DA FLEXIBILIZAÇÃO CAMBIAL

4.1 Sobre o Conceito de Câmbio Flexível

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. Os países desenvolvidos, “emergentes” ou em desenvolvimento que adotam o regime de 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 (PIRES DE SOUZA, 1994) não se definem, necessariamente, pela adoção do câmbio fixo “*stricto sensu*”, 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, por exemplo, na Argentina, desde abril de 1991). Além de fixar a taxa de câmbio em lei, este regime 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, de março de 1995 a janeiro de 1999).

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** preestabelecidos (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.

4.2 *Vantagens e Riscos do Regime de Câmbio Flexível*

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 o consolidaram. Além do rebaixamento da taxa de inflação para níveis semelhantes aos de economias com tradição de estabilidade, duas outras condições sinalizam esta situação: 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.¹⁸ 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.

4.3 Mobilidade de Capital e Política Econômica Sob Câmbio Flexível

Conforme vimos, 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 (vide seção 3), 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.¹⁹

Em segundo lugar, lembrando, da expressão [13], que:

$$dP = c. dE.P_T^* + (1 - c).(y_4.D + y_5.A + q_6.dP^e) \quad [13]$$

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 nível, 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, malsucedida. 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.

se o grau de abertura comercial da economia 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 torna 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 na expressão [16], que mostra as fontes de variação do preço do exportador em dólares (P_X^*):

$$dP_X^* = [(y_4.D + y_5.A + q_6.dP^c).E - dE.(y_4.D + y_5.A + q_6.dP^c)] / (E)^2 \therefore [16]$$

De um lado, $dE < 0$ eleva P_X^* , ameaçando a condição de competitividade do exportador ($P_X^* \leq P_T^*$). De outro, a valorização cambial reduz os custos dos insumos importados utilizados pelos exportadores, o que, numa economia razoavelmente aberta, pode produzir um considerável efeito $A < 0$, podendo tornar $dP_X^* \cong 0$ ou muito pequeno. 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. Por fim, 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.

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 criam o risco de ataques especulativos associados a expectativas generalizadas (e racionais) de desvalorização, decorrentes da valorização precedente. Segundo, porque, por mais que a inflação dos *non-tradables* seja baixa, chegará um momento em que o efeito $A < 0$ será insuficiente para evitar o comprometimento da margem de lucro 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, já é um estímulo à atividade econômica, torna-se difícil, senão impossível, evitar por muito tempo a deterioração dos saldos comerciais.

Esses efeitos da valorização cambial reforçam a idéia, já mencionada, de que a flexibilização não é alternativa àquelas 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.

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 câmbio pode também ser menos danosa para a economia do que o regime de câmbio fixo. Ataques especulativos não ocorrem somente porque os investidores, temendo a desvalorização da moeda, tentam evitar perdas, mas, principalmente, porque podem ser operações altamente lucrativas, em especial para aqueles que operam com recursos próprios. (IMF, 1996, p. 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, fornece “munição” aos especuladores, 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 grande. 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 autofinanciado (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.

Mas se a taxa de câmbio for livre (até certo ponto) para refletir as pressões do mercado, alguma 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 autofinanciados. Enfim, sob o regime de flexibilidade cambial, ataques especulativos não são totalmente improváveis - como demonstra Krugman (1991, p. 94-96) -, mas oferecem maior risco e menor retorno esperado que nos regimes de câmbio fixo.

Cabe advertir, porém, que a flexibilidade cambial só é capaz de inibir ataques especulativos se já faz parte do cenário institucional do mercado antes de deflagrada a crise. Flexibilizar o câmbio durante ou logo após um ataque especulativo sinaliza 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 alto para a economia, em termos de produto, inflação e emprego - como demonstram os casos recentes do México (dezembro de 1994), Tailândia, Indonésia, Filipinas e Coréia do Sul (segunda metade de 1997) e Brasil (janeiro de 1999). 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 cuidadosamente avaliados. Essas questões são discutidas a seguir.

4.4 *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 sobre a credibilidade da política econômica - do novo regime cambial, em particular - e, por conseguinte, sobre as expectativas a respeito da taxa de câmbio e da inflação.

Em todos os casos, o ponto de partida desta transição é um quadro caracterizado pela presença de desequilíbrios externos, associados a sistemáticos (e, às vezes, crescentes) déficits em conta corrente, e é exatamente esta condição que justifica a mudança do regime cambial. Apesar disso, é necessário que a transição para a flexibilidade seja entendida pelo público como uma **opção** - e não falta de opção - de política econômica. Assim, o momento de flexibilizar é uma decisão crucial para conferir credibilidade ao novo regime e, assim, evitar uma reação adversa das expectativas cambiais e inflacionárias. Credibilidade, neste caso, significa confiança do público (famílias e empresas financeiras e não-financeiras) em um comportamento bem disciplinado do mercado cambial. Em outros termos, significa confiar que a flexibilização não será seguida de fortes oscilações da taxa de câmbio - especialmente no sentido da desvalorização.

Economias egressas de planos de estabilização por AC podem ser submetidas a três fontes de pressões cambiais: i) pressões de natureza "real", associadas ao caráter expansivo deste modelo de estabilização, que se manifestam sob a forma de déficits sistemáticos em conta corrente, explicados, predominantemente, por déficits comerciais; ii) pressões de natureza financeira, associadas ao novo perfil da conta de capital (recém-liberalizada), que se manifestam por expressiva participação de capitais de curto prazo e, principalmente, por movimentos voláteis (alternância de fortes entradas e saídas) destes capitais; e iii) pressões financeiras associadas ao aumento do grau de endividamento externo do país (também fruto da liberalização financeira e do próprio sucesso da estabilização), que se manifestam por déficits sistemáticos em conta corrente, explicados, predominantemente, pelo crescimento das despesas líquidas do país com serviços de fatores (juros da dívida externa e remessas de lucros).

Entre essas fontes de pressão, a primeira é administrável por meio de políticas de demanda (por via fiscal e/ou monetária) e políticas comerciais; a segunda pode ser contornada também por políticas de demanda (que afetam as

expectativas dos investidores internacionais em relação à estabilidade econômica do país) e/ou por políticas financeiras voltadas para o controle dos fluxos de capital; a terceira é inadministrável a curto prazo, já que serviços financeiros são despesas inelásticas. Essas condições apontam dois critérios básicos a serem observados na definição do momento de flexibilizar o regime cambial:

- a) a composição e a dinâmica de comportamento do déficit em conta corrente devem ser cuidadosamente avaliadas: a flexibilização cambial só é indicada nos casos de predominância das pressões “reais” e, portanto, do déficit comercial na formação do déficit em conta corrente;
- b) o grau e o perfil de endividamento externo do país é outro condicionante importante: nos casos em que as despesas financeiras explicam, predominantemente, o déficit em conta corrente, a flexibilização cambial é contra-indicada, por duas razões: i) não se trata de um problema de (desajuste de) preços relativos, de modo que a desvalorização cambial (que deverá seguir-se à flexibilização) não pode contribuir para solucioná-lo; e ii) a desvalorização tende a agravar o problema externo, pelo estrangulamento financeiro dos devedores em dólares (empresas, bancos e governo), com o risco, inclusive, de desencadear uma crise financeira de amplas proporções (como ocorreu no sudeste asiático em 1997).

Ainda no que tange à credibilidade e sustentação do novo regime, é necessário observar que a flexibilização cambial e a desvalorização, que normalmente a segue, surtem efeitos rápidos apenas sobre a conta de capital, mas lentos sobre a conta corrente. As importações tendem a cair rapidamente - porque a desvalorização cria uma restrição orçamentária intransponível a curto prazo para os importadores -, contribuindo para a melhora da conta corrente. Quanto às exportações, o estímulo se dá pela queda de preços em dólares, mas isto não é suficiente para o comprador externo decidir mudar de fornecedor. Avaliações sobre a qualidade e condições de entrega do produto (prazos, custos e segurança no transporte) são igualmente importantes nestes casos e levam tempo para serem processadas.

Além disso, o início da fase de maior flexibilidade cambial é, normalmente, acompanhado de incertezas quanto ao nível de equilíbrio da taxa de câmbio - referência perdida após anos de câmbio administrado. Isto tende a levar os exportadores domésticos e seus clientes (efetivos ou potenciais) a adiarem o fechamento de contratos, o que também atrasa a resposta positiva das exportações à desvalorização cambial.

A conta de capital, por outro lado, responde rapidamente à flexibilização cambial, mas de forma negativa: as mesmas incertezas que paralisam os exportadores

interrompem o fluxo de investimentos externos para o país. Assim, os primeiros meses de flexibilidade cambial são, normalmente, marcados por déficits na conta de capital, além da manutenção dos déficits comerciais e em conta corrente. Isto explica a tendência ao *overshooting* da taxa de câmbio neste período.

Por fim, a flexibilização e, principalmente, o *overshooting* estimulam expectativas inflacionárias. Assim, a flexibilização deve ser precedida e seguida de atento controle das autoridades sobre as variáveis fiscais e monetárias, de modo a evitar pressões de demanda capazes de estimular expectativas de aumentos sucessivos das taxas de inflação e desvalorização cambial. Como apontam Calvo & Végh (1992, p. 20), “(...) *the experience of Israel [1985] and México [1987] suggests that, in exchange rate-based programs, adjustments in the nominal exchange rate (i.e., devaluations or changes in the rate of devaluation) aimed at correcting real appreciation should be postponed, until the fundamentals are perceived to be well under control.*”

Em suma, os primeiros efeitos da flexibilização cambial são alguma inflação, alguma recessão (em escalas inversamente proporcionais) e, paradoxalmente, alguma deterioração no saldo do balanço de pagamentos, tanto pela via da conta de capital quanto da conta corrente.²⁰

Definida a conveniência e o momento de flexibilizar o regime cambial, outro aspecto importante é o modelo de flexibilidade a ser adotado. Excetuando a hipótese de total flexibilidade, há, basicamente, três alternativas: i) flexibilidade controlada pelo banco central sem limites de valorização/desvalorização preanunciados (“flutuação suja”); ii) flexibilidade controlada com limites preanunciados (sistema de bandas cambiais largas); e iii) flexibilidade controlada com base em metas para a taxa de câmbio efetiva.

A grande vantagem do regime de flutuação suja é o desestímulo a 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 conter a tendência ao *overshooting* das cotações da moeda 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 que o objetivo final seja chegar à flutuação suja.

20 A recente experiência das economias asiáticas mostra que os benefícios da flexibilidade cambial só se fazem sentir (sobre os saldos comerciais) cerca de 1,5 a 2 anos depois da mudança do regime.

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, uma banda estreita exigirá r maior.

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.²¹ 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%).²² 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 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 maior chance de 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 controle do banco central sobre a taxa de câmbio. Assim, é um regime cambial mais sujeito a ataques especulativos que o sistema de bandas.

21 Este foi exatamente o caso do Brasil entre março de 1995 e janeiro de 1999, consensualmente tratado como um regime de AC e, portanto, de câmbio fixo.

22 Um exemplo deste tipo de regime cambial foi o Chile na década de 1990. Entre 1990 e 1998 o país operou 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.*).

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.

5. 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 com 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 tem atuado como um agravante daquele quadro de fragilidade externa.

Este artigo examinou dois modelos possíveis de ajuste 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 processo de estabilização. Os custos e dificuldades associados a esta opção, porém, colocam em dúvida a sua superioridade com relação à alternativa de mudança do regime cambial - embora esta segunda via não seja também isenta de riscos.

São, basicamente, duas as linhas de ação necessárias para conter a vulnerabilidade externa em economias submetidas a regimes de câmbio fixo e alta mobilidade internacional do capital: i) políticas monetária e fiscal orientadas pelo objetivo de estabilidade de preços e equilíbrio externo; ii) administração do perfil da conta de capital, visando seu alongamento via controles à entrada de capitais de curto prazo. Essas medidas são necessárias para evitar efeitos inflacionários dos superávits da conta de capital, que acabariam por comprometer a competitividade externa do país.

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. 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. Quanto ao perfil da conta de capital, as medidas de controle são de eficácia duvidosa se prevalecem condições de alta mobilidade internacional do capital.

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 é de que, no cenário externo atual, de alta mobilidade de capital e regimes cambiais flexíveis nos países “ricos” (exportadores líquidos de capital), a insistência na ancoragem cambial dos preços nos países em desenvolvimento (importadores líquidos de capital) 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 tornar disponível 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: a flexibilização cambial permite obter melhores resultados em termos de inflação, indicadores externos e nível de atividade (que, com menos inflação, precisa ser menos desestimulado), exigindo um grau menor de intervenção (recessiva) 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.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- AGÉNOR, P. & MONTIEL, P. J. *Development macroeconomics*. Princeton University Press, 1996.
- ARIDA, P. & LARA RESENDE, A. Inertial inflation and monetary reform in Brazil. In WILLIANSO, J. (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*, n. 183. Princeton University, June 1991.
- CALVO, G. A. & VÉGH, C. A. *Inflation stabilization and nominal anchors*. Research Department, International Monetary Fund, 1992, mimeo.
- CARVALHO, F. J. Cardim de. Alta inflação e hiperinflação: uma visão pós-keynesiana. *Revista de Economia Política*, v. 10, n. 4, out.-dez. 1994.
- _____. Sistema financeiro internacional: tendências e perspectivas. *Texto para Discussão IE/UFRJ*, 1997.
- CINTRA, M. A. M. & FREITAS, M. C. P. de. *Transformações institucionais dos sistemas financeiros - um estudo comparado*. São Paulo: FAPESP/FUNDAP, 1998.

- 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.
- DELBECQUE, B. Dual exchange rates under pegged interest rate and balance-of-payments crisis. *Journal of International Money and Finance*, v. 12, p. 170-181, April 1993.
- DOOLEY, M. P. A survey of literature on controls over international capital transactions. *IMF Staff Papers*, v. 43, n. 4, December 1996.
- DORNBUSH, R. Collapsing exchange rate regimes. *Journal of Development Economics*, 27, p. 71-83, 1987.
- FLOOD, R. P. & MARION, N. P. Perspectives on the recent currency crisis literature. *IMF Working Paper* n. 130, September 1998.
- FRANCO, G. H. B. Alternativas de estabilização: gradualismo, dolarização e populismo. In: FRANCO, G. H. B. (org.), *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). Mexican foreign exchange market crises from the perspective of the speculative attack literature. *World Economic Outlook*, 1996, Ch. III.
- IPEA/CEPAL. *O Plano Real e outras experiências internacionais de estabilização*. 1997.
- KEYNES, J. M. *A teoria geral do emprego, do juro e da moeda*. São Paulo: Nova Cultural, 1985.
- KIGUEL, M. A. & LIVIATAN, N. When do heterodox stabilization programs work? *The World Bank Research Observer*, v. 7, n. 1, p. 35-57, January 1992a.
- _____. The business cycle associated with exchange rate-based stabilizations. *The World Bank Economic Review*, v. 6, n. 2, p. 279-305, 1992b.
- KRUGMAN, P. A model of balance-of-payments crises. *Journal of Money, Credit and Banking*, 11-3, p. 311-325, August 1979.
- _____. *Currencies and crises*. London: The MIT Press, 1998, p. 61-76.
- _____. International aspects of financial crises. In: FELDSTEIN, Martin (ed.), *The risk of economic crisis*. Chicago: University of Chicago Press, 1991, p. 85-108.
- LOPES, F. Inflação inercial, hiperinflação e desinflação: notas e conjecturas. In: LOPES, F. (org.), *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 Avançados*, 10, 28, 1996.
- PIRES DE SOUZA, F. E. Lições de experiências de políticas de estabilização baseadas na âncora cambial. *Revista Brasileira de Comércio Exterior*. Ago-Set. 1994.
- RODRIGUÉZ, C. A. The Argentine stabilization plan of december 20th". *World Development*, 10, n. 9, 1982.
- ROS, J. Inflação e estabilização da economia mexicana. *In: IPEA/CEPAL*, 1997.
- SIMONSEN, M. H. A política anti-inflacionária. *In: SIMONSEN, M. H. & CAMPOS, R. (orgs.), A moderna economia brasileira*. Rio de Janeiro: José Olympio, 1975.

(Recebido em maio de 1999. Aceito para publicação em dezembro de 1999).