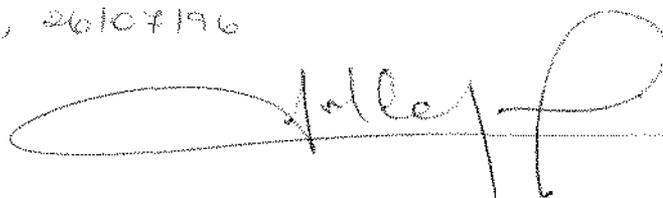


UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS
INSTITUTO DE ECONOMIA

**Globalização financeira e estabilização:
uma análise crítica dos modelos com âncora cambial**

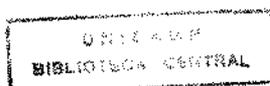
*Este exemplar corresponde ao original da tese
defendida por Felipe Hees em 26/07/96 e enviada
pelo Prof. Dr. Mariano Francisco Laplane
CPGE/IE, 26/07/96*



Felipe Hees

Dissertação de Mestrado apresentada ao
Instituto de Economia da Universidade Estadual
de Campinas, para a obtenção do título de Mestre
em Economia, sob a orientação do Prof. Dr.
Mariano Francisco Laplane.

Campinas, Junho 1996



UNIDADE	BC
N.º CHAMADA:	T/UNICAMP
	H361g
V.	EX
V. 130 D.º	28.218
PREC.	66.3196
C	<input type="checkbox"/>
D	<input checked="" type="checkbox"/>
X	<input type="checkbox"/>
PREÇO	R\$ 11,00
DATA	13/08/96
N.º CPD	

CM-00091268-7

**FICHA CATALOGRÁFICA ELABORADA PELO
CENTRO DE DOCUMENTAÇÃO DO INSTITUTO DE ECONOMIA**

H361g Hees, Felipe
Globalização financeira e estabilização: uma análise crítica dos modelos com âncora cambial / Felipe Hees. -- Campinas, SP : [s.n.], 1996.I

Orientador : Mariano Francisco Laplane
Dissertação (Mestrado) - Universidade Estadual de Campinas. Instituto de Economia.

1. Câmbio 2. *Âncora cambial. 3. *Regimes cambiais. I. Hees, Felipe. II. Universidade Estadual de Campinas. Instituto de Economia. III. Título.

SUMÁRIO

Introdução	1
Capítulo 1 - Determinantes da taxa de câmbio	
1.1 Introdução	6
1.2 Principais teorias de determinação da taxa de câmbio: avanços e limitações	13
1.2.1 A teoria da paridade do poder de compra	13
1.2.2 Os modelos de conta corrente	15
1.2.3 Determinantes financeiros	16
a) O enfoque monetário com preços flexíveis	16
b) O enfoque monetário com preços rígidos	20
c) O modelo de escolha de portfólio	23
c.1) O modelo de substituição entre moedas	27
1.3 Determinação das taxas de câmbio em um contexto de globalização financeira	30
1.4 Conclusões	44
Capítulo 2 - Regimes cambiais e estabilidade econômica	
2.1 Introdução	50
2.2 Os regimes canônicos	56
2.2.1 Contexto histórico	56
2.2.2 Características teóricas	59
2.3 O regime de câmbio fixo com margens de flutuação	64
2.3.1 Vantagens e desvantagens do sistema de <i>target zones</i>	67

2.3.2 Taxas de câmbio de equilíbrio e moedas participantes: o cálculo das <i>target zones</i>	70
2.3.3 Características do regime de <i>target zones</i>	74
2.3.4 Instrumentos de política econômica	84
2.4 Conclusões	93

Capítulo 3 - Âncoras cambiais e estabilização

3.1 Introdução	101
3.2 A escolha da âncora nominal	103
3.3 Câmbio fixo ou bandas cambiais	119
3.4 Âncora cambial e equilíbrio fiscal	120
3.5 Conclusões	129

Capítulo 4 - Conclusões

4.1 Impactos das âncoras monetárias	132
4.2 Sustentabilidade da paridade cambial	136
4.3 Equilíbrio fiscal	144

Referências Bibliográficas

150

“Continuo confuso, mas agora em um plano muito mais elevado”

Anônimo

INTRODUÇÃO

As décadas de 80 e 90 representaram para a maioria dos países da América Latina um período de profundos desajustes econômicos, marcados, principalmente, por elevadas taxas de inflação. A necessidade de correção destes desajustes deu origem a diversos planos de estabilização, de diferentes matizes teóricas, e que obtiveram diferentes graus de sucesso. Entretanto, mesmo nas situações nas quais os níveis de inflação foram estabilizados em patamares mais baixos, a ocorrência de desequilíbrios em outras variáveis macroeconômicas demonstrou que a estabilidade econômica é um objetivo difícil de ser alcançado.

A busca pela estabilidade econômica é, portanto, um assunto muito discutido e que domina grande parte das preocupações no plano político dos países latino-americanos. Esta questão também é central para os economistas, que procuram encontrar maneiras de obter estabilidade com crescimento. Uma maneira que vem sendo crescentemente defendida é a utilização de uma âncora cambial. O debate não se restringe à teoria pura, posto que os planos de estabilização propostos e executados atualmente em alguns países da América Latina são baseados em âncoras cambiais.

Nos últimos anos, diversos economistas ligados ao Fundo Monetário Internacional e ao Banco Mundial têm publicado trabalhos que demonstram, teoricamente, a conveniência de utilizar âncoras cambiais em programas de estabilização em países em desenvolvimento. Esses trabalhos representam uma mudança significativa em relação à defesa das âncoras monetárias por parte dessas instituições nos anos 70 e 80 e fornecem uma "base teórica" de sustentação aos programas de estabilização com âncoras cambiais que vem sendo implementados em vários países latino-americanos.

Esta dissertação se propõe a analisar os argumentos que sustentam, de acordo com a “nova ortodoxia” das instituições multilaterais, o uso de âncoras cambiais em programas de estabilização. A discussão a ser feita nesta dissertação é de caráter eminentemente teórico e, dessa forma, não se trata de discutir os planos de estabilização que estão sendo ou foram implementados recentemente em determinados países.

O trabalho será desenvolvido tendo como pano de fundo três planos de abstração: a contextualização histórica, os aspectos conceituais e as características específicas do país onde se aplica um programa de estabilização com âncora cambial. No plano da contextualização histórica, o fenômeno da globalização financeira implicou em mudanças na dinâmica do Sistema Monetário Internacional nos anos 80 e 90, apontando para a importância dos fatores financeiros nas discussões sobre macroeconomia aberta. Tal realidade aponta para a necessária incorporação daqueles fatores no plano conceitual, de maneira a permitir uma compreensão mais acurada da dinâmica monetária e financeira atual e da eficácia das políticas de estabilização. Entretanto, a complexidade dos problemas econômicos enfrentados atualmente pelos países latino-americanos e as dificuldades encontradas na manutenção dos programas de estabilização com âncora cambial indicam que, além das mudanças no Sistema Monetário Internacional, as características específicas de cada país desempenham um papel muito importante e devem ser levadas em conta na análise teórica das políticas alternativas de estabilização.

Para alcançar o objetivo proposto, este trabalho apoiar-se-á, em grande medida, em uma revisão da bibliografia existente. Esta revisão procura sintetizar trabalhos já desenvolvidos sobre o assunto, de modo a permitir que as características e elementos mais importantes da “nova ortodoxia” sejam adequadamente apreendidas. A revisão bibliográfica procurou combinar, sempre que possível, textos clássicos com trabalhos recentes sobre o assunto. A resenha privilegiou trabalhos de cunho ortodoxo, sobretudo no capítulo três, onde são analisados os argumentos em favor de uma âncora cambial.

Observações críticas, a partir de conceitos de caráter heterodoxo, são formuladas no capítulo de conclusões.

Esta dissertação beneficiou-se, portanto, da literatura existente sobre o tema tratado. Cada capítulo está apoiado, basicamente, em algumas obras de referência, que permeiam o texto e imprimem ao trabalho um caráter de um *survey* sobre o assunto. Desta forma, o primeiro capítulo segue, fundamentalmente, os textos de Schulmeister (1988); Plihon (1991); Frankel & Froot (1993b) e Cebrap/Pnud (1994). Já o segundo capítulo se beneficia dos textos de Williamson (1985); Frenkel & Goldstein (1986) e Plihon (1995). Por último, no terceiro capítulo, os textos básicos são Fischer (1986); Bruno (1991) e Kiguel & Liviatan (1992).

A dissertação começa pelo estudo da determinação da taxa de câmbio. No primeiro capítulo, mostra-se que a desregulamentação e a liberalização financeiras e o crescente volume dos capitais privados transnacionais apontam para a importância dos fatores financeiros na determinação da taxa de câmbio. Estes fatores, aliados aos *economic fundamentals*, bem como a presença de agentes heterogêneos no mercado cambial, são pré-requisitos para uma compreensão mais acurada da dinâmica da taxa de câmbio no curto e no longo prazos e do papel da política econômica no que tange à estabilidade cambial e econômica. Estes fatores, ao influenciar a dinâmica da taxa de câmbio, impõem um *trade off* à condução da política econômica, uma vez que os condutores da política econômica devem considerar a necessidade de direcionar os instrumentos de política econômica para conter a instabilidade cambial ou para atingir outros objetivos econômicos. Além disto, é necessário considerar os efeitos desta instabilidade cambial para a condução da política econômica bem como os efeitos da política econômica sobre a dinâmica da taxa de câmbio.

No segundo capítulo, a discussão segue em dois planos distintos: 1) analisa as características teóricas dos regimes cambiais, delimitando as diferenças existentes entre

eles, ressaltando que tanto os regimes canônicos quanto o regime de câmbio fixo com margens de flutuação não são, *per se*, garantia de estabilidade econômica, embora o regime de câmbio fixo com margens de flutuação permita uma certa flexibilidade à condução da política econômica, ao mesmo tempo em que a taxa de câmbio fornece uma âncora nominal para os preços; 2) a contextualização histórica, na qual procura-se analisar o papel e o funcionamento do regime de câmbio fixo com margens de flutuação, no que tange à estabilidade econômica, à luz da proposta de *target zones* entre as principais moedas internacionais. O objetivo último deste capítulo é analisar as vantagens e limitações do regime de câmbio fixo com margens de flutuação quando comparado aos regimes canônicos, ressaltando que as limitações se devem, em parte, às próprias características particulares do contexto histórico no qual se insere e, desta forma, tal regime não é garantia de estabilidade econômica.

O terceiro capítulo demonstra que, na avaliação da “nova ortodoxia”, das âncoras nominais usualmente utilizadas (preços, salários, quantidade de moeda e taxa de câmbio), a âncora cambial é a que acarreta os menores custos quando comparada às demais. Além disso, a existência de bandas cambiais daria maiores graus de liberdade, ainda que limitados, à condução da política econômica. Analisa-se por fim o papel fundamental desempenhado pelo equilíbrio fiscal inter-temporal para o sucesso de um programa de estabilização com âncora cambial.

O último capítulo recupera, à título de conclusão, elementos dos capítulos primeiro e segundo que permitam formular algumas considerações críticas sobre certos aspectos não aprofundados nos textos da “nova ortodoxia”. Demonstra-se que as implicações das novas características da dinâmica financeira internacional podem dificultar e, no limite, inviabilizar a obtenção do equilíbrio fiscal inter-temporal, requisito fundamental para a sustentabilidade do programa de estabilização com âncora cambial. Ressalta-se ainda que a inserção internacional e as características do país que adota uma âncora cambial, a hierarquia entre moedas e os efeitos internos dos programas de estabilização são questões

absolutamente relevantes para as discussões sobre os programas de estabilização com âncora cambial.

“Em particular, deve-se estar apto a se julgar se a recente volatilidade do dólar pode ser explicada por modelos com mercados perfeitos e agentes racionais ou se é reflexo de uma séria falha de mercado.” (Dornbusch, 1986:211)

CAPÍTULO 1 - Determinantes da taxa de câmbio

1.1 Introdução

A Segunda Guerra Mundial tornou explícita a supremacia econômico-financeira dos Estados Unidos no mundo capitalista, conferindo-lhe o papel de potência hegemônica no reestabelecimento da ordem internacional do pós-guerra. A assinatura do Acordo de Bretton Woods em 1944 teve a função de ratificar a hegemonia dos Estados Unidos no âmbito monetário internacional.

“Ao se determinar em Bretton Woods que o ativo de reserva internacional seria o ouro, dada a situação totalmente assimétrica existente no imediato pós-guerra no qual os Estados Unidos detinham dois terços das reservas mundiais de ouro, o Acordo sancionava o predomínio do dólar como moeda de circulação internacional. O dólar era a única moeda que podia garantir, de imediato, sua livre conversibilidade em ouro em montantes significativos, o que consolidava sua aceitabilidade mundial.” (Cebrap/Pnud, 1994:24)

Conseqüentemente, coube aos Estados Unidos a função de garantir a expansão e a gestão da liquidez internacional, uma vez que a existência de liquidez internacional era

uma “condição básica para a sustentação do comércio e do crescimento mundial. ... No entanto, a crescente circulação mundial do dólar para satisfazer a demanda de liquidez internacional era totalmente contraditória com a convenção câmbio-ouro estabelecida em Bretton Woods” (Cebrap/Pnud, 1994:25). Tal contradição é explicada pelo “dilema de Triffin”.

“A contradição consiste na incompatibilidade do dólar, enquanto padrão monetário internacional, exercer simultaneamente a função de circulação e a função de ativo de reserva de valor, baseada esta última no lastro em ouro. Cumprir com a regra de conversibilidade em ouro, supunha que os Estados Unidos somente pudessem emitir dólares na proporção em que acumulassem reservas no seu Balanço de Pagamentos, requerendo que o país incorresse em constantes superávits. Constantes superávits no Balanço de Pagamentos significa uma entrada de dólares superior a sua saída, o que implica em escassez da moeda norte-americana no mercado internacional. Consequentemente, se a moeda é escassa em nível internacional, ela não pode satisfazer a demanda por liquidez” (Cebrap/Pnud, 1994:25).

Em termos concretos, verificou-se a grande transferência de reservas líquidas dos Estados Unidos para o resto do mundo. Estes fluxos permitiram uma crescente autonomia econômico-financeira dos países industrializados (sobretudo os europeus), diminuindo as assimetrias econômicas e sociais entre eles. Tal processo resultou, com o passar dos anos, em um crescente questionamento dos graus de liberdade usufruídos pelos Estados Unidos na gestão da sua política econômica.

Pelo sistema de Bretton Woods, os Estados Unidos determinavam o nível de preços mundial ao fixar o preço do ouro. Aos demais países restava a opção de manter suas taxas de câmbio coladas à americana, perdendo sua autonomia monetária, ou realinhar suas paridades em relação ao dólar sempre que diferenciais de inflação alterassem

a taxa de câmbio real¹. Em termos mais rigorosos e se utilizando do conceito de equilíbrio walrasiano, Giavazzi & Giovannini (1989:22) procuram fornecer uma representação estilizada do sistema de Bretton Woods. Para os autores, em um mundo com N países, se $N - 1$ países mantiverem suas taxas de câmbio fixas, as taxas de câmbio do N -ésimo país estarão automaticamente determinadas. Nesta situação, surgiria um problema de “redundância”, pois tal sistema apresentaria um grau de liberdade no sentido da existência de um instrumento de política econômica a mais do que os objetivos de política. Em outras palavras, se $N - 1$ países se utilizarem dos seus instrumentos de política econômica para manter as paridades cambiais, o N -ésimo país está livre da necessidade de utilizar seus instrumentos de política econômica para este fim. O instrumento de política que sobra deve ser direcionado para a manutenção do nível de preços internacionais, determinados em termos de um bem (o ouro, por exemplo) ou de uma cesta de bens. Ou seja, os instrumentos de política econômica do N -ésimo país devem garantir a estabilidade dos preços internacionais ao manter a taxa de câmbio do N -ésimo país constante em termos de um determinado bem; caso contrário, além do problema de “redundância”, haverá um problema de “confiança” na estabilidade dos preços internacionais. O fim do acordo de Bretton Woods no começo dos anos 70 é ilustrativo a este respeito.

Em agosto de 1971, o governo Nixon suspendeu a convertibilidade do dólar em ouro, desvalorizou a moeda em 8% e sobretaxou as importações em 10%. Em março de 1973, com o abandono definitivo dos esforços para reordenar as paridades cambiais, as regras e convenções estabelecidas no Acordo de Bretton Woods foram definitivamente perdidas.

O fim do Acordo de Bretton Woods marcou, definitivamente, a importância de certos fatores na evolução subsequente do Sistema Monetário Internacional — SMI — ao

¹Entretanto, Krueger (1983:4) aponta que, contrariamente à opção de câmbio fixo mas ajustável segundo as circunstâncias, o sistema de Bretton Woods evoluiu para um sistema de câmbio fixo, dada a pouca disposição dos países industrializados em realizar alterações em suas paridades.

longo dos anos 70, 80 e 90. Por exemplo, o fim do acordo de Bretton Woods “ressaltou a posição dos Estados Unidos que, diante da perda de liderança hegemônica, tenderam a exercer uma política interna fortemente auto-centrada” (Cebrap/Pnud, 1994:28). Entretanto, a perda da hegemonia dos Estados Unidos é questionável. Talvez fosse mais conveniente considerar uma fragilização da hegemonia norte-americana ou uma mudança nos objetivos na condução da política econômica, ao priorizar objetivos econômicos internos em detrimento de objetivos externos de política econômica. Após o período chamado de “negligência benigna” (*benign neglect*) dos anos 70, durante o qual a política econômica norte-americana foi direcionada para fins internos, a primeira metade dos anos 80 assistiu a “retomada” da hegemonia norte-americana, cujos efeitos, sobretudo econômicos, atingiram quase todos os países do mundo.

Além da mudança no papel dos Estados Unidos, o fim do acordo de Bretton Woods ressaltou a importância crescente dos capitais privados transnacionalizados na dinâmica do SMI (Cebrap/Pnud, 1994:28). Estes capitais privados se revelaram fundamentais para a determinação das taxas de câmbio internacionais e para os movimentos nos Balanços de Pagamentos pós-Bretton Woods. O efeito dos movimentos internacionais de capital sobre o Balanço de Pagamentos pode influenciar, de forma determinante, a condução e os resultados da política econômica interna. A magnitude e a importância destes efeitos vão depender do impacto daqueles movimentos sobre a dinâmica das taxas de câmbio e sobre os saldos de transações correntes e da conta capital.

Deve ainda ser lembrado que uma importante mudança no âmbito do SMI, ocasionada pelo fim do acordo de Bretton Woods, foi a passagem do regime de câmbio fixo para um regime de câmbio flexível no âmbito dos principais países do mundo.

Por último, após o fim do acordo de Bretton Woods, verificou-se um aumento da volatilidade da taxa de câmbio e um aumento da instabilidade nas relações financeiras e monetárias internacionais. O regime de câmbio flexível não foi capaz de garantir a

estabilidade econômica desejada nem evitar os profundos desajustes nos Balanços de Pagamentos de vários países. Tais fenômenos apresentaram impactos para a condução de políticas econômicas nacionais, ao salientar um *trade off* entre a busca de objetivos internos e externos de política econômica. A instabilidade monetária e financeira internacional verificada, lançou luz para a necessidade de uma compreensão mais adequada da relação entre a evolução do SMI, os movimentos nos Balanços de Pagamentos e a condução das políticas econômicas nacionais. Desta forma, o primeiro passo para a compreensão desta relação é o estudo da determinação e da dinâmica da taxa de câmbio.

Por definição, a taxa de câmbio é o preço pelo qual as diversas moedas nacionais são trocadas entre si, representando, desta maneira, uma relação nominal entre duas moedas. Desta forma, a taxa de câmbio estabelece a relação de preços de bens, serviços e dos estoques de riquezas produzidos e acumulados, respectivamente, na esfera das distintas economias nacionais.

As transações destes bens, serviços e ativos são, de um lado, condicionantes e, de outro lado, condicionados pela taxa de câmbio. Estas transações condicionam a taxa de câmbio uma vez que a remuneração relativa de todos os ativos (inclusive os financeiros) determinam a entrada ou saída de riqueza líquida em busca de oportunidades de valorização. Assim sendo, a taxa de juros, enquanto variável financeira, tem papel fundamental na determinação do nível da taxa de câmbio.

“Ainda que afete as variáveis reais e, portanto, interaja com a dinâmica da balança de transações corrente, a taxa de juros condiciona diretamente os movimentos de capitais, supondo a existência de certa mobilidade em nível mundial. Um país com taxas de juros elevadas obterá entrada de recursos,”
(Cebrap/Pnud, 1994:14)

o que tenderá a apreciar o câmbio. Já um aumento da oferta de moeda poderá resultar em uma diminuição da taxa de juros doméstica, levando a uma saída de capital e tendendo a depreciar o câmbio. Um aumento da taxa de juros mundial (como em 1979, após a mudança da política monetária norte-americana) tem um efeito similar a uma diminuição relativa da taxa de juros interna, ao estimular a saída de capital do país em questão e gerar uma pressão para a desvalorização da taxa de câmbio. Esta dinâmica caracteriza o mecanismo de transmissão câmbio-juros, ressaltando a interdependência entre os regimes monetário e cambial. A consequência de uma alteração na taxa de juros interna pode ser percebida no Balanço de Pagamentos de um país via alterações no saldo da conta de capital, com impacto nas reservas cambiais em poder do Banco Central. Alterações nas reservas cambiais podem ter influência na condução da política econômica interna, caso esta dependa, em alguma medida, do nível das reservas cambiais.

Por outro lado, a taxa de câmbio influencia

“as condições globais de especialização das economias nacionais, dados os comportamentos reativos dos setores importador e exportador. A oscilação cambial é, assim, importante para a dinâmica das variáveis reais. Geram efeitos-renda e efeitos-riqueza, que são parte ativa na determinação dos saldos de conta corrente e podem contribuir para atenuar ou acelerar os desequilíbrios macroeconômicos” (Miranda, 1992:350).

Além disto, as transações de bens, serviços e ativos com o exterior podem, via variações nas reservas cambiais, obrigar as Autoridades Monetárias a redirecionar os instrumentos de política econômica para não inviabilizar objetivos econômicos anteriormente estabelecidos, caso as variações nas reservas cambiais causem impactos indesejados sobre a oferta interna de moeda.

Por atuar como um elo de ligação entre o mundo real e o monetário e entre o setor interno e externo da economia, a taxa de câmbio assume uma importância fundamental na manutenção da estabilidade econômica. A ocorrência de choques exógenos encontra na taxa de câmbio um mecanismo de transmissão poderoso, capaz de propagar crises profundas. Diferenciais de juros, por exemplo, ao induzir movimentos de capitais, podem causar alterações na taxa de câmbio, gerando incentivos para exportadores ou importadores (dependendo do movimento da taxa de câmbio), e levando as Autoridades Monetárias a redirecionar um ou mais instrumentos de política econômica caso seja necessário neutralizar os efeitos da valorização/desvalorização da taxa de câmbio. Esta característica impõe uma restrição aos condutores da política econômica, que devem levar em conta os efeitos da política econômica sobre a taxa de câmbio bem como os impactos sobre a condução da política econômica decorrentes das variações da taxa de câmbio.

Procurou-se ressaltar, até o momento, a importância da taxa de câmbio para a estabilidade econômica, dado seu papel de elo de ligação entre o setor real e a esfera monetária da economia. Assim sendo, uma clara compreensão dos determinantes da taxa de câmbio é essencial na minimização das perturbações econômicas causadas pela sua instabilidade.

Vários são os enfoques e as teorias que procuram precisar os determinantes do câmbio. Da maneira como as distintas escolas de pensamento vêem a taxa de câmbio e seus determinantes é que vão surgir as diversas posições quanto à relação entre política econômica, os mecanismos de transmissão e estabilidade cambial. Há que ficar claro que os resultados teóricos obtidos vão depender das hipóteses adotadas (formação de expectativas, expectativas homogêneas ou não, grau de mobilidade de capital, etc), conduzindo a conclusões diversas, muitas vezes contraditórias.

Isto posto, no próximo item são apresentadas, sucintamente, as principais teorias de determinação da taxa de câmbio, procurando ressaltar as hipóteses básicas dos modelos,

o funcionamento dos mecanismos de transmissão, seus avanços e suas limitações. Vale lembrar que, tanto este item quanto o seguinte assentam-se, fundamentalmente, em Plihon (1991) e em Frankel & Froot (1993b). No item seguinte, procura-se apontar para a necessidade de distinção entre os agentes participantes do mercado cambial, bem como alguns aspectos que, face aos fenômenos de internacionalização e de globalização financeiras, devem ser incorporados aos modelos de determinação da taxa de câmbio. Por fim, são ressaltados alguns pontos importantes abordados no capítulo, à título de conclusão.

1.2 Principais teorias de determinação da taxa de câmbio: avanços e limitações

1.2.1 A teoria da paridade do poder de compra

A teoria da Paridade do Poder de Compra — PPC — é a mais conhecida teoria de determinação da taxa de câmbio devido a sua simplicidade (Keynes, 1971:70; Plihon, 1991: 48; Guillochon, 1993:175). Plihon (1991: 48) resume a hipótese básica da seguinte forma:

“o valor de uma moeda é determinado pelo montante de bens e serviços que ela permite adquirir, ou seja, pelo seu poder de compra interno, que evolui em função inversa ao nível geral de preços domésticos.”

Desta forma, a evolução da taxa de câmbio compensaria os diferenciais de preços entre dois países, de modo a não afetar os fluxos comerciais entre eles. Tal relação pode ser representada por $e p^*/p$, na qual e é a taxa de câmbio, p^* é o nível de preços externo e p é o nível de preços interno. Assim sendo, a teoria aponta que variações em p^* e/ou p são

compensadas por variações na taxa de câmbio “ e ”, de modo a manter a relação $e p^*/p$ constante. De acordo com Clark et al. (1994:4), três versões da PPC são geralmente utilizadas: a lei do preço único, que relaciona a taxa de câmbio com o preço de um bem homogêneo em diferentes países; a PPC absoluta, que relaciona a PPC com o nível geral de preços e ; e a PPC relativa que relaciona a taxa de câmbio com os níveis de inflação.

Segundo os autores, a lei do preço único postula que, “na ausência de custos de transação ou barreiras comerciais (como tarifas e cotas), os preços de bens idênticos em diferentes países deve ser o mesmo quando expresso em uma moeda comum” (1994:4) Empiricamente, a validade de tal lei é limitada a algumas determinadas *commodities*. A teoria da PPC absoluta estende a lei do preço único para o nível geral de preços. Sob as mesmas hipóteses, uma mesma cesta de bens e serviços deve custar o mesmo em qualquer país quando expressa em uma mesma moeda. Já a teoria da PPC relativa postula que a taxa de variação da taxa de câmbio nominal será igual à diferença entre as taxas de inflação doméstica e externa da mesma cesta de bens.

Na realidade, Clark et al. (1994:5) ressaltam que custos de transporte e de informação, impedimentos institucionais ao comércio (tarifas e cotas), resposta limitada dos agentes econômicos a diferenciais de preços entre países, produtos que não são substitutos perfeitos, etc, são alguns dos elementos que tornam a PPC inválida, ao menos no curto prazo.

Os estudos empíricos sobre a validade da PPC apresentam resultados ambíguos e nem sempre conclusivos. Krueger (1983:66) aponta que a evidência empírica dos anos 70 rejeitou a validade da PPC para o curto prazo, enquanto que a evidência empírica sobre a validade da PPC no longo prazo não é conclusiva. Diversos estudos empíricos são resenhados no livro da OCDE (1985:154) sem que seja possível se chegar a uma conclusão única sobre a validade ou não da PPC. Já Schulmeister (1988:365) ressaltava que a especulação financeira é desestabilizadora pois faz com que a taxa de câmbio divirja, de

forma elevada e persistente, do nível da PPC. Plihon (1991:49) também afirma que a evolução das taxas de câmbio divergiram da PPC de forma persistente embora saliente que a noção de PPC não deva ser completamente rejeitada. Nas palavras do autor (1991:50), embora “este enfoque não constitua uma teoria explicativa satisfatória (na explicação da dinâmica da taxa de câmbio), representa uma referência de longo prazo na avaliação dos níveis economicamente justificados da taxa de câmbio.”

A interpretação de Plihon parece ser confirmada por trabalhos empíricos recentes. Por exemplo, Macdonald (1995) aponta que com o uso de testes de cointegração é possível se perceber a existência de alguma forma de relação da taxa de câmbio de longo prazo baseada na PPC. Entretanto, “a forma desta relação não está de acordo com a representação tradicional da taxa de câmbio de longo prazo” (1995:437), o que estimula o aprofundamento dos estudos nesta área.

Parece ser lícito inferir dos autores apontados que a PPC não é válida no curto prazo. Em se considerando o aumento crescente dos capitais privados transnacionais, a especulação financeira pode fazer com que a taxa de câmbio divirja, persistentemente, da PPC. Já no longo prazo, a PPC serviria como referencial para a evolução da taxa de câmbio, ao atuar como atrator em torno do qual a evolução do câmbio verificar-se-ia.

1.2.2 Os modelos de conta corrente

Nos anos 50 e 60, surgem as modernas teorias de determinação da taxa de câmbio. Dada a realidade da época, o rápido crescimento dos fluxos comerciais entre os países e a existência de controles de capital, o objetivo destas teorias era precisar a relação entre as transações de bens e serviços e a evolução da taxa de câmbio. O equilíbrio do Balanço de Pagamentos era condicionado fortemente pelo resultado da balança comercial e, desta forma, a preocupação era determinar o efeito das valorizações/desvalorizações do câmbio

sobre a balança comercial no curto e longo prazos. O impacto das alterações do câmbio era considerada como dependente das elasticidades da função de importação e de exportação do país e do efeito causado daquelas alterações sobre o nível de renda (consequentemente, sobre o nível de absorção doméstica). Os modelos desenvolvidos neste contexto são conhecidos como os modelos de conta corrente (Krueger, 1983:cap.3; Zini, 1991:cap. 2).

1.2.3 Determinantes financeiros

O abandono definitivo das regras estabelecidas em Bretton Woods, em 1973, com a passagem do regime de câmbio fixo para o regime de câmbio flexível entre as principais moedas internacionais, a crescente liquidez internacional dos anos 70, decorrente da reciclagem dos petrodólares no Euromercado e o fim dos controles de capital, tornou necessária a incorporação dos fatores financeiros na determinação da taxa de câmbio. Plihon (1991:51) destaca que tal evolução ressaltou a limitação das análises teóricas de determinação da taxa de câmbio baseadas no comércio internacional de bens e serviços por ignorar, ou subestimar, o papel desempenhado pelos fatores financeiros. Resumidamente, podemos identificar três enfoques teóricos principais que procuram incorporar determinantes financeiros para a taxa de câmbio.

a) O enfoque monetário com preços flexíveis

De acordo com MacDonald & Taylor (1992:3), posto que a taxa de câmbio é o preço de uma moeda em termos da outra, a lógica subjacente ao enfoque monetário de determinação da taxa de câmbio é que os seus determinantes sejam analisados em função do estoque e da demanda por cada uma destas duas moedas. Dentro deste enfoque, os autores, partindo da hipótese de PPC e da existência de uma função demanda por moeda estável, constroem um modelo de determinação da taxa de câmbio, que é apresentado a

seguir. A função demanda por moeda é considerada como dependente do nível da renda real (Y, Y^*), do nível de preços (p, p^*), e do nível das taxas de juros (i, i^*). O equilíbrio monetário doméstico e externo é descrito por (variáveis em logaritmo):

$$m_t^s = p_t + \phi y_t - \lambda i_t \quad (1.1)$$

e por

$$m_t^{s*} = p_t^* + \phi^* y_t^* - \lambda^* i_t^* \quad (1.2)$$

sendo que o asterisco indica que as variáveis se referem ao exterior. As equações (1.1) e (1.2) descrevem o equilíbrio nos mercados monetários doméstico e externo a partir dos estoques de moeda ofertados, determinados exogenamente; do nível de preços e, da função de demanda por saldos reais. Plihon (1991:53) ressalta que, neste modelo, os agentes econômicos detêm apenas a moeda nacional, sendo que

“os movimentos de arbitragem efetuam-se entre os ativos monetários nacionais, de um lado e, entre os ativos reais e financeiros domésticos e estrangeiros, de outro. Não há, portanto, substitutibilidade entre os ativos monetários domésticos e estrangeiros, mas há perfeita substitutibilidade entre ativos reais e financeiros domésticos e estrangeiros.”

O equilíbrio no mercado de bens está assegurado quando os preços dos bens, medidos em moeda comum, estiverem iguais à PPC. A hipótese da PPC é a seguinte:

$$s_t = p_t - p_t^* \quad (1.3)$$

sendo 'st' o logaritmo da variação da taxa de câmbio nominal. Se a PPC é válida, o logaritmo da taxa de câmbio real é uma constante (por exemplo, $q_t = 0$, com $q_t = s_t - p_t - p_t^*$). O preço mundial, p_t^* , é exógeno à economia nacional, sendo determinado pela oferta internacional de moeda. A oferta doméstica de moeda determina o nível de preços interno,

sendo a taxa de câmbio determinada pelas ofertas relativas de moeda. Substituindo-se as equações (1.1) e (1.2) na equação (1.3) obtém-se:

$$s_t = (m^s - m^{s*})_t - \phi y_t + \phi^* y_t^* + \lambda i_t - \lambda^* i_t^* \quad (1.4)$$

Essa é a equação de determinação da taxa de câmbio do modelo monetário com preços flexíveis. Infere-se diretamente desta equação que a taxa de câmbio irá se depreciar com um aumento da oferta de moeda e da taxa de juros domésticas (caso se considere que o aumento da taxa de juros doméstica estimula a entrada de capitais, a taxa de câmbio tenderá a se apreciar). Já um aumento da renda real doméstica, *ceteris paribus*, cria um excesso de demanda de moeda nacional e se traduz em uma apreciação da taxa de câmbio. Em outras palavras, um aumento da renda real gera um aumento na demanda por moeda. Para um dado estoque de moeda, o aumento da demanda por saldos reais só pode ser satisfeito por uma diminuição dos preços domésticos, o que leva a uma apreciação da moeda nacional devido à equação 1.3². O raciocínio é análogo para uma queda da taxa de juros. Assumindo que os coeficientes da demanda de moeda doméstica e externa são iguais ($\phi = \phi^*$, $\lambda = \lambda^*$), a equação (1.4) se reduz a:

$$s_t = (m^s - m^{s*})_t - \phi(y - y^*)_t + \lambda(i - i^*)_t \quad (1.5)$$

Assumem ainda os autores que a hipótese da paridade não coberta da taxa de juros é válida, ou seja, que o diferencial da taxa de juros interna e externa é igual à taxa de depreciação antecipada da moeda nacional ($E_{t+n}^e - E_t = i_t - i_t^*$). Logo, usando a letra “e” para representar as expectativas dos agentes econômicos formadas no tempo t, pode-se substituir $(i - i^*)$ por Δs_{t+1}^e na equação 1.5 para se obter:

²De acordo com Plihon (1991:54), se a ênfase for posta no aumento da propensão marginal a importar dado o aumento da renda real, tal como no modelo keynesiano, o resultado é que, *ceteris paribus*, haveria uma depreciação da moeda nacional devido ao crescimento induzido das importações.

$$s_t = (m^s - m^{s*})_t - \phi(y - y^*)_t + \lambda \Delta s_{t+1}^e \quad (1.6)$$

Ao refletir as expectativas de inflação dos agentes econômicos, a expectativa de variação da taxa de câmbio e a expectativa de variação no diferencial de taxa de juros são intercambiáveis nesse modelo. Pode-se relaxar a restrição de que a elasticidade da renda e da taxa de juros são iguais, obtendo-se:

$$s_t = (m^s - m^{s*})_t - \phi y_t + \phi^* y_t^* + \lambda \Delta s_{t+1}^e \quad (1.7)$$

Assumindo a hipótese de expectativas racionais, a generalização para frente de tal modelo é feita através de “lags distribuídos racionalmente” (Chrystal, 1983:72; Maddala, 1992:405; Macdonald & Taylor, 1992:26).

$$s_t = (m_t^s - m^{s*}) - \phi y_t + \phi^* y_t^* + \lambda s_{t+1}^e - \lambda s_t \quad (1.8)$$

$$\begin{aligned} E(s_{t+a}|t) &= E(m_{t+a}^s|t) - E(m^{s*}_{t+a}|t) - \phi E(y_{t+a}|t) + \phi E(y^*_{t+a}|t) \\ &\quad + \lambda E(s_{t+1+a}^e|t) - \lambda E(s_{t+a}|t) \end{aligned} \quad (1.9)$$

$$\begin{aligned} s_t &= (1 + \lambda)^{-1} \sum_{a=0}^{\infty} [\lambda/(1 + \lambda)]^a [(m^s - m^{s*})_{t+a}^e \\ &\quad + \phi y_{t+a}^e + \phi^* y_{t+a}^{*e}] \end{aligned} \quad (1.10)$$

na qual apreende-se que as expectativas estão condicionadas à informação no tempo t . A equação (1.10) torna claro que o modelo monetário, com expectativas racionais, tem sua solução baseada na expectativa do nível futuro da renda e da oferta de moeda.

Para Plihon (1991:54), a principal conclusão dos modelos monetários

“é que todo desequilíbrio da taxa de câmbio pode ser compensado por uma política monetária adequada, baseado no paradigma monetarista que postula que a esfera real da economia pode ser controlada pela esfera monetária.”

Entretanto, essa conclusão pode ser qualificada ao se especificar que o controle da política monetária pode influenciar a taxa de câmbio no curto prazo dado que, no longo prazo, a PPC é válida por hipótese de construção do modelo.

A verificação empírica não “aprovou” tais modelos (OCDE, 1985:142; Taylor, 1995). De acordo com Plihon (1991:55), a principal razão é a instabilidade da demanda por moeda, contrariamente ao pretendido pelos modelos. Além disso, o autor ressalta que estes modelos são baseados na perfeita substitutibilidade entre ativos financeiros e reais e têm como pano de fundo a hipótese da PPC, ambas muito restritivas. Embora a evidência empírica não tenha sido favorável a estes modelos,

“o principal mérito (de tais modelos) é apontar a importância das variáveis de estoque (ativos monetários e financeiros) e da sua relação com as variáveis de fluxo (renda principalmente) na determinação das taxa de câmbio.”
(Plihon, 1991:55)

b) O enfoque monetário com preços rígidos

Esta versão do enfoque monetário é também conhecida como o modelo de “ultrapassagem” (*overshooting*) da taxa de câmbio. Conforme Plihon (1991:60), a hipótese básica é que o mercado de ativos responde imediatamente a qualquer perturbação (em geral, um choque monetário sob a forma de uma expansão/retração monetária não esperada) enquanto que o mercado de bens responde lentamente devido à existência de rigidez nos preços. Trata-se, no entanto, de uma rigidez relativa dos preços entre os dois

mercados. Neste modelo, a determinação da taxa de câmbio de longo prazo segue a PPC, isto é, a evolução do câmbio é governada pelo diferencial de inflação entre os países.

“Ao longo do tempo a taxa de câmbio é determinada pela interação entre o mercado de bens e o mercado de ativos. Isso ocorre porque o nível de preços irá aumentar até atingir a expansão da quantidade nominal de moeda até que, no longo prazo, a expansão monetária seja exatamente contrabalançada por um aumento de preços de maneira que os saldos reais e as taxas de juros fiquem inalterados e a taxa de câmbio *spot* e futura se depreciem na mesma proporção do que o aumento na quantidade de moeda” (Dornbusch, 1990:318).

A curto prazo, o mercado de câmbio é dominado pelos movimentos de capitais.

“O efeito liquidez do aumento de moeda sobre a taxa de juros tem como contrapartida a depreciação imediata da taxa de câmbio *spot* que deve ser suficiente para que o estoque de ativos domésticos seja mantido. Neste sentido, a curto prazo, a taxa de câmbio é determinada pelo mercado de ativos” (Dornbusch, 1990:317).

Adota-se a condição da paridade não coberta da taxa de juros a fim de se explicar o movimento esperado da taxa de câmbio³. Uma vez que os preços relativos apresentam certa rigidez, eventuais mudanças na oferta de moeda afetariam a liquidez da economia e causariam movimentos nas taxas de juros domésticas.

Nestes modelos, Plihon (1991:61) resume a dinâmica de ajuste da seguinte forma:

³ Biasco (1987) demonstra que, se todas as informações disponíveis no mercado não estiverem incorporadas nos preços, o ajuste financeiro será gradual e não-instantâneo e, que o mercado de moeda não apresentará em equilíbrio contínuo.

“a curto prazo, um choque monetário sob a forma de uma expansão monetária, produz um excesso de liquidez, uma queda da taxa de juros doméstica; esta diminuição da taxa de juros interna, aliada à antecipação de uma depreciação da moeda nacional decorrente do excesso de liquidez, conduz a uma depreciação instantânea da taxa de câmbio que ultrapassa o seu valor de longo prazo, que deveria respeitar a PPC.”

Uma explicação mais clara da dinâmica de ajuste da taxa de câmbio é dada por Vasconcelos (1996). De acordo com o autor, no caso de uma diminuição da oferta nominal de moeda, dada a rigidez dos preços, há uma diminuição na oferta real de moeda. Posto que a demanda por moeda é estável, a taxa de juros deve se elevar para garantir o equilíbrio no mercado monetário. O aumento dos juros é responsável por um influxo de capitais e por uma conseqüente apreciação da taxa de câmbio. Embora os agentes saibam que a taxa de câmbio esteja sobrevalorizada em relação ao seu nível de equilíbrio de longo prazo, há um influxo de capital enquanto, na opinião daqueles, os rendimentos derivados dos juros elevados mais do que compensem as expectativas de perdas cambiais quando a taxa de câmbio corrente convergir para o seu valor de equilíbrio.

O influxo de capital cessará quando a condição da paridade não coberta da taxa de juros for satisfeita. A reversão no influxo de capitais ocorrerá devido ao aumento do hiato entre o valor da taxa de câmbio corrente e o valor da taxa de câmbio de equilíbrio de longo prazo e; devido à diminuição dos preços, que permite que o equilíbrio no mercado monetário se dê a uma taxa de juros decrescente. A diminuição da taxa de juros somada à expectativa de desvalorização cambial fariam com que a taxa de câmbio corrente não se detivesse no nível de equilíbrio de longo prazo⁴.

⁴Dornbusch & Fisher (1980) reintroduzem a conta corrente enquanto determinante importante da taxa de câmbio. “Nesse sentido, o mercado de ativos determina a taxa de câmbio em um ponto do tempo mas a conta corrente, via seus efeitos nas posições líquidas de ativos, determina o nível da taxa de câmbio ao longo do tempo” (1980:960). A conclusão é que há a “ultrapassagem” no modelo desenvolvido, não devido à rigidez dos preços, mas porque o nível de ativos externos de curto prazo é predeterminado.

Neste modelo, percebe-se que a taxa de juros tem o papel de garantir o equilíbrio, no curto prazo, no mercado monetário, de títulos e cambial. Pressupõe-se que a flexibilidade da taxa de câmbio compense, parcialmente, no curto prazo, a inefetividade dos preços em garantirem mercados equilibrados.

Uma limitação deste enfoque diz respeito à hipótese da perfeita mobilidade de capital. Baseada em Frenkel & Rodriguez, Krueger (1983:81) ressalta que a “ultrapassagem” da taxa de câmbio sobrevêm na presença de uma mobilidade de capital suficientemente alta; no caso da mobilidade de capital ser igual a zero, há a possibilidade do *undershooting* da taxa de câmbio. Este movimento é explicado, segundo a autora, pelo fato da baixa mobilidade de capital não satisfazer a hipótese de eficiência do mercado.

Os dois enfoques apresentados têm uma limitação em comum. Ambos assumem a hipótese de perfeita substitutibilidade entre ativos não-monetários domésticos e externos, embora considerem que as moedas sejam não-substituíveis entre si (MacDonald & Taylor, 1992:7; Taylor, 1995:42). Segundo MacDonald & Taylor (1992:7), por serem perfeitamente substituíveis, o mercado de ativos não-monetários doméstico e externo é agregado em um único mercado de títulos e excluído de uma análise direta pela aplicação da Lei de Walras.

c) O modelo de escolha de portfólios

A hipótese de perfeita substitutibilidade é relaxada nos modelos de escolha de portfólio. Recorrendo novamente às palavras de Plihon (1991:55), nestes modelos

“a economia mundial é considerada como um conjunto de mercados de ativos, sobretudo monetários e financeiros. Supõe-se que os operadores negociem nesses mercados com o objetivo de maximizar a utilidade obtida pelos seus portfólios. A evolução da taxa de câmbio responde a uma lógica

patrimonial: ela é o reflexo das arbitragens permanentes entre a troca de ativos no mercado, baseadas nos rendimentos e riscos relativos de cada conjunto de ativos.”

Baseado em Pentecost (1993:152), apresentamos um modelo simplificado para um país no qual os agentes econômicos não detêm moeda estrangeira, de acordo com as equações que se seguem:

$$M = \alpha (\rho, i, i^* + E^e) W \quad \text{com } \alpha_1 < 0; \alpha_2 < 0 \text{ e } \alpha_3 < 0 \quad (1.11)$$

$$B = \beta (\rho, i, i^* + E^e) W \quad \text{com } \beta_1 > 0; \beta_2 < 0 \text{ e } \beta_3 < 0 \quad (1.12)$$

$$EF = \gamma (\rho, i, i^* + E^e) W \quad \text{com } \gamma_1 < 0; \gamma_2 > 0 \text{ e } \gamma_3 > 0 \quad (1.13)$$

$$W = M + B + EF \quad \text{sendo } \alpha + \beta + \gamma = 1 \quad (1.14)$$

sendo M o estoque de moeda nacional; B a oferta de ativos domésticos; F a quantidade líquida de ativos em divisas estrangeiras; W a riqueza total; E a taxa de câmbio (o preço da moeda estrangeira em termos da moeda nacional); E^e a expectativa de desvalorização cambial; i e i^* são as taxas de juros doméstica e externa; ρ o prêmio de risco de detenção dos ativos domésticos. As equações (1.11), (1.12) e (1.13) descrevem as condições de equilíbrio nos mercados de bens, moeda e câmbio e a função comportamento dos três ativos à disposição dos agentes econômicos (moeda nacional, títulos nacionais e títulos estrangeiros). Da equação (1.14) apreende-se que a demanda por esses três ativos é uma função positiva da riqueza existente⁵.

Da equação 1.11 percebe-se que a demanda por moeda nacional diminui com o aumento da taxa de juros, enquanto que a demanda por títulos nacionais (equação 1.12) aumenta em função direta da taxa de juros nacional e diminui em função do prêmio de risco. Simetricamente, na equação 1.13, a demanda por títulos estrangeiros é função direta

⁵ “Supõe-se igualmente que as funções de demanda são homogêneas de grau 1 em relação a W , ou seja, toda variação relativa de W induz uma variação relativa idêntica de M, B, F .” (Plihon, 1991:56)

da taxa de juros externa e inversa do prêmio de risco. A equação (1.14) é a restrição orçamentária dos agentes econômicos, medida pela riqueza total. “A função F pode ser positiva ou negativa, dependendo se o país é um credor ou um devedor líquido em relação ao exterior” (Plihon, 1991:56). Combinando as equações (1.11) a (1.14) obtém-se:

$$E = f(\rho, i, i^* + E^e) W/F \quad (1.15)$$

sendo f uma função dos coeficientes das equações (1.11), (1.12) e (1.13). Caso os ativos domésticos e externos sejam considerados substitutos perfeitos, então o prêmio de risco deixa de existir ($\rho = 0$) e a hipótese da paridade não coberta da taxa de juros se torna válida ($E^e_{t+n} - E_t = i_t - i^*_t$). A equação (1.15) demonstra que a taxa de câmbio é uma variável determinada pelas variáveis que determinam o processo de escolha de portfólio entre os três ativos acessíveis aos agentes econômicos.

“Em outras palavras, a taxa de câmbio é o preço que assegura o equilíbrio nos diferentes mercados de ativos nacionais e estrangeiros. ... Um aumento da taxa de juros doméstica amplia a parte desejada da riqueza mantida na forma de títulos nacionais, diminui a demanda por moeda nacional e (a conseqüente entrada de capitais) conduz à apreciação da taxa de câmbio.”
(Plihon, 1991:57)

A entrada de capitais tenderia a gerar um superávit na conta capital e manteria a taxa de câmbio apreciada. Entretanto, a taxa de câmbio apreciada tenderia, paulatinamente, a incentivar as importações, gerando um déficit de balança comercial. Já uma queda da taxa de juros doméstica provocaria uma queda na demanda de títulos nacionais e um aumento na demanda por moeda nacional. Haveria uma saída de capitais correspondente à compra de títulos estrangeiros, o que levaria a uma depreciação da moeda nacional.

Nestes modelos, Plihon (1991:58) conclui que a determinação da taxa de câmbio de longo prazo

“resultaria de um processo de interação entre o mercado de fluxos e o mercado de estoques de ativos. ... As trocas de bens e serviços afetariam as taxa de câmbio via seus efeitos sobre a detenção de ativos estrangeiros.”

Ainda segundo o autor, uma inovação tecnológica em um país, por exemplo, reduziria a demanda por importações, o que melhoraria o saldo de conta corrente⁶. Para reestabelecer o equilíbrio do portfólio, os residentes no país iriam procurar reduzir seus haveres estrangeiros e aumentar sua posse de títulos nacionais. Haveria uma venda de títulos estrangeiros, o que levaria a um excesso de oferta de moeda estrangeira, levando a uma apreciação cambial.

Já a curto prazo, Plihon (1991:58) conclui que a determinação da taxa de câmbio se daria “a partir das condições prevalecentes no mercado de estoques de ativos.” Movimentos de capitais, “correspondendo a um ajuste marginal na composição dos portfólios, ocorreriam instantaneamente, face a uma política monetária restritiva, por exemplo.” Fica claro, segundo o autor, que o movimento do estoque de riqueza é mais importante do que o fluxo de riqueza associado à conta corrente, uma vez que o ajuste do primeiro é muito mais rápido do que o segundo.

Para Krueger (1983:84), o modelo de ajuste de portfólio tem seus limites ao abstrair os determinantes da renda real e da riqueza real doméstica, bem como de suas interações. Além disso, a autora considera insatisfatório o tratamento dado ao fluxo de

⁶Uma outra consequência de uma inovação tecnológica para a determinação da taxa de câmbio é ressaltada pelo “efeito Balassa” (Obstfeld, 1995:123 e Aghevli; Khan & Montiel, 1991:9). De acordo com esta explicação, um aumento no diferencial de produtividade entre o setor de bens “exportáveis” e “não-exportáveis” de um país devido a uma inovação tecnológica, seria responsável por uma apreciação da taxa de câmbio.

bens e serviços assim como a ausência de espaço para expectativas (como se depreende das equações (1.11) a (1.14)). Entretanto, o principal avanço deste enfoque, na visão de Plihon (1991:58),

“é fornecer uma visão mais ampla e rica do processo de formação da taxa de câmbio, devido, basicamente, à hipótese de risco diferenciado e imperfeita substituição entre ativos.”

c.1) O modelo de substituição entre moedas

O modelo de ajuste de portfólio relaxa a hipótese de perfeita substitutibilidade entre ativos não-monetários domésticos e externos, embora mantenha a hipótese de que as moedas são não-substituíveis entre si. Esta última hipótese é relaxada nos modelos de substituição entre moedas. Desta forma, a principal diferença com os modelos de escolha de portfólio é que a demanda por moeda deixa de ser função exclusiva da moeda nacional e passa a ser função de uma cesta de moedas. A necessidade de relaxar a hipótese de não-substitutibilidade entre moedas é justificada por McKinnon (1990:331). Para o autor

“as moedas nacionais (convertíveis) em um grupo de países industriais são altamente substituíveis na sua demanda, dependendo dos movimentos antecipados da taxa de câmbio. Essa substituição internacional de moeda desestabiliza a demanda por moedas nacionais ...”

Isto posto, torna-se necessário

“raciocinar em termos de uma demanda mundial de moeda, pois esta é estável enquanto que a demanda por moedas nacionais ... (é instável) devido ao comportamento de substituição entre moedas.” (Plihon, 1991:59)

A substitutibilidade não é, entretanto, homogênea. Nas palavras de Ghymers (1986:29) “existe uma força centrípeta de especialização que tende a concentrar espontaneamente a função monetária internacional em poucas moedas.” Essa força centrípeta é, portanto, responsável pelo surgimento de moedas internacionais que diferem das moedas nacionais pelo poder que possuem de saldar transações denominadas em qualquer outra moeda.

A causa desta força centrípeta está calcada na existência de países hegemônicos, cujas características tornam suas moedas superiores às demais. O poder econômico e político destes países garantem segurança, credibilidade, estabilidade e liquidez às suas moedas, o que lhes assegura uma dimensão internacional ao fazer com que sejam demandadas em escala mundial. Essa diferenciação entre países e suas moedas é a base do conceito de “hierarquia entre moedas” de Aglietta (1986).

Esta assimetria entre as moedas surge da diferenciação entre as moedas de países credores e de países devedores no cenário internacional. Países credores no cenário internacional são aqueles que possuem maior quantidade de ativos de outros países do que estes possuem do país em questão. Este fator, aliado ao poder econômico e político, bem como determinado pelo contexto histórico, permite que as moedas dos países credores tornem-se dominantes nos fluxos de capitais internacionais, fortalecendo a supremacia dos países que as possuem. A hierarquia de moedas nada mais é, portanto, do que

“as diferenças de influências monetárias dos países emitentes das principais divisas sobre a tensão entre credores e devedores que se produz em um sistema de crédito não controlado” (Aglietta, 1986:83).

De maneira geral, as moedas dos países que possuem uma posição de credor internacional usufruem de características especiais que as possibilitam serem demandadas internacionalmente. Cria-se uma situação de “habitat preferido” entre as principais moedas internacionais no sentido de que os agentes econômicos detentores de portfólios

plurimonetários apresentam preferências por determinadas moedas quando seu objetivo é segurança, estabilidade, credibilidade e liquidez. A consequência é a existência de uma hierarquia entre as moedas no âmbito internacional.

Decorre da hierarquia entre moedas o fato de que as moedas não são substitutas perfeitas entre si. Ou seja, para que os agentes econômicos aceitem adquirir uma moeda que não seja tida como sendo de “primeira linha” (as moedas internacionais por excelência), deve existir algum incentivo extra que justifique tal opção. Logo, a demanda por moedas nacionais reflete as escolhas dos agentes econômicos no que tange à constituição de seus portfólios plurimonetários, baseadas nos rendimentos e riscos relativos de cada uma.

Neste sentido, as moedas dos países hegemônicos seriam consideradas de “primeira linha” enquanto que as moedas dos demais países seriam tidas como de “segunda linha”, implicando na necessidade de que os ativos denominados nestas moedas incorporem um prêmio de risco para se tornarem atrativos no mercado internacional.

Para que uma moeda de “segunda linha” se torne interessante, é necessário que os rendimentos por ela proporcionados superem os riscos relativos à sua detenção. Deve haver um prêmio de risco que justifique uma escolha do tipo *second best* em termos de segurança e liquidez. Este prêmio é denominado de “prêmio de risco da moeda” (*currency risk premium*).

Cumpramos ressaltar que, mesmo entre as moedas de segunda linha, deve ser considerada a existência de uma hierarquia entre elas, oriunda das inserções diferenciadas dos países possuidores destas moedas no cenário internacional⁷. Embora sejam países detentores de moedas de “segunda linha”, países pertencentes à América Latina, ao sudeste asiático e ao Sistema Monetário Europeu (exceto a Alemanha), por exemplo, têm

⁷Agradeço ao Prof. Mario Presser por ressaltar a importância desta questão.

uma inserção diferenciada na dinâmica econômica mundial, o que faz com suas moedas apresentem riscos diferenciados entre elas. A inserção dos países do Sistema Monetário Europeu e do sudeste asiático, por exemplo, não se resume a fluxos monetários e financeiros, uma vez que são alvo de investimentos diretos de empresas privadas e possuem sólidos fluxos comerciais com seus parceiros, sobretudo no caso dos países do Sistema Monetário Europeu. Países da América Latina, por sua vez, têm sua inserção determinada, principalmente, pelos fluxos monetários e financeiros. Estas diferentes inserções significam que a magnitude do prêmio de risco é menor para as moedas dos países do Sistema Monetário Europeu e do sudeste asiático e que, portanto, o impacto deste prêmio para a estabilidade econômica interna é menor do que para os países da América Latina.

Enfatizando o que já foi exposto, o resultado desta inserção diferenciada pode ser percebida no valor do prêmio de risco que deve ser embutido nos ativos denominados na moeda nacional para que os agentes econômicos internacionais aceitem deter estes ativos em seus portfólios. Os países da América Latina, pela sua inserção específica (e para muitos analistas, precária), deve conceder um prêmio de risco mais elevado do que os demais. As implicações deste processo para a sustentabilidade de um programa de estabilização com âncora cambial serão discutidas com maiores detalhes no capítulo três.

1.3 Determinação das taxas de câmbio em um contexto de globalização financeira

No item anterior, procurou-se sintetizar a evolução e os avanços na compreensão da dinâmica da taxa de câmbio. Entretanto, a verificação empírica dos modelos apresentados foi decepcionante, como apontam, por exemplo, o trabalho da OCDE (1985) e MacDonald & Taylor(1992). As características dos anos 80 e 90 se mostraram bem mais

complexas para a análise da determinação da taxa de câmbio do que a simples incorporação dos movimentos internacionais de capital feita pelos modelos dos anos 70.

Na visão de Plihon (1995:1), pode-se considerar que uma característica marcante da economia mundial nas últimas décadas é o aumento da instabilidade das relações monetárias e financeiras internacionais. Este aumento da instabilidade sistêmica está diretamente ligado ao processo de globalização financeira, processo este que permite que a especulação tenha um papel crescente na dinâmica financeira internacional, tornando o sistema financeiro internacional um mercado monetário único, inter-ligado em nível mundial (devido aos avanços no campo da telemática), funcionando ininterruptamente.

A origem do processo de globalização é explicada, segundo Oliveira-Martins & Plihon (1990), pela necessidade de financiamento dos desequilíbrios mundiais de Balanço de Pagamentos. A crescente utilização dos mercados financeiros internacionais no financiamento dos desequilíbrios nos Balanços de Pagamento foi um dos elementos que favoreceu não só o surgimento, mas também o desenvolvimento do processo de globalização. Além disto, os governos nacionais tiveram um outro papel importante no desenvolvimento deste processo ao efetuar a desregulamentação das operações financeiras, aumentando consideravelmente a mobilidade internacional do capital.

De acordo com o trabalho do Cebrap/Pnud (1994), o ambiente de maior instabilidade cambial e inflacionária decorrente do choque do petróleo de 1973, da crise de oferta do primeiro mundo (reestruturação produtiva e políticas de *stop and go*), e da virtual “ausência” de um regime monetário internacional calcado em regras e acordos comuns, devido ao fim do Acordo de Bretton Woods, fez com que o endividamento dos países do terceiro mundo durante a década de 70 se desse com base em um sistema de taxas de juros flutuantes, repactuados periodicamente. Este

“mecanismo das taxas de juros flutuantes, juntamente com a proliferação de centros *off-shore*, permitiu caracterizar os anos 70 como um período de intenso processo inovativo no sistema financeiro internacional, tendo os bancos como agentes principais” (Cebrap/Pnud, 1994:58)

Ainda de acordo com o referido trabalho, a evolução do SMI, na década de 80, pode ser considerada como um aprofundamento do processo de inovação financeira. Este processo permitiu, ao mesmo tempo, que os agentes econômicos se protegessem dos riscos decorrentes da instabilidade financeira, como também contribuiu para o aumento desta instabilidade (Goodhart, 1994). A intensificação do processo de inovação financeira, ao longo dos anos 80, representou a busca de alternativas face à diminuição da liquidez internacional, ocasionada pela adoção de uma política monetária contracionista pelos Estados Unidos no início dos anos 80. Como exemplo do aumento do processo de inovação financeira, temos o grande crescimento do mercado de derivativos (*swap's*, opções e futuros) (Cebrap/Pnud, 1994:cap. 4).

Em síntese, os processos de inovação, liberalização e desregulamentação financeiras, o grande desenvolvimento dos mercados secundários, as mudanças no setor bancário face aos processos apontados e à crise da dívida, são características da dinâmica financeira internacional nos anos 80 e 90 (Frankel, 1993; Cebrap/Pnud, 1994). O resultado destas mudanças foi o aumento da instabilidade nos mercados financeiros internacionais, com impactos diretos sobre a dinâmica das taxas de juros e da taxa de câmbio (Aglietta, 1995)⁸.

Os aspectos positivos dos processos de desregulamentação, liberalização e internacionalização seriam oriundos da maior flexibilidade do mercado financeiro. Esta

⁸Para Goodhart (1994), as mudanças no sistema financeiro não são particularmente preocupantes no que tange à estabilidade econômica. A questão preocupante para o autor é a efetiva capacidade de regulação das Autoridades Monetárias, que não estão suficientemente aptas a interpretar corretamente os sinais do mercado nem a controlar os riscos adequadamente.

flexibilidade permitiria maior opção de ativos, maior facilidade e menor custo na obtenção recursos externos, uma administração mais eficiente e segura dos riscos financeiros e maior liquidez no mercado de títulos⁹(Cebrap/Pnud, 1994:62).

Entretanto, uma consequência direta, senão a mais importante, do processo de globalização financeira é

“o aumento das possibilidades de arbitragem, tornando a resposta dos agentes econômicos mais rápida e mais eficaz a diferenciais de preços, de impostos e de regulamentações. Os mercados financeiros tendem a se integrar cada vez mais, processo que se torna possível com as inovações tecnológicas que reduziram os custos de comunicação e de manejo da informação. ... O principal resultado (desta nova dinâmica financeira internacional) é o fortalecimento dos processos especulativos e o aumento da instabilidade financeira através da maior volatilidade dos preços dos ativos,” (Cebrap/Pnud, 1994:62-3)

Esta nova dinâmica financeira internacional tem impactos consideráveis para a estabilidade econômica. Diferenciais de juros, por exemplo, podem dar início a intensos processos de arbitragem¹⁰ entre diferentes mercados. Tais processos de arbitragem, dependendo do impacto causado sobre a taxa de câmbio e as reservas cambiais da Autoridade Monetária de um país, podem dar origem a processos especulativos contra a própria taxa de câmbio. O potencial instabilizador deste processo está ligado ao montante crescente de capitais privados transnacionais passíveis de especular contra determinada

⁹De forma irônica, Aglietta (1995:3) aponta: se “(a) liberalização financeira melhora a alocação de recursos na economia, o que é bom para o crescimento e o bem-estar, logo a liberalização financeira só tem virtudes”.

¹⁰Por arbitragem deve-se entender a transferência não-especulativa de fundos entre diferentes mercados com o objetivo de se aproveitar de diferenciais de juros, câmbio ou de preços. Trata-se de um movimento não-especulativo já que o arbitragista só opta por transferir seus recursos se este souber, com exatidão, os preços prevalentes nos diferentes mercados.

moeda, montante este, diversas vezes superior às reservas do conjunto das Autoridades Monetárias dos países.

Incorporar a crescente mobilidade e volume dos capitais privados transnacionais, bem como a existência de uma hierarquia entre moedas, parece ser de fundamental importância para a determinação da taxa de câmbio¹¹. Entretanto, para que a dinâmica atual da taxa de câmbio possa ser explicada de forma mais acurada, torna-se necessário analisar os participantes do mercado cambial.

Um estudo sobre os determinantes do comportamento da relação marco-dólar de 1973 a 1988 foi realizado por Schulmeister (1988). O autor mostra que o padrão dos movimentos diários da taxa de câmbio indica que “sequências de valorizações e desvalorizações, interrompidas por flutuações erráticas, são típicos da dinâmica da taxa de câmbio no curto prazo” (Schulmeister, 1988:343). Durante o período de valorização do dólar, entre 1980 e 1985,

“a taxa de câmbio se moveu em uma sequência de valorizações e desvalorizações (em movimentos monotônicos ou ‘quase’ monotônicos), às vezes interrompidos por oscilações em torno de um nível constante.”
(Schulmeister, 1988:344)

O autor obteve dois resultados importantes.

¹¹Em uma outra linha de pesquisa, que extrapola os limites deste trabalho, procura-se incorporar os determinantes microeconômicos da determinação cambial. Aliber (1993) aponta para os efeitos da denominação das dívidas de uma empresa, pois esta escolha, além de afetar o nível e a variabilidade das receitas das empresas devido às perdas e ganhos no mercado cambial, pode ter um papel explicativo na dinâmica da taxa de câmbio. Fitoussi & Le Cacheux (1992) ressaltam o efeito causado pela volatilidade da taxa de câmbio e pelas mudanças na política econômica dos principais países do mundo na formação de preços, via a alteração dos custos financeiros para as empresas. Já em De Grauwe et al. (1993), os autores procuram demonstrar como evolução da taxa de câmbio pode descrever dinâmicas caóticas, considerando-se a existência de agentes heterogêneos e informação assimétrica. Nestes modelos, qualquer alteração mínima nas condições iniciais pode resultar em grandes alterações na dinâmica da taxa de câmbio. Se dinâmicas caóticas podem representar a evolução da taxa de câmbio, então o efeito de variáveis reais (estoque de moeda, por exemplo) é imprevisível e obscuro.

“- A apreciação do dólar entre 1980-85 deveu-se à maior duração dos movimentos de valorização, em média 2,6 dias maiores do que os de desvalorização. ... De forma similar, a desvalorização do dólar, após 1985, foi, basicamente, devida à maior duração dos movimentos de depreciação do que à dos contra-movimentos de valorização. Este padrão contradiz, diretamente, a hipótese de equilíbrio sob expectativas racionais. Se a volatilidade da taxa de câmbio fosse causada por mudanças no nível de equilíbrio esperado devido a ‘novidades’, isto provocaria um ajustamento instantâneo de preços e não um ajustamento contínuo.

- Grande parte da valorização e da desvalorização do dólar foi levada a cabo por poucos, mas duradouros, movimentos: 21,1% dos movimentos ascendentes foram responsáveis por 81,2% da apreciação total e 13,3% dos movimentos descendentes produziram 73,3% da depreciação global. A razão para tal concentração reside em um fato extremamente importante: o movimento da taxa de câmbio tende a ser mais abrupto quanto maior for a sua duração.

Como esse processo fásico de valorização e desvalorização pode ser explicado em função do comportamento dos participantes do mercado? Mais especificamente, que grupos de agentes influenciam o processo de determinação da taxa de câmbio?” (Schulmeister, 1988:344)

Frankel & Froot (1993b) respondem a esta questão ao considerar a existência de três grandes categorias de agentes atuantes no mercado cambial: a) os operadores “finais” (ou *fundamentalists*), que tomam suas decisões em função dos *economic fundamentals*¹² e são responsáveis pela manipulação de fluxos de divisas; b) os “negociadores” (*chartists* ou *traders*), que possuem um horizonte de curto prazo, se aproveitando de qualquer possibilidade de ganho de capital ao antecipar os movimentos da taxa de câmbio. Tais

¹² *Economic fundamentals* devem ser entendidos como sendo as variáveis econômicas relevantes para as decisões dos agentes econômicos (quantidade de moeda, taxa de juros, nível de inflação, nível de produto e renda, etc).

agentes participam do mercado cambial manipulando estoques de ativos, e; c) os “administradores de portfólios” (*portfolios managers*), que atuam comprando e vendendo ativos externos, agindo de acordo com o que acham que seja a média das previsões de “negociadores” e operadores “finais”, determinando a efetiva evolução da taxa de câmbio¹³.

A distinção entre os agentes econômicos que participam do mercado cambial proposta pelos autores é justificada pelas conclusões de certos estudos que demonstram que as expectativas dos agentes que atuam no mercado cambial são heterogêneas (Frankel, 1993; Ito, 1993a; Frankel & Froot, 1993a; 1993b; 1993c; Biasco, 1987). A heterogeneidade das expectativas, ao permitir a distinção dos agentes que atuam no mercado cambial, é um fator que enriquece a explicação da dinâmica da taxa de câmbio. Por considerarmos que a distinção entre os agentes econômicos proposta por Frankel & Froot (1993b) interessante e enriquecedora para os objetivos do capítulo, apresentar-se-á a visão dos autores com maior profundidade.

De acordo com a distinção proposta pelos autores, os agentes econômicos definidos como operadores “finais” têm um horizonte de atuação de longo prazo. Para estes agentes, ligados em geral ao comércio internacional, a taxa de câmbio evolui para o seu nível de equilíbrio de longo prazo que, embora possa se alterar com o passar do tempo, deve obedecer à PPC. Esta dinâmica pode ser explicada ao se adotar a hipótese de expectativas regressivas (*regressive expectations*), representadas como se segue:

$$s_{t+1}^e = (1 - \xi)s_t + \xi \bar{s}_t \quad (1.16)$$

ou

$$\Delta s_{t+1}^e = -\xi (s_t - \bar{s}_t) \quad (1.17)$$

¹³Harvey (1991) fornece uma visão pós-keynesiana da determinação da taxa de câmbio baseado na distinção entre os agentes com horizonte de curto e médio prazos, no conceito de incerteza, tempo histórico e irreversibilidade das decisões. A dinâmica cambial resultante é similar à dinâmica a ser apresentada.

na qual \bar{s}_t é a taxa de câmbio de equilíbrio de longo prazo e ξ é a velocidade na qual espera-se que a taxa de câmbio atual (s_t) retorne ao seu nível de equilíbrio.

Em relação à formação das expectativas dos operadores “finais”, Ito (1993a) aponta que uma distinção se faz necessária entre as expectativas de exportadores e importadores. Seu objetivo é ressaltar a heterogeneidade de expectativas presentes no mercado cambial. Segundo o autor, os exportadores tendem a esperar a depreciação da moeda nacional enquanto que os importadores esperam que a moeda nacional se aprecie. Tal dinâmica obedeceria à hipótese de expectativas desejadas (*wishful expectations*). Utilizando-se de um trabalho econométrico próprio, o autor aponta que à medida que o horizonte de previsão aumenta, os exportadores apresentam um viés crescente para a depreciação do câmbio enquanto que os importadores têm um viés crescente para a apreciação da taxa de câmbio, demonstrando que o desejo de uma taxa de câmbio mais favorável influencia a previsão de exportadores e importadores. Entretanto, uma vez que a formação de expectativas de exportadores e importadores apresenta um viés simétrico, o autor considera que a expectativa média da evolução da taxa de câmbio dos operadores “finais” se mantém não-viesada¹⁴.

Já os “negociadores”, na visão de Frankel & Froot (1993b), têm um horizonte de curto prazo pois baseiam suas decisões não nos *fundamentals*, mas na extrapolação da tendência de valorização ou desvalorização da taxa de câmbio em determinado período. Ou seja, se a taxa de câmbio apresenta uma tendência à depreciação, estes agentes esperam que a tendência se mantenha. Tal lógica de atuação é explicada pela hipótese de

¹⁴É necessário se considerar que a previsão do valor futuro da taxa de câmbio pode se revelar viesada quando analisada *ex post*. Este fenômeno, conhecido como *peso problem*, ocorre quando as previsões sobre o valor futuro da taxa de câmbio incorporam uma pequena probabilidade de *crash* das paridades. Se o *crash* não ocorre, a taxa de câmbio *ex post* pode se apresentar viesada. Assim sendo, a análise a respeito do viés ou não nas previsões de determinados agentes econômicos deve levar em conta a possibilidade de um *peso problem*.

expectativas extrapolativas (*extrapolative expectations*) e pode ser representada da seguinte forma:

$$\Delta s_{t+1}^e = -g \Delta s_t \quad (1.18)$$

na qual Δs_t é a mudança observada mais recente no logaritmo da taxa de câmbio. O coeficiente g indica o papel das expectativas na evolução da taxa de câmbio: com $g > 0$, a especulação é estabilizadora; com $g = 0$, as expectativas são estáticas e; com $g < 0$, a especulação é desestabilizante já que a expectativa de depreciação cambial no período $t+1$ é maior do que no período t .

Para Frankel & Froot (1993a;b), a evolução da taxa de câmbio pode ser considerada como sendo determinada pelos “administradores de portfólios”, que se baseiam na média ponderada do que consideram ser as expectativas de “negociadores” e operadores “finais”. Assim sendo,

“a taxa esperada de depreciação se altera com o passar do tempo, não necessariamente devido a qualquer alteração nas expectativas de *chartists* ou *fundamentalists*, mas devido à mudanças de peso atribuídas a ambos pelos *portfolio managers*, que são os agentes que tomam posições no mercado e determinam a taxa de câmbio” (Frankel & Froot, 1993:297).

Formalmente temos:

$$\Delta s_{t+1}^m = \omega_t \Delta s_{t+1}^f + (1 - \omega_t) \Delta s_{t+1}^e \quad (1.19)$$

na qual Δs_{t+1}^m é a mudança da taxa de câmbio esperada pelos “administradores de portfólios”; Δs_{t+1}^f e Δs_{t+1}^e são a mudança da taxa de câmbio esperada pelos “negociadores” e operadores “finais”, respectivamente, e; ω_t é o peso dado às expectativas

dos operadores “finais”. Posto que as expectativas destas três classes de agentes é que vão determinar a evolução da taxa de câmbio, pode-se representar a determinação da taxa de câmbio da seguinte maneira:

$$s_t = c\Delta s_{t+1}^m + z_t \quad (1.20)$$

na qual s_t é o logaritmo da taxa de câmbio *spot*; Δs_{t+1}^m a taxa de depreciação da taxa de câmbio esperada pelo mercado (pelos “administradores de portfólio”) e z_t representa outros determinantes (por exemplo, a oferta de ativos domésticos, ativos externos, diferencial de juros, entre outros). A equação (1.20) demonstra que, além dos determinantes usualmente apontados pelos modelos tradicionais, os modelos atuais de determinação da taxa de câmbio devem incorporar o papel desempenhado pelas expectativas dos diferentes agentes econômicos que participam do mercado cambial.

Das equações (1.19) e (1.20) depreende-se que na determinação da taxa de câmbio a questão central é saber

“como formar expectativas sobre as expectativas dos demais agentes, uma vez que o preço de mercado representa o produto agregado destas expectativas individuais” (Schulmeister, 1988:354).

Considerar a média ponderada das expectativas dos “negociadores” e dos operadores “finais” significa constatar que os “administradores de portfólio” levam em consideração o que julgam ser a opinião média do mercado. Não significa, entretanto, que os “administradores de portfólio” formem suas expectativas de forma homogênea. A diversidade de pesos atribuída aos “negociadores” e aos operadores “finais” é resultante do próprio desconhecimento dos “administradores de portfólio” acerca das diferentes opiniões dos demais “administradores de portfólio”. No entanto,

“esta análise não é nova; ela foi formulada por Keynes que definiu, precisamente, a especulação como sendo ‘a atividade que consiste em prever a psicologia do mercado’.” (Plihon, 1991:67)

Em um ambiente marcado pela incerteza, na qual os agentes procuram “prever a psicologia do mercado”, copiar decisões de outros agentes pode ser um comportamento racional, caracterizando, nos termos de Plihon (1991:67), um processo mimético. Para o autor, em uma situação de incerteza, o mimetismo seria um comportamento racional para os agentes que operam no mercado cambial ao permitir que tais agentes se aproveitem das decisões e de informações disponíveis aos operadores considerados melhor informados. De acordo com este comportamento,

“se face a um novo dado econômico, financeiro ou político, a expectativa de alguns *dealers* importantes do mercado for de valorização da moeda ‘a’, eles comprarão essa divisa, ocasionando sua valorização. Uma vez que tal movimento tomasse dimensão, mais *dealers* seriam atraídos pelo movimento inicial” (Miranda, 1992:299),

caracterizando o efeito *bandwagon*. Ou seja, tal efeito pode ser explicado pela imitação das decisões dos agentes maiores e considerados melhor informados que é feita pelos agentes menores e que se consideram menos informados.

Entretanto,

“quanto maior a duração do movimento de apreciação, maior a possibilidade dos agentes envolvidos tomarem contra-posições em relação a moeda ‘a’ ” (Miranda, 1992:300),

resultando no fenômeno *cash in*. Nesta situação, ao anteciparem um movimento da taxa de câmbio na direção contrária, os agentes mais importantes realizariam os seus ganhos e liquidariam suas posições. De acordo com o comportamento mimético dos agentes, os agentes menores, baseados nas decisões dos agentes mais importantes, imitariam as escolhas feitas pelos primeiros, reforçando o fenômeno *cash in*.

Expectativas heterogêneas e a possibilidade de “contágio mimético” das previsões podem explicar a ocorrência de bolhas especulativas no mercado cambial. Isto porque, segundo Plihon (1991:68), quando formam suas expectativas, os agentes têm a escolha entre comprar uma informação que considerem ser relevante para a antecipação do movimento da taxa de câmbio (supondo que exista uma informação ‘pronta’ e à venda) ou obtê-la diretamente pela observação do preço do mercado.

Caso a informação não exista enquanto “mercadoria”, a única alternativa viável pode ser a antecipação do movimento da taxa de câmbio pela observação das escolhas dos demais agentes econômicos, já que se supõe que as escolhas destes agentes incorporem informações relevantes. Verificar-se-ia, portanto,

“uma situação de imitação generalizada, na qual cada agente copia os demais por acreditar que estes detêm alguma informação adicional. O resultado é que nenhum agente está realmente bem informado e o preço que se forma reflete apenas a ‘psicologia do mercado’ e não contém nenhuma informação relevante.” (Plihon, 1991:68)

Ainda segundo o autor, tal processo torna-se uma profecia auto-realizável, haja visto que a evolução da taxa de câmbio vai se confirmar mesmo se afastando cada vez mais do seu nível de equilíbrio. Nos termos da equação (1.18), a ocorrência de um efeito *bandwagon* significa que o coeficiente g é menor do que 0 e que a expectativa de valorização da taxa de câmbio no período $t+1$ é maior do que a sua valorização no

período t. Tal movimento seria desestabilizante uma vez que permitiria o surgimento de bolhas especulativas no mercado cambial.

A existência de agentes heterogêneos atuantes no mercado cambial, que apresentem diferentes “pesos”, ou seja, operadores que detenham maior volume de recursos, que possuam maiores influências políticas e que atuem em diversos mercados, pode acrescentar um fator importante na explicação das bolhas especulativas.

Por terem mais a perder caso antecipem erradamente a evolução da taxa de câmbio (dado a magnitude dos recursos mobilizados), os agentes com maior “peso” podem ter um estímulo em influenciar as opiniões do mercado até que uma posição que lhes seja favorável seja atingida, ao fazerem com que os demais operadores acreditem que possuem mais informações do que realmente têm. Em outras palavras, significa que as escolhas dos maiores agentes atuantes no mercado cambial, “administradores de portfólios” em geral, nos termos definidos acima, podem servir como referência para as opções e alternativas à disposição de operadores menores. O ponto central do argumento reside, basicamente, no papel desempenhado pelas características específicas, tais como tamanho e poder, dos maiores operadores. Por exemplo, caso o financista G. Soros utilize vários milhões de dólares, pertencentes a um fundo por ele administrado, na compra de determinada moeda, operadores menores podem copiar a opção feita pelo primeiro. Tal atitude é motivada pela segurança (relativa) que é dada pelo tamanho e poder do maior operador. Em um ambiente marcado pela incerteza, a lógica por detrás das atitudes dos agentes menores indica que, dado o volume de recursos mobilizados pelo maior operador, este deve ter “um bom motivo” para ter optado por determinada escolha, já que não se arriscaria desnecessariamente, haja visto as perdas que teria como decorrência de uma antecipação equivocada da evolução da taxa de câmbio, por exemplo.

Ao perceberem esta dinâmica, os maiores agentes poderiam estimular um processo de profecia auto-realizável, comprando determinada moeda quando sua apreciação lhes

fosse proveitosa e vendendo-a quando sua depreciação lhes fosse interessante. A evolução verificada da taxa de câmbio seria próxima à desejada pelos maiores agentes devido ao comportamento mimético dos menores agentes em relação aos maiores.

Em relação à análise técnica que é feita pelos “negociadores” na tentativa de antecipar os movimentos da taxa de câmbio, Schulmeister (1988:347) ressalta que esta baseada nos componentes sistemáticos do comportamento da série de preços. Esta análise técnica, ao indicar o momento de comprar e vender ativos e divisas, não apenas pode explicar em alguma medida a instabilidade de curto prazo da taxa de câmbio como também permite testar a hipótese de eficiência do mercado. Uma maneira de se obter esses resultados é através dos modelos estruturais para séries temporais (Fava, 1995). Segundo a autora, no enfoque estrutural de séries temporais, supõe-se que as observações são geradas por componentes de tendência, sazonalidade, ciclo e por um componente aleatório. Ou seja, os modelos estruturais são aqueles cujas variáveis explicativas são os componentes de tendência (que representa os movimentos de longo prazo em uma série), ciclo (representando o movimento oscilatório em torno da tendência de longo prazo) e sazonalidade (representando a parte da série que, quando extrapolada, repete-se dentro de um período de tempo e tem média zero nesse período). A maneira utilizada pela autora para representar os modelos estruturais é a seguinte:

$$y_t = \mu_t + \gamma_t + \psi_t + \varepsilon_t \quad (1.21)$$

na qual: μ_t = tendência

γ_t = sazonalidade

ψ_t = ciclo

ε_t = componente aleatório¹⁵

¹⁵Se Y_t estiver expresso em logaritmo, o modelo será multiplicativo no que diz respeito à série original.

A aplicação dos modelos estruturais para séries temporais permite concluir que a condição de eficiência do mercado não pode ser aceita. Esta conclusão é compartilhada por Schulmeister (1988:352); MacDonald & Taylor (1992:34) e por Glickman (1994). Segundo os autores, a forma fraca da condição de eficiência de mercado implica em que os preços passados não contêm nenhuma informação que pode ser aproveitada no presente. Uma vez que o ganho da especulação cambial baseada no modelo descrito provém da análise técnica baseada na exploração do valor passado da taxa de câmbio, é lícito concluir que os mercados são não-eficientes. Além disso, Glickman (1994) aponta que a informação financeira, por apresentar um caráter dual (primeiro, por ser potencialmente relevante para a compreensão das condições econômicas subjacentes ao mercado e, segundo, como sugestiva da possibilidade de mudanças de comportamento dos participantes do mercado), necessita que seja interpretada pelos participantes do mercado. Dado que os agentes são heterogêneos, há uma diversidade de “pesos” atribuídos às informações e de tempo na assimilação da informação, resultando em diferentes interpretações do que seria a mesma “informação” (Biasco, 1987). Logo, a hipótese de eficiência do mercado, que considera apenas a velocidade de resposta do mercado à determinada informação, não pode ser aceita já que pelo fato da informação não ser única (devido à multiplicidade de interpretações), não se pode considerar que toda informação passada é aproveitada no presente.

1.4 Conclusões

A dinâmica do SMI nos anos 90 indica como imprescindível a incorporação de novos elementos à teoria da determinação da taxa de câmbio. Agentes heterogêneos, risco diferenciado entre os ativos, níveis elevados de capital especulativo, desregulamentação e liberalização financeira, desenvolvimento tecnológico, a hierarquia entre moedas, são alguns dos fatores que devem ser explicitados quando se procura explicar o movimento da taxa de câmbio, quer no curto, quer no longo prazos.

Incorporar estes elementos implica em não considerar os modelos de determinação da taxa de câmbio como universais: tais modelos devem levar em conta as características tempo e lugar. A realidade econômica nacional e internacional está em constante mudança, o que acarreta a revisão de certos pressupostos nos quais se baseiam estes modelos. Entretanto, não basta constatar que a realidade está em constante mudança, posto ser este um aspecto sempre verdadeiro. A grande diferença dos anos 90 é a constatação de que certos supostos utilizados nos modelos tradicionais limitam em muito o poder explicativo e preditivo dos modelos (por exemplo, agentes homogêneos e perfeita substitubilidade entre moedas). Considerar que os agentes são heterogêneos e que existe uma hierarquia entre moedas é fundamental para a explicação da dinâmica da taxa de câmbio nos dias atuais.

Como já foi apontado, a evolução da taxa de câmbio é fortemente condicionada pelas decisões dos diferentes agentes econômicos que atuam no mercado cambial. Assim sendo, a interação dos movimentos de *bandwagon* e *cash in* seriam responsáveis pelos movimentos de apreciação ou depreciação da taxa de câmbio. Miranda (1992:300) aponta que tais movimentos seriam duradouros se variáveis reais (por exemplo, *fundamentals*) e financeiras (diferencial de taxas de juros, inflação) moldassem um viés de médio prazo a favor (ou contra) de uma moeda, influenciando posições de portfólio. Os movimentos seriam conjunturais quando houvesse “um *currency game* com objetivos de se usufruir de rendimentos de curto prazo” (Miranda, 1992:300), ou seja, quando

“variações dos preços das divisas em que são denominados os ativos plurimonetários” condicionassem “perdas e lucros de curto prazo.” (Miranda, 1992:299)

Ainda segundo Miranda (1992:303), os movimentos de curto prazo da taxa de câmbio iniciariam-se com base principalmente nos ativos de especulação.

“Se a médio prazo esse movimento tornar-se-ia dominante ou não dependeria da elasticidade das expectativas dos agentes e da troca de temporalidade dos ativos dos grandes detentores de portfólios plurimonetários.”
(Miranda, 1992:303)

No curto prazo, a determinação da taxa de câmbio estaria cada vez mais determinada pela lógica de atuação dos “negociadores” (e pelo peso conferido pelos “administradores de portfólios” às suas previsões), ressaltando a importância dos determinantes financeiros em detrimento dos *economic fundamentals*. Tal característica causa uma grande volatilidade da taxa de câmbio no curto prazo pois faz com que

“a cada ‘novidade no mercado’, ou a qualquer mudança de expectativa em relação aos *fundamentals* da economia internacional e à política econômica dos Estados Unidos, da Alemanha e do Japão, desencadeiam-se modificações na composição e no tamanho dos portfólios que afetam o curso corrente do câmbio. A extensão e a duração do processo dependeria, ... , das elasticidades das expectativas dos agentes envolvidos. ... Quanto mais elásticas as expectativas, maiores seriam as possibilidades de variações cambiais.”
(Miranda, 1992:293)

Dentro desta dinâmica, as políticas macroeconômicas nacionais, que busquem o equilíbrio interno e externo, podem se ver destinadas ao fracasso se uma especulação cambial contra a moeda nacional ocorrer, posto que o volume dos capitais internacionais é várias vezes superior aos recursos disponíveis pela Autoridade Monetária de um país. Rigorosamente, não é necessário que um ataque especulativo se estabeleça para afetar o equilíbrio econômico interno: basta apenas que os movimentos de arbitragem (enquanto alterações nas composições dos portfólios dos agentes econômicos internacionais) sejam intensos o suficiente, de maneira a obrigar o redirecionamento dos instrumentos de política

econômica para a manutenção da estabilidade cambial em detrimento de outros objetivos econômicos internos. Neste ambiente, as consequências de um movimento de especulação, ou mesmo de um choque externo, para qualquer país são potencialmente desastrosas.

Se a curto prazo a determinação da taxa de câmbio tem grande influência dos fatores financeiros, a longo prazo a determinação da taxa de câmbio seria dada, sobretudo, por fatores estruturais. Nas palavras de Plihon (1991:73):

Primeiro, “por um mecanismo de *produtividade relativa*. ... À medida que um país se desenvolve, a produtividade do setor exposto à concorrência internacional aumenta relativamente mais do que a do setor protegido. Segundo, o desenvolvimento do país coincide freqüentemente com uma melhora da qualidade de sua inserção internacional, especialmente por uma melhor adaptação do seu aparelho produtivo à estrutura da demanda mundial. Esta *competitividade estrutural* permitiria o aumento dos preços do setor exposto - e com isso a apreciação da taxa de câmbio real - sem penalizar o crescimento e o equilíbrio externo. Finalmente, os países mais desenvolvidos exercem efeitos de dominação ao impor, por exemplo, suas normas de produção e consumo, o que é uma maneira de aumentar a valorização de sua produção no mercado mundial.”

o que facilita suas exportações pela diferenciação de produtos, mesmo se os diferenciais de preços relativos não estiverem a seu favor. Além disto, as moedas dos países hegemônicos se beneficiam do seu poder e *status* de moeda internacional, pois há uma maior demanda por estas moedas dada a sua segurança e maior liquidez (o fenômeno do “habitat preferido”), o que eleva a demanda por estas moedas e tende a apreciar a taxa de câmbio.

Em relação à política econômica, a questão que parece mais difícil de ser tratada atualmente é o volume de capitais especulativos passíveis de se deslocar face a qualquer “novidade” (econômica ou política). Tal volume de capital é tão elevado que nem o conjunto dos Bancos Centrais dos países mais desenvolvidos pode fazer frente às crises especulativas passíveis de ocorrer. Logo, não se trata de “medir forças” com os capitais especulativos uma vez em curso uma crise especulativa. Em um ambiente incerto, caracterizado por agentes heterogêneos, as Autoridades Monetárias devem evitar, por meio de políticas coordenadas, o surgimento de crises. A coordenação das políticas econômicas poderia sinalizar ao mercado uma diminuição da incerteza sobre a evolução da taxa de câmbio e, com isso, gerar efeitos estabilizadores no mercado cambial.

No que tange aos objetivos internos de política econômica, a grande mobilidade dos capitais privados transnacionais, seu volume crescente, a existência de uma hierarquia entre moedas e a presença de agentes heterogêneos no mercado cambial, representam um obstáculo potencialmente elevado na busca da estabilidade econômica.

Dado que a evolução da taxa de câmbio é determinada pela interação dos efeitos *bandwagon* e *cash in*, as flutuações das taxas de câmbio podem ser explicadas pelo comportamento dos agentes econômicos que influenciam de forma mais significativa o mercado cambial. O efeito *bandwagon* ressalta a importância do primeiro termo da equação 1.20 na determinação da taxa de câmbio. Se a expectativa de desvalorização da taxa de câmbio esperada pelo mercado é capaz de influenciar significativamente o nível efetivo da taxa de câmbio, fica claro que a especulação pode tornar a taxa de câmbio muito volátil, implicando em dificuldades para a condução da política econômica de cada país.

Para que a evolução da taxa de câmbio não apresente uma volatilidade excessiva, uma solução seria a adoção de mecanismos de controle mais específicos e mais eficientes em relação aos maiores agentes do mercado financeiro, os agentes que detêm o poder de

moldar as expectativas do mercado a seu favor (por exemplo, os fundos de pensão ou *hedge funds*). Se a regulamentação do mercado financeiro com base na distinção entre capitais especulativos e capitais produtivos é muito difícil, a opção de se controlar determinados agentes do mercado pode ser mais vantajosa.

Além disso, diferenciais de taxas de juros podem gerar grandes movimentos de arbitragens entre ativos e entre mercados que, dependendo do impacto sobre as reservas cambiais e na própria evolução da taxa de câmbio, podem gerar ataques especulativos contra determinada moeda. As variações nas reservas cambiais podem influenciar a condução da política econômica interna caso seja necessário redirecionar os instrumentos de política econômica para corrigir os distúrbios causados por aqueles movimentos.

Em suma, o potencial instabilizador destes elementos apontados ressalta a dificuldade de obtenção da estabilidade econômica sem a utilização de controles de capital. Tendo em vista a dificuldade de “se jogar areia nas engrenagens do SMI” por meio de medidas que se baseiem na distinção entre capitais especulativos e capitais produtivos, uma alternativa seria a regulação mais rigorosa e eficiente dos agentes que, dado o volume dos recursos à sua disposição e o caráter das suas atividades, possam se utilizar do seu poder para influenciar as expectativas do mercado a seu favor.

“O que é melhor: uma taxa cambial fixa ou flexível? Nenhum ponto na economia foi debatido com mais intensidade ou inconclusivamente. O motivo é que nenhum dos dois sistemas está livre de falhas, e ninguém conseguiu quantificar seus benefícios”
(Paul Krugman, *Gazeta Mercantil*, 23/06/95)

CAPÍTULO 2 - Regimes cambiais e estabilidade econômica

2.1 Introdução

No capítulo anterior, procurou-se demonstrar que as modificações ocorridas no Sistema Monetário Internacional — SMI — nos últimos anos, sobretudo a globalização e a liberalização financeiras, foram responsáveis por uma crescente instabilidade monetária e financeira no âmbito internacional. Estas modificações, ao ressaltar a importância dos determinantes financeiros da taxa de câmbio, a existência de agentes heterogêneos no mercado cambial e a hierarquia entre moedas, alteraram a determinação e a dinâmica da taxa de câmbio, resultando em uma crescente volatilidade desta, com efeitos negativos para a estabilidade econômica. Uma vez que a dinâmica da taxa de câmbio só pode ser completamente apreendida levando-se em conta o regime cambial considerado, o objetivo deste capítulo é verificar se os regimes cambiais são capazes de garantir a estabilidade econômica desejada.

À luz da experiência histórica, percebe-se que a busca pela estabilidade cambial e econômica sempre esteve condicionada pelas diferentes características do SMI, bem como

pelas características internas de cada país. Além do papel e da importância da taxa de câmbio na busca da estabilidade econômica (conforme apontado no capítulo anterior), é necessária a incorporação do papel desempenhado pelos diferentes regimes cambiais na busca daquele objetivo. Assim sendo, o funcionamento de determinado regime cambial vai depender das diferentes características do SMI no qual ele se insere.

Há a necessidade de uma distinção entre os regimes cambiais propriamente ditos e os fatores determinados pelo contexto histórico que imprimem características peculiares ao funcionamento de tais regimes. Os regimes cambiais canônicos (câmbio fixo e câmbio flexível) apresentam-se como casos extremos, sendo o regime de taxas de câmbio fixas mas ajustáveis e o regime de bandas cambiais casos intermediários. Tais regimes, dependendo dos fatores internos de determinado país, das características do SMI e do período considerado, podem assumir características particulares, fazendo com que tenham maior ou menor papel na manutenção da estabilidade econômica.

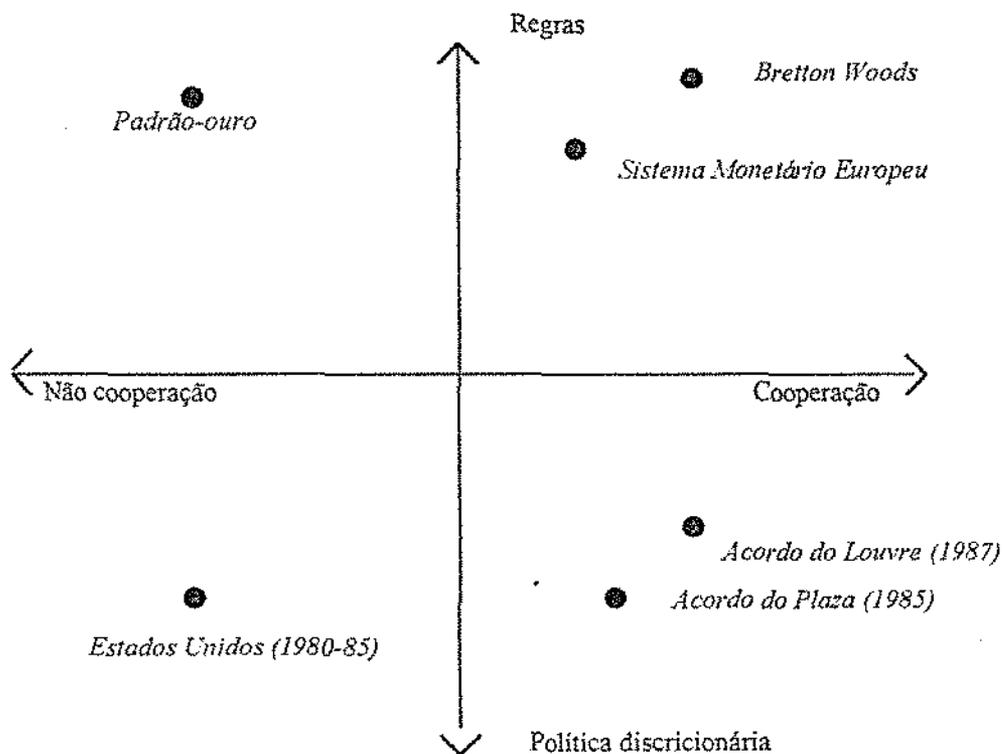
Para Plihon (1991:79), o SMI tem o seu funcionamento calcado no conjunto de instituições, regras e acordos destinados a organizar as operações monetárias e financeiras entre os países. Segundo o autor, dois critérios devem ser considerados na compreensão da relação entre o SMI e os regimes cambiais a ele associados: o grau de robustez e automatismo das regras estabelecidas¹ e o grau de cooperação internacional entre os diferentes países no que tange à consecução de políticas econômicas.

De acordo com esta visão, tornar-se-ia possível classificar os diferentes regimes cambiais conforme o diagrama que se segue, sendo que o grau de robustez e automatismo das regras estabelecidas seria representado pelo eixo vertical e o eixo horizontal representaria o grau de cooperação internacional entre os países. Percebe-se que os

¹Regras robustas devem ser entendidas como sendo regras claras, explícitas e respeitadas por todos os países. O automatismo das regras significa a maneira e as circunstâncias nas quais os desajustes face a qualquer desequilíbrio de Balança de Pagamentos em determinado país devem ser corrigidos.

diversos regimes cambiais estão dispersos sobre todos os quadrantes do diagrama, demonstrando que as características específicas de diferentes períodos resultam em regimes cambiais com aspectos particulares.

Diagrama 1: classificação dos regimes cambiais em função do grau de cooperação entre países e da existência de regras comuns



Fonte: Plihon (1991:80), baseado em artigos publicados na revista *The Economist*

Embora tenha um caráter sintético, tal classificação não é consensual. Para Eichengreen (1994), o regime do padrão-ouro não pode ser caracterizado por uma ausência de cooperação entre os países. Segundo o autor, “a cooperação era rara, mas ocorria no momento exato do ataque contra as principais taxas de câmbio do sistema”

(Eichengreen, 1994:13). Procurando complementar a classificação apresentada, o autor aponta para o fato dos regimes cambiais bem sucedidos (no sentido de possibilitarem uma maior estabilidade econômica) possuírem três atributos comuns, além da adesão de seus membros a regras monetárias robustas: tais regimes devem possuir a capacidade de efetuar ajustes de preços relativos e apresentar a habilidade para conter pressões de mercado². Nas palavras do autor,

“Mesmo que as taxas de câmbio sejam, normalmente, estáveis, deve haver graus de liberdade para alterá-las em resposta a distúrbios que requeiram ajustes de preços relativos demasiado profundos para serem efetuados por mercados descentralizados. ... Finalmente, deve-se dispor de mecanismos capazes de conter pressões de mercado no caso de incerteza quanto às regras de política econômica que serão adotadas pelas autoridades.” (Eichengreen, 1994:8)

A habilidade para conter pressões de mercado advém, em grande medida, do grau de adesão dos países a regras robustas; do grau de cooperação dos países na busca da estabilidade econômica e; da capacidade de se efetuar ajustes de preços relativos. Estes fatores, em conjunto, são condições necessárias, mas não suficientes, para a estabilidade econômica internacional.

Os processos de globalização e liberalização financeiras verificados nos últimos anos representam uma dificuldade crescente na busca do objetivo comum de estabilidade econômica ao aumentar o grau da mobilidade internacional do capital. O efeito desta mudança, aliado ao volume crescente de capitais privados transnacionais, pode ser

²Em Aglietta (1994), encontra-se uma análise interessante sobre a aplicação da Teoria das Redes aos elementos necessários à estabilidade do SMI.

percebido no aumento da volatilidade, turbulência e desalinhamento da taxa de câmbio, como foi apontado no primeiro capítulo³.

Além das características do SMI apontadas como importantes para a obtenção de um regime cambial estável, fatores de ordem interna ao país também têm importância no funcionamento do regime a ser adotado. Frenkel; Goldstein & Masson (1991) consideram que fatores de ordem interna podem influenciar a dinâmica de determinado regime. Tais fatores se referem às características estruturais da economia, como o grau de abertura comercial, a sensibilidade a choques nos termos de comércio e o grau de flexibilidade nominal de preços e salários.

O grau de adesão a regras monetárias robustas, a cooperação entre os países na consecução da política econômica e a capacidade de efetuar ajustes de preços relativos são características do SMI que, além de fatores internos específicos a cada país, vão determinar o funcionamento particular de cada regime cambial. Com isto, procura-se apontar para o fato de que apenas as características teóricas de um regime cambial não são suficientes como garantia de estabilidade econômica. Cada regime tem peculiaridades próprias, pois responde a necessidades e restrições internas e externas, determinadas de acordo com as características do período considerado.

O estudo sobre as características dos diferentes regimes cambiais vem ganhando importância crescente desde o fim do Sistema de Bretton Woods no começo dos anos 70. Este acontecimento marcou a passagem do regime de câmbio fixo para um regime de câmbio flexível entre as principais moedas internacionais. No entanto, a grande

³Em relação à flutuação da taxa de câmbio, Williamson (1985) faz uma distinção entre o conceito de volatilidade e o desalinhamento da taxa de câmbio. Para o autor, a maior falha do regime de câmbio flutuante foi o surgimento de grandes desalinhamentos entre as principais moedas do mundo. Tais desalinhamentos, definidos como sendo o desvio da taxa de câmbio real em relação ao nível de competitividade econômica necessária à manutenção dos fluxos comerciais entre países no médio prazo, têm como efeito custos desnecessários de ajustamento, desemprego no setor de bens "exportáveis", desindustrialização, aumento da pressão inflacionária e protecionismo.

volatilidade da taxa de câmbio nos anos 70 e 80 lançou luz para as limitações do regime de câmbio flexível no que tange à estabilidade econômica. Assim sendo, a partir da segunda metade dos anos 80 foram levantadas propostas em favor do regime de flutuações controladas dentro de margens previstas, enquanto alternativa aos regimes canônicos.

Desta forma, este capítulo se propõe, a partir da literatura disponível selecionada, analisar, de forma sucinta, as características dos regimes cambiais canônicos. Dada sua relevância para a discussão do capítulo três, o regime de câmbio fixo com margens de flutuação será analisado em maiores detalhes. O objetivo é encontrar na literatura resenhada, elementos que identifiquem as relações existentes entre estabilidade cambial, regimes cambiais, mudanças no SMI e a margem de manobra da política econômica para alcançar objetivos internos de política econômica, particularmente no regime de câmbio fixo com margens de flutuação. Este capítulo apoia-se, fundamentalmente, em Williamson (1985); Frenkel & Goldstein (1986) e em Plihon (1995).

O restante do capítulo apresenta-se da seguinte maneira: no próximo item são apresentadas as principais características dos regimes de câmbio fixo e flexível. É feita uma divisão entre características teóricas e o contexto histórico no objetivo de se ressaltar que nenhum dos dois regimes é, *per se*, garantia de estabilidade econômica, devido, basicamente, aos diferentes contextos históricos considerados. No item subsequente, procura-se caracterizar o regime de câmbio fixo com margens de flutuação enquanto alternativa aos regimes precedentes. A sugestão de um regime de *target zones* entre as principais moedas internacionais será utilizada para ressaltar as vantagens e as dificuldades de manutenção de um regime de câmbio fixo com margens de flutuação. A conclusão é que esta alternativa também não garante a estabilidade embora possua certas vantagens quando comparada aos regimes canônicos. No último item, são ressaltados alguns aspectos importantes abordados no capítulo à título de conclusão.

2.2 Os regimes canônicos

2.2.1 Contexto histórico

Sob o Sistema de Bretton Woods, a taxa de câmbio dos países era fixa em relação ao dólar, com margens de flutuação de 1% para cima ou para baixo da paridade central, correspondendo aos *golden points*, enquanto que o dólar era fixo em termos de determinada quantidade de ouro (35 dólares por onça). As taxas de câmbio eram mantidas nos níveis desejados via intervenções diretas nos mercados cambiais e via políticas específicas ou controles de capital, influenciando o fluxo de capitais privados. Alterações nas paridades eram sujeitas à supervisão do Fundo Monetário Internacional — FMI — e permitidas apenas em caso de “desequilíbrios fundamentais”⁴.

Tal regime foi funcional até meados dos anos 60, propiciando regras de conduta aceitas pelos países e garantindo, assim, uma estabilidade ao sistema comercial internacional do pós-guerra. Entretanto, os anos 60 assistiram ao surgimento de tensões dentro do sistema.

“Essa tensão foi reflexo de vários fatores, inclusive a natureza expansionista da política macroeconômica americana, o aumento dos recursos disponíveis no mercado privado de capital em relação à posse de reservas oficiais, e divergências nos objetivos políticos entre os principais participantes do sistema.” (Mussa et al., 1994:04)

Assim sendo, a despeito dos esforços para a manutenção do regime de câmbio fixo existente, o início dos anos 70 assistiu ao fim das regras monetárias estabelecidas em Bretton Woods. Johnson (*apud* Obstfeld, 1995:135) resume muito bem a opinião da época

⁴Uma descrição detalhada do funcionamento do Sistema de Bretton Woods pode ser obtida em Bordo & Eichengreen (1993).

de certos economistas e *policy makers* a respeito do regime de câmbio flexível que vigorou a partir de 1973:

“Um regime de câmbio flexível tenderia a permanecer constante enquanto as condições econômicas subjacentes à economia (inclusive a política governamental) permanecessem constantes; desvios aleatórios do nível de equilíbrio (da taxa de câmbio) seriam limitados pelas atividades dos especuladores privados, que comprariam a moeda estrangeira quando seu preço caísse (a moeda nacional apreciada em termos da moeda estrangeira) e a venderiam quando seu preço aumentasse (a moeda nacional depreciada em termos da moeda estrangeira).

De outro lado, se mudanças econômicas ou políticas ocorressem num regime de câmbio fixo, tal fato produziria um superávit ou um déficit do Balanço de Pagamentos, e, no limite, conduziria à necessidade de mudanças na política enquanto que no regime de câmbio flexível a taxa de câmbio iria se depreciar ou se apreciar no montante necessário para manter o equilíbrio. O movimento da taxa de câmbio seria facilitado e amortecido pela ação dos especuladores privados, com base na sua interpretação da situação corrente e na expectativa da situação futura da economia e da evolução das políticas econômicas.”

Frankel & Dornbusch (1993) resumem, de uma maneira sintética, as vantagens apontadas do regime de câmbio flexível da seguinte maneira: primeiro, permitiria isolar o país de choques exógenos, na medida em que estes seriam absorvidos pelos movimentos da taxa de câmbio; segundo, tal regime permitiria uma maior estabilidade econômica e cambial do que o regime de taxas de câmbio fixas, posto que os especuladores, reconhecendo como temporários os desvios das taxas de câmbio nominais em relação à taxa de equilíbrio (a PPC), atuariam no mercado cambial de forma a colar novamente câmbio e PPC; terceiro, permitiria que os diferenciais de inflação entre os países não afetassem a sua competitividade relativa, pois seriam absorvidos por variações na taxa de

câmbio nominais; quarto, suprimiria a necessidade de se utilizar barreiras e tarifas para ajustar desequilíbrios de Balanço de Pagamentos, assim como a necessidade de manutenção de reservas cambiais em montantes significativos por parte dos Bancos Centrais, uma vez que haveria menor necessidade de se utilizar tais reservas para fins de política cambial, e; quinto, permitiria maior liberdade para os países na utilização da política econômica, pois não haveria a restrição de utilizá-la para estabilizar o câmbio, ficando a política monetária livre para ser utilizada apenas para se atingir objetivos econômicos internos.

Entretanto, a experiência das décadas de 70 e 80 demonstrou que o regime de câmbio flexível não foi capaz de assegurar o “melhor dos mundos” esperado. A evidência empírica demonstra que o movimento da taxa de câmbio não seguiu a PPC, conforme o esperado (capítulo primeiro), e que os Bancos Centrais executaram grandes e crescentes intervenções nos mercados cambiais. Além disto, a despeito dos Acordos do Plaza, em 1985, e do Louvre, em 1987, a competitividade relativa entre o Japão, os Estados Unidos e a Alemanha se alterou significativamente devido às grandes alterações nas paridades.

Por último, a evolução das taxas de câmbio no período apresentou uma grande variabilidade e volatilidade, viabilizada pelos fenômenos da liberalização e desregulamentação financeiras. Tal variabilidade e volatilidade é comprovada, segundo Williamson (1985) e Mussa et al. (1994), pela análise empírica da evolução da taxa de câmbio após 1973. Ressaltando as conclusões do capítulo primeiro, este aumento excessivo da volatilidade teve consequências negativas para a estabilidade econômica internacional, ao provocar maior volatilidade nas expectativas dos agentes econômicos. Um problema central ocasionado pela volatilidade da taxa de câmbio é que

“a intensa flutuação das taxas de câmbio provoca desequilíbrios nos preços relativos e, desta maneira, reforça os choques de oferta. O agravamento destes choques se deve ao fato de que a volatilidade das taxas de câmbio tende

a transformar os mercados *fix-price* em mercados *flex-price*, porque os agentes econômicos passam a encontrar dificuldades para definir os preços num maior horizonte temporal. Esta instabilidade dos preços perturba os fluxos comerciais” (Cebrap/Pnud, 1994:14).⁵

2.2.2 Características teóricas

No que tange à caracterização teórica do regime de câmbio flexível “puro”, pressupõe-se a não-interferência do governo no mercado cambial, sendo que a oferta e demanda de divisas pelos agentes econômicos determinariam o nível da taxa de câmbio. O ajustamento face a um choque externo (de qualquer tipo, seja ele comercial, de preços de ativos ou *commodities*) dar-se-ia via variações na taxa de câmbio. Uma vez que a taxa de câmbio atuaria como variável de ajuste, as reservas cambiais estariam protegidas de oscilações significativas, garantindo maior autonomia para a condução da política econômica.

Em relação aos movimentos de ajuste e ao mecanismo de transmissão câmbio-juros, a simples existência de um diferencial positivo entre a taxa de juros interna e a taxa de juros internacional, motivada por objetivos econômicos internos, ou qualquer outra situação que cause desequilíbrio na conta de transações correntes, encontra na taxa de câmbio a principal variável de ajuste. Simplificadamente, a existência de um diferencial positivo entre as taxas de juros resultaria em um aumento do influxo de capitais internacionais⁶, resultando, inicialmente, em um superávit da conta de capitais. Entretanto,

⁵Entretanto, Williamson (1985:38) aponta que tal perturbação é menor nos países desenvolvidos devido à existência de mercados futuros, mas a volatilidade das taxas de câmbio pode ser responsabilizada pela diminuição dos fluxos comerciais nos países sub-desenvolvidos.

⁶Frankel (1993) aponta que a hipótese de perfeita mobilidade de capital, no sentido de diminuição das barreiras ao movimento de capital entre países, não implica na equalização internacional da taxa de juros, seja nominal, seja real. O motivo é a grande variabilidade da taxa de câmbio no regime de câmbio flexível (que pode ser devida, em parte, à grande mobilidade internacional de capital). Uma vez que as taxas de juros domésticas são expressas em função das próprias moedas do país, as taxas de juros podem diferir

a entrada de capitais apreciaria o câmbio, estimulando as importações. Em um segundo momento, o aumento das importações geraria um déficit comercial que contrabalançaria o superávit na conta capital. Uma vez tendo retornado a taxa de juros interna ao nível da taxa de juros internacional, a taxa de câmbio se depreciaria (supondo a hipótese da paridade não coberta da taxa de juros), as importações diminuiriam e o equilíbrio do Balanço de Pagamentos seria alcançado, estando a balança comercial e a conta capital equilibradas.

Nesta situação descrita, a Autoridade Monetária tem autonomia para fixar a taxa de juros interna temporariamente acima da taxa de juros internacional para fins internos de política econômica: o equilíbrio de transações correntes e da conta capital é garantido, sem o risco de perdas de reservas cambiais para equilibrar o Balanço de Pagamentos. Além disso, a política monetária pode ser utilizada para esterilizar o aumento da base monetária ocasionado pelo influxo de capitais internacionais e evitar, segundo a visão ortodoxa, o aumento da inflação. Entretanto, baseado em uma resenha da literatura sobre política cambial nos países em desenvolvimento, Presser (1996) aponta que o regime de câmbio flutuante tende a reduzir a disciplina antiinflacionária, embora um comportamento acomodatório da Autoridade Monetária também deva ser responsabilizado por esta característica.

No caso de um déficit comercial, o movimento de ajuste do Balanço de Pagamentos pode ser dividido em duas partes. Na primeira, tal déficit levaria a uma pressão para que a moeda nacional se depreciasse, o que ocasionaria um aumento de competitividade dos produtos exportáveis (*tradeables*), levando a um reequilíbrio da balança comercial. Na segunda parte, o déficit comercial, ao reduzir a demanda por produtos domésticos, pressionaria a taxa de juros interna para baixo por conta da redução

devido a fatores associados à flutuação do câmbio. Isso se dá porque se as expectativas sobre a variação do câmbio são diversas e não há razão para que a taxa de juros real seja equalizada entre países, mesmo quando os movimentos de arbitragem equalizem a taxa de juros expressas em relação a uma mesma moeda.

na demanda transaccional por moeda. No entanto, os fluxos de capital que se direcionariam para fora do país diminuiriam as reservas cambiais (o ativo do Banco Central) implicando na redução da base monetária (o passivo do Banco Central), dada a conversão da moeda nacional na moeda estrangeira. Este movimento geraria uma pressão de desvalorização da moeda nacional, que contribuiria para o aumento de competitividade dos produtos exportáveis. A diminuição da base monetária pressionaria a taxa de juros interna para cima, o que poderia contrabalançar a queda da taxa de juros ocasionada pela diminuição na demanda transaccional por moeda. Os dois movimentos, na conta corrente e na conta de capital, teriam o efeito conjunto de reequilibrar ambos os saldos.

A conclusão é que, teoricamente, o regime de câmbio flexível permite uma certa autonomia na condução da política monetária, que pode ser orientada para se alcançar objetivos econômicos internos. A taxa de câmbio funcionaria como um "amortecedor" de choques exógenos, mantendo o Balanço de Pagamentos equilibrado, sem recorrer ao uso das reservas cambiais.

Em contraposição ao regime de câmbio flexível, temos o regime de câmbio fixo "puro"⁷. Em uma caracterização teórica do regime de câmbio fixo, temos que o Banco Central deve intervir no mercado cambial de modo a equilibrar a oferta e a demanda de divisas ao nível de preço estabelecido. Posto que a taxa de câmbio é fixa, tal regime exige uma disponibilidade de um estoque de reservas internacionais por parte do Banco Central, estoque este que pode assumir um volume significativo.

⁷Em McKinnon (1988) pode-se encontrar uma sugestão para o retorno do regime de câmbio fixo. Ohno (1993) comenta a factibilidade e os méritos da proposta de McKinnon de retorno ao regime de câmbio fixo. Entretanto, Obstfeld (1995) considera que mesmo que tal sugestão fosse viável, não há porque pressupor que o regime de câmbio fixo seja melhor do que o atual, sobretudo se os países que se utilizarem de tal regime tiverem problemas de credibilidade relacionados à sua capacidade de manter o regime em questão. Além disto, devido ao fenômeno de globalização financeira, o fomento de um mercado mundial de capital dificulta enormemente a viabilização desta proposta.

Supondo uma situação de déficit de transações correntes, o Balanço de Pagamentos pode ser reequilibrado via uma redução das reservas cambiais e/ou financiamento externo (Cebrap/Pnud, 1994:14). A opção por financiamento externo não pode ser permanente, uma vez que o aumento do serviço da dívida pode ser insustentável para o país e os credores podem, num primeiro momento, aumentar excessivamente o prêmio de risco embutido no empréstimo face à possibilidade de não pagamento da dívida e, no limite, interromper a concessão de crédito. Sendo o ajuste via um aumento da taxa de juros, para que a entrada de capital reequilibre o Balanço de Pagamentos, pode ser que seja necessária uma política cambial ativa por parte do Banco Central para sustentar a paridade. O conseqüente aumento da base monetária pode ser contrabalançado por uma política de esterilização que encontra um limite no crescente aumento da dívida pública bem como do serviço desta dívida. O uso das reservas cambiais é limitado ao próprio volume destas reservas. Uma alternativa geralmente sugerida para se reequilibrar o saldo de transações correntes é utilizar-se de políticas de contenção da demanda interna, para diminuir as importações, bem como uma política de incentivo às exportações.

Neste regime, o mecanismo de transmissão câmbio-juros funcionaria da seguinte forma, no caso de um choque externo: a taxa de câmbio, fixa por definição, determinaria a variação da taxa de juros. Assim, diante de um déficit na balança comercial, *ceteris paribus*, haveria uma tendência de retração da oferta monetária por conta da redução das reservas internacionais. Tal movimento, de acordo com a Teoria Quantitativa da Moeda, pressionaria para baixo o nível de preços, o que tenderia a reequilibrar a balança comercial mediante ganhos de competitividade das exportações. Concomitantemente, o déficit comercial e a conseqüente evasão de divisas diminuiria a oferta de moeda e elevaria a taxa de juros interna, o que atrairia capitais para o país deficitário, atuando, também, no sentido de reequilibrar o Balanço de Pagamentos.

No regime de câmbio fixo, a Autoridade Monetária tem uma redução de autonomia na condução da política monetária uma vez que o objetivo prioritário é a

manutenção do regime cambial. O instrumento taxa de juros tem uso limitado para outros fins de política econômica que não a manutenção da taxa de câmbio. Diferenciais de juros positivos em relação ao exterior, implicariam na necessidade de uma política cambial ativa. O resultado poderia ser uma política de esterilização do aumento da base monetária ou, na sua ausência, uma queda do nível da taxa de juros interna. A política fiscal deve ser rígida para que déficits fiscais elevados não impliquem em financiamento monetário nem em expectativas de redirecionamento da política monetária para esterilizar o aumento da quantidade de moeda decorrente do financiamento do déficit.

Uma outra característica do regime de câmbio fixo é a restrição à função do Banco Central de atuar como prestador em última instância (*lender of last resort*)(Goodhart, 1989:cap. 8). Se o objetivo primordial do Banco Central é a manutenção da taxa de câmbio, o papel de prestador em última instância fica limitado uma vez que a assistência financeira ao setor bancário pode representar um aumento na quantidade de moeda na economia e, com isso, gerar pressões insustentáveis sobre a taxa de câmbio. A esterilização do aumento de moeda encontra um limite no montante da dívida pública e no serviço correspondente. A diminuição desta função pode se revelar potencialmente grave na ocorrência de uma crise financeira profunda no sistema financeiro de um país. Se, no caso de um grave problema de liquidez na economia, o Banco Central necessitar atuar como “prestador em última instância”, a sustentabilidade do regime de câmbio fixo pode ser ameaçada pelas variações nas reservas cambiais e na oferta doméstica de moeda.

Podemos concluir do exposto que nos regimes cambiais canônicos a taxa de câmbio assume uma dinâmica distinta. No regime de câmbio fixo, a taxa de câmbio é fixa por definição e a ocorrência de um choque externo implica em variações das reservas internacionais, forçando a alteração da taxa de juros para sustentar a paridade. O resultado da alteração da taxa de juros doméstica pode não ser compatível com objetivos econômicos internos. Em um regime de câmbio flutuante, o choque externo tem efeito principal sobre a taxa de câmbio. O problema é que, dada a volatilidade resultante, há uma

intensa variação dos preços relativos, o que aumenta a incerteza e reforça os choques de oferta.

A apresentação dos regimes cambiais canônicos procurou ressaltar o fato de que ambos têm limitações. Estas limitações podem ser creditadas, em parte, ao caráter extremo dos regimes “puros” e, em parte, ao contexto histórico no qual eles se inserem. Dessa forma, o próximo item tem por objetivo apresentar o regime de câmbio fixo com margens de flutuação enquanto regime intermediário e apontar seus pontos positivos e negativos quando comparado aos regimes precedentes, procurando verificar se este regime pode garantir dinâmicas cambiais mais estáveis.

2.3 O regime de câmbio fixo com margens de flutuação

A grande flutuação das taxa de câmbio verificada entre as principais moedas internacionais nas décadas de 70 e 80, bem como seus custos em termos de má alocação de recursos, desemprego, inflação, etc, fizeram com que surgissem propostas de um regime de câmbio alternativo ao regime câmbio flexível vigente. Trata-se de se constatar que as mudanças no SMI resultaram em alterações no funcionamento e nas características do regime de câmbio flexível vigente e que, portanto, alternativas se fazem necessárias face à instabilidade decorrente de tal processo. A sugestão mais discutida é a de um regime de *target zones* entre as taxa de câmbio bilaterais dos países mais industrializados, com o objetivo de reduzir a volatilidade excessiva das paridades, bem como a probabilidade de desalinhamentos significativos entre as moedas. O objetivo geral deste debate, na opinião de Mussa et al. (1994:25), é direcionar o SMI para uma maior centralização, cooperação e coordenação das políticas econômicas entre os principais países do mundo, de maneira a evitar grandes oscilações da taxa de câmbio.

Embora a discussão deste item esteja baseada na proposta de *target zone* entre as principais moedas internacionais, o objetivo último deste capítulo é apontar para as implicações da adoção unilateral de um regime de bandas cambiais em um determinado país. Em outras palavras, procura-se verificar se tal alternativa é capaz de garantir maior estabilidade cambial e econômica. Considerando-se que as dificuldades e restrições impostas a cada país na manutenção do regime de *target zone* são análogas às necessárias para a manutenção de um regime de bandas cambiais, antecipa-se que a opção de um país em adotar unilateralmente um regime de câmbio fixo com bandas de flutuação encontra dificuldades adicionais do que as dificuldades encontradas por cada país em um regime coletivo de *target zone* entre as principais moedas internacionais. Neste último, pressupõe-se uma coordenação e uma cooperação internacional para se manter o regime, enquanto que no primeiro, o país deve enfrentar as dificuldades intrínsecas ao regime de bandas cambiais, com o agravante de não contar com cooperação internacional para este fim.

Sendo considerado uma referência clássica na literatura sobre regimes cambiais fixos com margens de flutuação, Williamson (1985:64) define *target zone* como sendo um regime de “zonas alvo”, ou seja, um regime no qual permite-se que a taxa de câmbio flutue dentro de uma faixa pré-determinada e fora da qual as Autoridades Monetárias não desejam ver a taxa de câmbio. No entanto, as Autoridades Monetárias não estão formalmente comprometidas em impedir uma variação da taxa de câmbio que extrapole os limites da banda cambial. Em outras palavras, um regime de *target zones* pode ser considerado uma forma de flutuação das paridades dentro de um certo ‘alvo’ (ou intervalo) tido como aceitável. Difere, portanto, de um regime onde a taxa de câmbio é “colada” (*pegged*) a uma determinada moeda, pois neste caso a Autoridade Monetária

“aceita a obrigação de evitar que a taxa de mercado se desvie mais do que determinado montante (a chamada ‘margem’) da paridade central. Duas vezes a margem determina a banda, que é a amplitude máxima na qual a taxa

de câmbio pode variar sem se alterar a paridade central.” (Williamson, 1985:64; grifo meu)

Percebe-se que, na visão de Williamson, o sistema de *target zones* é menos formal do que o regime onde a taxa de câmbio é “colada”, uma vez que no primeiro caso a Autoridade Monetária não tem o compromisso institucional de manter a paridade dentro de parâmetros pré-estabelecidos. Logo, o regime onde o câmbio é “colado” pode ser considerado um caso extremo do regime de *target zones*.

Deve ficar claro que a literatura sobre o assunto nem sempre faz a distinção precisa entre o conceito de *target zones* e um regime no qual a taxa de câmbio é “colada”. Para Krugman (1991), por exemplo, a distinção entre os dois regimes está apenas no tamanho da banda de flutuação. Ou seja, o conceito de *target zones* é utilizado como designação genérica de um regime de câmbio fixo com uma banda de flutuação permitida, no qual a Autoridade Monetária deve intervir para manter a paridade dentro das margens estabelecidas. E é nesse sentido que o conceito será utilizado daqui para frente.

O regime de *target zones* é apenas uma sugestão para melhorar o SMI, pois poderia diminuir a volatilidade da taxa de câmbio e possibilitar uma maior estabilidade econômica e cambial⁸. De acordo com Mussa et al. (1994:25), a existência de margens de flutuação permitidas, além dos mecanismos de ajuste destas margens, dos acordos e compromissos entre os países para que intervenções substanciais nos mercados cambiais fossem feitas com o objetivo de se defender as paridades estabelecidas de ataques especulativos, mesmo que para tanto estas intervenções fossem tidas como indesejáveis no que tange aos objetivos internos de política econômica, possibilitaria que se alcançasse a estabilidade econômica desejada.

⁸Uma resenha sobre as propostas de reordenamento do SMI pode ser encontrada em Baer et al. (1995).

2.3.1 Vantagens e desvantagens do sistema de target zones

Os defensores do regime de *target zones* apontam que várias seriam as vantagens de tal regime em relação ao regime atual de câmbio flexível. De acordo com Mussa et al. (1994), as vantagens de tal regime podem ser resumidas da forma que se segue. Primeiramente,

“o regime de *target zones* imporá maior disciplina às políticas macroeconômicas de duas maneiras: para manter as paridades dentro das bandas, a política monetária — e, às vezes, a política fiscal — deveria estar ... direcionada para a manutenção das paridades.” (Mussa et al., 1994:25)

Desta forma, a política fiscal não pode se manter deficitária indefinidamente para que não gere expectativas da necessidade que a política monetária seja utilizada para financiar o déficit fiscal. A política monetária não pode ser excessivamente expansionista para não gerar efeitos profundos sobre o nível da taxa de câmbio (através do mecanismo câmbio-juros, por exemplo). Além da disciplina das políticas macroeconômicas,

“se as Autoridades Monetárias resolvessem alterar a banda cambial ao invés de alterar as políticas econômicas, elas deveriam explicar convincentemente aos demais países o porquê de tal mudança,” (Mussa et al., 1994:25)

posto a existência de regras que regulam a alteração das bandas de flutuação.

Segundo, ainda na visão dos autores, o regime de *target zones* melhoraria a coordenação das políticas econômicas entre os países, dado que as paridades seriam negociadas e, para serem mantidas, haveria a necessidade de um certo grau de cooperação e coordenação entre as políticas econômicas. Dessa forma, as taxa de câmbio não seriam

mais variáveis econômicas “residuais” e o risco de políticas de desvalorizações competitivas seria minimizado.

Terceiro, “ao garantir uma maior estabilidade da taxa de câmbio, o regime de ‘target zones’ forneceria uma âncora para as expectativas de médio prazo acerca da evolução futura da taxa de câmbio” (Mussa et al., 1994:26). Tal fato, segundo os autores, reduziria a volatilidade e os riscos de desalinhamento da taxa de câmbio de duas maneiras: primeiro, a obrigação ou a intenção de manter a taxa de câmbio dentro da “zona” propiciaria aos agentes econômicos informações necessárias sobre a evolução futura das políticas macroeconômicas, sobretudo da política monetária; segundo, a publicação das *target zones* daria aos agentes econômicos a informação sobre as expectativas da Autoridade Monetária em relação ao nível futuro da taxa de câmbio. Tais elementos reduziriam o risco dos participantes do mercado transporem para o futuro expectativas erradas de mudanças de política econômica nas suas previsões sobre as taxa de câmbio.

Por último, considerando que os membros do regime de *target zones* seriam os países mais desenvolvidos, os autores ressaltam que a assimetria dos ajustes em cada país face um choque externo seria reduzida. Neste caso, o FMI poderia assumir um papel mais efetivo, evitando que grandes desalinhamentos das taxa de câmbio ocorressem e que “efeitos de transbordamento” (*spillover effects*) resultassem em um mecanismo assimétrico de ajuste entre os países mais e os menos desenvolvidos. Tais “efeitos de transbordamento” devem ser entendidos como sendo os impactos que as decisões de política econômica dos países centrais têm sobre os países periféricos.

Entretanto, também é verdade que existem algumas desvantagens na adoção deste regime. Ainda de acordo com Mussa et al. (1994:26), a primeira desvantagem apontada pelos opositores ao regime de *target zones* é a perda de independência da política monetária, ante o compromisso de manutenção das paridades (este aspecto será aprofundado mais adiante). Segundo, tal regime mudaria a relação entre a taxa de câmbio

e os *economic fundamentals*, de tal maneira que se alterações nos *fundamentals* levassem a taxa de câmbio ao limite da banda cambial, as Autoridades Monetárias seriam forçadas a intervir, o que descaracterizaria a relação entre os *fundamentals* e a taxa de câmbio. Além disso, não é consensual a diminuição na assimetria dos reajustes entre países frente a choques exógenos.

Em uma crítica mais geral ao regime de *target zones*, Mussa et al. (1994:25) apontam que, ao se focar primordialmente a taxa de câmbio para a obtenção da estabilidade econômica e não as condições macroeconômicas subjacentes à economia, corre-se o risco de se focar apenas os sintomas e não as causas dos desajustes.

Por fim, a discussão sobre as vantagens e desvantagens do regime de *target zones* suscita uma questão última. Tal questão é sintetizada por Goodhart (1995:495), no contexto do Sistema Monetário Europeu — SME —, da forma como se segue:

“Podem a soberania e a política fiscal permanecer predominantemente no nível nacional dentro do EMU (*European Monetary Union*), enquanto que uma moeda única é dividida com outros países da EC (*European Community*), decisões de política monetária são tomadas independentemente dos governos nacionais, e decisões sobre política cambial são tomadas de forma conjunta com outros governos?”

Dada a abstração desta pergunta, a resposta direta é praticamente impossível. No entanto, esta pergunta permeia, implicitamente, todo o debate sobre a evolução do SME.

2.3.2 Taxas de câmbio de equilíbrio e moedas participantes: o cálculo da target zone

De acordo com Frenkel & Goldstein (1986), o cálculo das *target zones* apresenta duas questões básicas, a saber, a determinação da taxa de câmbio de equilíbrio de cada moeda e a escolha das moedas a serem incluídas no sistema.

Quanto à primeira questão, o sistema de *target zone* supõe que as Autoridades Monetárias sejam capazes de determinar a taxa de câmbio real de equilíbrio. A pergunta é: como? Três maneiras podem ser consideradas, na interpretação de Frenkel & Goldstein (1986:652).

A primeira maneira, segundo os autores, é utilizar a PPC para determinar a taxa de câmbio de equilíbrio. A principal vantagem deste enfoque seria a sua simplicidade. Entretanto, tal método tem alguns inconvenientes. Primeiro, a PPC seria um “indicador adequado da taxa de câmbio de equilíbrio se os distúrbios entre o período base e o período corrente,” entre os quais seria definida a taxa de câmbio equivalente à PPC, “fossem de origem monetária. Neste caso, o nível geral de preços poderia se alterar mas os preços relativos se manteriam constantes” (Frenkel & Goldstein, 1986:653). Uma segunda limitação está no fato da taxa de câmbio não ter seguido a PPC no curto e médio prazos, dificultando a identificação da taxa de câmbio equivalente à PPC. Finalmente, a escolha entre os índices de preços e os períodos a serem utilizados no cálculo da PPC teria grande influência no resultado a ser obtido.

Uma segunda maneira de se calcular a taxa de câmbio de equilíbrio é usar

“um modelo estrutural estimado de determinação da taxa de câmbio que relacione a taxa de câmbio nominal com os *economic fundamentals*. Os dois modelos mais conhecidos são o modelo monetário e o modelo de portfólio. No primeiro, variações na taxa de câmbio são explicadas por mudanças na taxa

de variação da oferta doméstica de moeda e por mudanças nas taxas de demanda de moeda no país e no exterior (sendo a demanda por moeda função, *inter alia*, da renda real e da taxa de juros nominal). No segundo, a taxa de câmbio nominal é relacionada com o estoque de ativos denominado em moeda nacional e em moeda estrangeira.” (Frenkel & Goldstein, 1986:654)

A determinação da taxa de câmbio nominal de equilíbrio, junto com a definição do nível de preços do país, determinaria a taxa de câmbio real de equilíbrio. Três vantagens, ainda segundo os autores, podem ser apontadas na utilização deste enfoque estrutural: a) fornece uma ligação direta entre variáveis de política econômica e a determinação da taxa de câmbio; b) reconhece que, ao menos no curto prazo, os determinantes da taxa de câmbio se encontram no mercado da ativos e; c) incorpora expectativas sobre a evolução futura das variáveis macroeconômicas. Entretanto, a dificuldade destes modelos em prever a evolução da taxa de câmbio e a difícil mensuração e interpretação das variáveis explicativas, limitam o uso desta alternativa de determinação da taxa de câmbio de equilíbrio⁹.

A terceira maneira apontada pelos autores para se determinar a taxa de câmbio de equilíbrio é através do enfoque da “balança real” (*underlying balance approach*). Neste método, a taxa de câmbio de equilíbrio deveria permitir que o déficit ou superávit da conta corrente fosse igual aos fluxos de capitais estruturais. Nas palavras de Frenkel & Goldstein (1986:656):

“a taxa de câmbio real de equilíbrio seria a taxa que equalizaria a conta corrente ajustada por fatores cíclicos e o fluxo ‘normal’ de capitais líquidos pelos próximos dois ou três anos, dada (i) a antecipação da política econômica, (ii) o efeito retroativo de alterações passadas da taxa de câmbio, e (iii) e outras expectativas.”

⁹Independentemente dessas dificuldades operacionais, existem as limitações conceituais dos modelos monetários e de escolha de portfólio apontadas no capítulo anterior.

Ressaltam ainda os autores que tal opção serviu para a definição das “Taxas de Câmbio Fundamentais de Equilíbrio” (*Fundamental Equilibrium Exchange Rate*), — FEER — de J. Williamson. As vantagens de tal enfoque seriam que, primeiro, focalizaria a raiz do problema da determinação da taxa de câmbio, bem como sua dimensão temporal, ao levar em conta as antecipações das políticas macroeconômicas de um país e os efeitos de alterações passadas na taxa de câmbio. Segundo, permitiria que desequilíbrios da conta corrente não fossem incompatíveis com posições toleráveis ou desejáveis do Balanço de Pagamentos.

A difícil determinação dos fluxos “normais” de capital que equilibrem a conta corrente, a dificuldade de se precisar a combinação adequada dos instrumentos de política econômica para se alcançar a taxa de câmbio de equilíbrio e a desconsideração do limite existente no financiamento de déficits de conta corrente via superávits de conta capital, dado o papel que o tamanho da dívida externa pode desempenhar, limita, segundo Frenkel & Goldstein (1986:657), a operacionalização de tal sugestão.

Concluindo, os três métodos apresentam sérias limitações e dificuldades para a sua operacionalização. Uma solução apontada por Frenkel & Goldstein (1986:659) seria um método que englobasse os pontos positivos de cada um dos três métodos, mas a dificuldade implícita em tal sugestão torna virtualmente impossível sua aplicação.

Em relação à segunda questão levantada no começo deste item, sobre quais as moedas a serem incluídas em tal regime, algumas considerações são feitas por Frenkel & Goldstein (1986:659). Primeiro, para que o regime de *target zones* seja eficiente, uma condição é que o número de países participantes seja pequeno. Isto seria necessário porque a complexidade das negociações para a determinação da *target zone* e a possibilidade de conflitos entre os membros aumenta em proporção direta ao número de participantes (Frenkel & Goldstein, 1986:659). A factibilidade de tal regime é função

inversa do número de decisões a serem tomadas, o que pode ser conseguido se um pequeno grupo de países estabelecer o regime, explicitando para os demais países não participantes a posição de cada um deles frente às distintas situações econômicas. O risco de que sejam tomadas decisões que só beneficiem um pequeno grupo de países é minimizado face à necessidade de que todos os países, inclusive os países que não participam diretamente da tomada de decisões, cooperem.

Uma segunda consideração aponta para a necessidade de que os países participantes envolvam as moedas internacionais mais importantes (Frenkel & Goldstein, 1986:660). Uma vez que os países menos desenvolvidos buscam colar suas taxas de câmbio às dos países mais desenvolvidos (por exemplo, o SME, a Zona Africana do Franco, as moedas de países latino-americanos em relação ao dólar), o regime de *target zones* deveria ser posto em prática pelos países mais desenvolvidos que, tendo estabilizado as taxas de câmbio entre eles, gerariam efeitos estabilizadores por todos os demais mercados cambiais.

Outra consideração envolve as características internas dos países membros (Frenkel & Goldstein, 1986:661). Características tais como o grau de abertura da economia, o tamanho da economia, o grau de diversificação da produção em geral, o grau de mobilidade dos fatores, as diferentes taxas de inflação, são alguns dos elementos que devem ser considerados no estabelecimento de *target zones*.

Finalmente, a sugestão de *target zones* entre as moedas internacionais mais importantes deve levar em conta a existência de blocos monetários (SME, Zona Africana do Franco, etc) (Frenkel & Goldstein, 1986:662). Como as principais moedas internacionais (o marco alemão, o franco francês, o dólar e o iene) funcionam como pilar básico dos respectivos blocos monetários, um regime de *target zones* entre essas moedas deve operar com um grau de flexibilidade (margens de flutuação maiores e revisões mais frequentes da paridade central) maior do que os blocos monetários, posto que alterações

nas paridades dentro da *target zone* refletem não apenas desequilíbrios entre essas moedas principais como também refletem e influenciam as demais moedas de cada bloco monetário. Entretanto, não é claro se os blocos monetários devem ser subordinados às decisões do regime de *target zones* entre as moedas mais importantes ou vice-versa.

2.3.3 Características do regime de *target zones*

De acordo com Frenkel & Goldstein (1986:636) e Williamson (1985:64), as diversas versões do regime de *target zones* podem ser classificadas em função das seguintes características, dependendo do grau em que se fazem presentes:

- (i) a escolha de um regime *pegged* ou um regime de flutuação com uma *target zone*;
- (ii) a amplitude da banda cambial ou da *target zone*;
- (iii) a frequência das mudanças na paridade central ou na amplitude de variação;
- (iv) o grau de publicidade das “zonas”.

A primeira característica (i) se refere à distinção entre o conceito “forte” de *target zones*, quando os instrumentos de política econômica são utilizados com o objetivo de manter o câmbio dentro de bandas estreitas, revisadas com pouca frequência e anunciadas publicamente (neste sentido, próxima ao conceito de regime com taxa de câmbio *pegged*), e o conceito “fraco” de *target zones*, quando os instrumentos de política econômica não têm o compromisso primordial de manter o câmbio dentro de bandas largas, frequentemente revisadas e não publicadas (Frenkel & Goldstein, 1986:636).

O conceito “forte” de *target zones* pode ser comparado ao regime existente no SME, embora, diferentemente do SME, *target zones* no sentido “forte” não implica nas

facilidades de crédito que os países do SME têm quando necessitam de recursos extras para defender as paridades vigentes (Cebrap/Pnud, 1994:39).

Baseado em Frenkel & Goldstein (1986:636), a escolha entre um regime de *target zones* de acordo com o conceito “forte” ou de acordo com o conceito “fraco” pode ser feita em duas etapas. Em uma primeira instância, um regime de *target zones* no sentido “fraco” permitiria que os principais países do mundo se adequassem, paulatinamente, à disciplina exigida pelo novo regime, aumentando o grau de cooperação entre eles em relação à consecução de políticas econômicas. Em um segundo momento, quando a situação econômica destes países tivesse se aproximado significativamente, poderia-se passar a um regime de *target zones* no sentido “forte” entre as principais moedas internacionais, à condição de um crescente grau de cooperação entre os países.

Posto que o principal objetivo do regime de *target zone* é garantir a estabilidade econômica, é possível demonstrar, conforme faz Krugman (1991), que a simples existência de uma banda cambial teria efeitos estabilizadores sobre a taxa de câmbio¹⁰. O autor, ao construir um modelo no qual o grau de credibilidade dos agentes econômicos no compromisso da Autoridade Monetária em defender a *target zone* é que vai dar a extensão do efeito estabilizador, conclui que se o grau de credibilidade for máximo, a *target zone* gera efeitos estabilizadores. Entretanto, se a *target zone* não for perfeitamente crível, o efeito estabilizador é menor mas, mesmo assim, ainda é verificado (Krugman, 1991:680).

De acordo com Svensson (1992), as duas implicações mais importantes do modelo de Krugman seriam o efeito “lua de mel” (*target zone honey moon effect*) e o efeito de “ajuste suave” (*smooth pasting*). Nas palavras do autor, a descrição do efeito “lua de mel” é a seguinte:

¹⁰Em Krugman & Miller (1992) encontra-se uma discussão recente sobre os desdobramentos e extensões do modelo desenvolvido por Krugman (1991).

“Quando a taxa de câmbio está alta (a moeda está fraca) e perto da margem (fraca) superior da banda cambial, a probabilidade de que, em um curto espaço de tempo, a taxa de câmbio atinja a margem superior é alta. Decorre daí que a probabilidade de uma intervenção futura para se reduzir a oferta de moeda e fortalecer o câmbio é alta. Isso significa que uma apreciação futura da moeda é esperada, o que resulta em uma apreciação e uma diminuição imediata da taxa de câmbio. Neste caso, a taxa de câmbio é menor do que a taxa que seria indicada pelos *fundamentals*, porque uma expectativa de apreciação futura do câmbio está sendo levada em conta.” (Svensson, 1992:124)

O efeito “lua de mel” permite que o autor conclua que uma *target zone* com credibilidade máxima é inerentemente estável, pois as expectativas de intervenções futuras para estabilizar a taxa de câmbio fariam com que o mercado, ao prever essas intervenções, se antecipasse e evitasse que as cotações ultrapassassem os limites da banda. Nesta situação, poderia haver um descolamento do valor da taxa de câmbio que seria indicado pelos *fundamentals*.

Além do efeito “lua de mel”, o grau de credibilidade dos agentes econômicos na capacidade da Autoridade Monetária de defender as paridades é que vai determinar a validade ou não do efeito de “ajuste suave” (Krugman, 1992:cap.6). Caso a Autoridade Monetária possua reservas cambiais limitadas e, por meio intervenções não esterilizadas, tente defender as paridades, o resultado é que o efeito de “ajuste suave” não se verifica, uma vez que os agentes sabem desta situação, favorecendo um ataque especulativo. À medida em que as reservas cambiais aumentam, o autor aponta que o efeito de “ajuste suave” torna-se verdadeiro. Desta forma, o efeito de “ajuste suave” é um caso especial, válido quando as reservas são grandes o suficiente, ou seja, quando não há previsão de “saltos” na taxa de câmbio (decorrente de reservas cambiais insuficientes).

O efeito de “ajuste suave” significa que, nas margens da banda cambial, a função que descreve o comportamento da taxa de câmbio é tangente às linhas horizontais que delimitam as margens de flutuação. Segundo Svensson (1992:124), “a inclinação zero no limite da zona da taxa de câmbio significa que, naquele ponto, a taxa de câmbio é completamente insensível aos *fundamentals*. Porque isso ocorre?”

Conforme o autor, primeiro, porque dentro da banda cambial a mudança esperada dos *fundamentals* é zero, pois considera-se que os *fundamentals* se caracterizam por movimentos brownianos sem *drift*¹¹. Ou seja, a taxa de câmbio pode refletir variações positivas ou negativas nos *fundamentals*. Mas, no limite da banda, espera-se que as mudanças nos *fundamentals* não sejam iguais a zero, posto que a taxa de câmbio pode apenas permanecer no limite máximo ou voltar para dentro da banda. Em outras palavras, a taxa de câmbio só pode refletir variações negativas nos *fundamentals* na margem superior e variações positivas na margem inferior (Svensson, 1992:124).

Segundo, “não pode haver saltos ou descontinuidades na mudança esperada da taxa de câmbio no limite da banda.” Se considerarmos que a função que descreve o comportamento da taxa de câmbio é linearmente dependente dos *fundamentals* e da mudança esperada da taxa de câmbio, os *fundamentals* não podem ter saltos ou descontinuidades, sendo o mesmo válido para as alterações na taxa de câmbio. Se há uma alteração no valor esperado dos *fundamentals* e se com o valor esperado da taxa de câmbio não ocorre o mesmo, a taxa de câmbio é completamente insensível aos *fundamentals* no limite da banda. Logo, a conclusão é que a taxa de câmbio é uma função não-linear dos *fundamentals* (Svensson, 1992:125).

¹¹ Segundo Svensson (1992:125), dois elementos devem estar claros para se entender o que significa o fato de uma variável seguir um movimento browniano sem *drift*: 1) sua evolução ao longo do tempo não deve apresentar saltos ou descontinuidades e; 2) as mudanças na variável em um determinado intervalo de tempo devem estar distribuídas como se fossem uma variável aleatória normal com média zero e variância proporcional à duração do intervalo de tempo considerado.

Embora o modelo de Krugman procure demonstrar o potencial estabilizador das bandas cambiais, Svensson (1992) aponta que os testes empíricos rejeitaram claramente o modelo. Tal rejeição seria devida, segundo o autor, às hipóteses adotadas por Krugman de perfeita credibilidade da *target zone* e utilização de intervenções marginais na defesa das paridades.

Ainda segundo Svensson (1992), a hipótese de perfeita credibilidade é claramente rejeitada para a maioria dos regimes de *target zones*, em diversos períodos. A hipótese de intervenções marginais também é rejeitada uma vez que as intervenções que ocorrem no interior da banda, as intervenções intra-marginais, constituem a regra e não a exceção.

Em relação à amplitude da banda cambial, ponto (ii), Frenkel & Goldstein (1986:662) apontam que esta deve ser larga o suficiente para acomodar distúrbios transitórios sem alterar a taxa de câmbio de equilíbrio e deve permitir que alterações na paridade central possam ocorrer dentro da banda sem o surgimento de crises especulativas¹². Nas palavras de Williamson (1985:66):

“A moral é que, tanto quanto a largura da banda cambial for maior do que a mudança na paridade central, é possível o ajuste da paridade central sem gerar crises especulativas.”

Frenkel & Goldstein (1986:663) ressaltam ainda que não há razão para que a amplitude das bandas se mantenha constante ao longo do tempo. Isso quer dizer que

“se a incerteza acerca do nível de equilíbrio da taxa de câmbio e sobre a natureza dos distúrbios (que podem afetar a taxa de câmbio) diminui com o

¹²Plihon (1994:9) demonstra que em caso de alteração da paridade central na qual a nova paridade central se mantenha dentro da banda de flutuação antiga, é muito menor o risco de uma crise especulativa do que se a nova paridade central se situe, devido à existência de margens de flutuação estreitas, fora da banda cambial antiga.

passar do tempo, bandas mais estreitas podem ser adotadas. De outro lado, se a turbulência da taxa de câmbio aumenta, bandas mais largas podem ser a solução. Decorre dos argumentos acima que não há pré-requisito lógico para que o tamanho das bandas seja o mesmo para todos os países membros.”

Uma observação crítica se faz pertinente à opinião apresentada acima. O uso de bandas diferenciadas entre os países e a possibilidade de alterá-las ao sabor da evolução da taxa de câmbio, através de medidas *ad hoc*, deve ser vista com muita atenção, porque, no limite, o uso de bandas diferenciadas que variem conforme a necessidade, descaracterizam o objetivo de um regime de *target zones* que é fornecer parâmetros mais seguros aos agentes econômicos quando da formação de suas expectativas sobre a evolução futura da taxa de câmbio. O risco é que um regime de *target zones* se transforme em um regime no qual cada taxa de câmbio bilateral se torne um caso específico a ser tratado isoladamente. Com isso, movimentos especulativos em relação a determinada paridade podem gerar movimentos instabilizadores sobre as demais paridades, levando o regime de *target zones*, como um todo, a mudar.

Deve ficar claro que não se trata de afirmar que os movimentos especulativos derivam do fato da banda cambial ser mais larga ou mais estreita. É a sua alteração ao sabor das necessidades que daria um efeito potencialmente desestabilizador. Em trabalho recente, Plihon (1994) demonstra que, no contexto da crise de 1992/93 no SME, o alargamento das bandas de flutuação das moedas participantes do Mecanismo Cambial Europeu — MCE — criou condições mais favoráveis à transição para a União Econômica e Monetária — UEM — devido à maior autonomia das políticas monetárias, ao permitir taxa de câmbio reais mais realistas e ao reduzir o risco de ataques especulativos.

De acordo com Svensson (1994a:159), a maior autonomia que as margens de flutuação dariam à política monetária pode ser demonstrada via um modelo simplificado. O autor supõe que a paridade não coberta da taxa de juros é válida e que, portanto, a

condição de equilíbrio do mercado internacional de capital pode ser representada da seguinte forma:

$$i_t^* = i_t^{**} + E_t(s_{t+\tau} - s_t)/\tau dt + r_t^* \quad (2.1)$$

na qual i_t^* e i_t^{**} representam a taxa de juros interna e externa, respectivamente, no instante t para um período τ ; $E_t(S_{t+\tau} - S_t)$ representa a expectativa de desvalorização da taxa de câmbio condicionada pela informação disponível no instante t ; dt é a duração do período τ e r_t^* é o prêmio de risco no instante t para o período τ .

Se não há margem de flutuação permitida para a taxa de câmbio, a paridade verificada no mercado (s_t) é igual à taxa central (c_t) e a equação (2.1) pode ser reescrita (desconsiderando-se o prêmio de risco):

$$i_t^* = i_t^{**} + E_t(c_{t+\tau} - c_t)/\tau dt \quad \text{com } c_t = s_t \quad (2.2)$$

Percebe-se da equação (2.2) que a taxa de juros doméstica é igual à taxa de juros externa mais a taxa de realinhamento antecipada da paridade central. A autoridade Monetária não tem nenhuma margem de manobra para fixar a taxa de juros doméstica, que deve estar alinhada à taxa de juros externa para que não ocorram movimentos de capitais desestabilizadores.

Nesta situação, na qual a margem de flutuação da taxa de câmbio é igual a zero, a Autoridade Monetária não tem autonomia para fixar a taxa de juros interna em um nível muito divergente da taxa de juros internacional. Se a taxa de juros interna for fixada muito abaixo da taxa de juros internacional, por exemplo, haverá uma saída de capitais e a perda de reservas internacionais poderá fazer com que a Autoridade Monetária tenha que aumentar a taxa de juros interna. Se a taxa de juros interna for fixada muito acima da taxa

de juros internacional, a entrada de capitais pode expandir a base monetária (supondo a ausência de intervenções esterilizadoras), o que traria a taxa de juros para níveis mais baixos. Percebe-se a perda de autonomia na fixação da taxa de juros doméstica para objetivos econômicos internos.

Em se permitindo uma margem de flutuação, a taxa de câmbio pode se desviar da paridade central num determinado montante (x_t):

$$s_t = c_t + x_t \quad (2.3)$$

Esta equação significa que a taxa de depreciação antecipada da moeda nacional, $E_t(s_{t+\tau} - s_t) / \tau dt$, pode ser dividida na soma de dois componentes, a taxa esperada de realinhamento da paridade central, $E_t(c_{t+\tau} - c_t) / \tau dt$, e a taxa de depreciação antecipada da moeda nacional em relação a paridade central, $E_t(x_{t+\tau} - x_t) / \tau dt$. Logo, a condição de equilíbrio da equação (2.1) pode ser reescrita como:

$$i_t^* = i_t^{*s} + E_t(c_{t+\tau} - c_t) / \tau dt + E_t(s_{t+\tau} - s_t) / \tau dt + r_t^* \quad (2.4)$$

Da equação (2.4) percebe-se que se a margem de flutuação da taxa de câmbio for diferente de zero, não é necessário que a taxa de depreciação antecipada da moeda em relação à sua paridade central seja sempre igual a zero. Plihon (1994:13) conclui: “é precisamente isso que dá graus de liberdade suplementares à política monetária.”

Suponhamos que para estimular a atividade econômica, o Banco Central diminua a taxa de juros interna. Com uma margem de flutuação diferente de zero, o Banco Central não precisa intervir imediatamente no mercado cambial, podendo deixar sua moeda depreciar no curto prazo e ultrapassar a paridade central. Se as expectativas são de que a taxa de câmbio irá retornar à paridade central no futuro, o resultado é que a depreciação

esperada da taxa de câmbio se torna negativa. Ou seja, a diminuição da taxa de juros interna é compensada pela diminuição de $E_t (s_{t+\tau} - s_t)/\tau dt$, mantendo válida a condição de equilíbrio descrita em (2.1).

A existência de uma banda cambial, bem como de expectativas de que a taxa de câmbio irá retornar à paridade central no futuro, permite que a Autoridade Monetária tenha uma certa autonomia para fixar a taxa de juros interna, sem que tenha que intervir necessariamente no mercado cambial¹³.

A discussão sobre a amplitude da banda cambial está ligada diretamente ao ponto (iii), ou seja, à determinação da frequência dos realinhamentos. Nas palavras de Frenkel & Goldstein (1986:663),

“a frequência na qual as paridades centrais (e as bandas de flutuação) devem ser alteradas deve refletir alterações nas condições econômicas reais bem como nos diferenciais de inflação entre os países. Exemplos de alterações nas condições econômicas reais podem ser alterações nos termos de comércio, diferenciais de produtividade da mão de obra e variação nas propensões a poupar e a investir entre países. Dado que tais alterações não acontecem em curtos intervalos de tempo, não há necessidade de se alterar as paridades centrais frequentemente devido a esse motivo. A magnitude dos diferenciais de inflação entre países vai depender, basicamente, do sucesso do regime de *target zones* em harmonizar a estrutura e as políticas macroeconômicas entre os países.”

Outro fator que influencia a frequência dos reajustes é a flexibilidade das políticas macroeconômicas.

¹³Svensson (1994a) demonstra que, para o caso da coroa sueca, uma margem de flutuação de +/- 2% permitiria reduzir em aproximadamente 0.5% a variância da taxa de juros, o que corresponde a um aumento significativo da autonomia do Banco Central.

“Posto que alterações nas condições econômicas reais podem ser reconciliadas tanto por alterações nas políticas macroeconômicas mantendo-se as bandas constantes quanto alterando-se as bandas e mantendo as políticas macroeconômicas constantes, resulta que políticas macroeconômicas inflexíveis implicam em alterações na paridade central e vice-versa.” (Frenkel & Goldstein, 1986:664)

Um importante aspecto, ainda em se tratando da frequência das alterações nas paridades, é a credibilidade que os agentes econômicos depositam no regime, tal qual ressaltado por Frenkel & Goldstein (1986:664). Alterações freqüentes reduzem a credibilidade das *target zones* e diminuem sua importância enquanto âncora das expectativas dos agentes econômicos. É bem verdade que alterações freqüentes na política econômica também minam a credibilidade, só que desta vez, das políticas. Logo, a freqüência ótima de reajustes deve levar em conta este *trade off*.

Um último ponto que merece destaque é o fato de reajustes freqüentes, devido a diferenciais de inflação e/ou em função de desequilíbrios do Balanço de Pagamentos, tornarem menos prováveis ataques especulativos pois, como aponta Williamson (1985:67), ajustes pouco freqüentes e em grande extensão são capazes de gerar efeitos mais desestabilizadores.

Em relação ao ponto (iv), a escolha entre *target zones* publicamente anunciadas (*loud zones*) ou mantidas como confidenciais em círculos restritos (*quiet zones*), pode-se considerar que a divulgação das bandas pode apresentar dois efeitos opostos e contraditórios. Por um lado, como defende Williamson (1985:68), a divulgação das bandas imprime uma clareza nas decisões e objetivos das Autoridades Monetárias no que tange ao uso dos instrumentos e aos objetivos de política econômica, fornecendo informações relevantes ao mercado. Se as políticas econômicas são tomadas de modo

coerente com o objetivos propostos, a publicação das margens tem efeitos estabilizadores. Por outro lado, ainda segundo Williamson (1985:68), existe a possibilidade de que quando uma taxa de câmbio estiver próxima do seu limite, quer inferior, quer superior, movimentos especulativos contra a moeda se estabeleçam. Tais movimentos são explicados pelo fato dos especuladores saberem que um realinhamento será necessário caso a taxa de câmbio saia das bandas estabelecidas. Nesta situação, um movimento especulativo com o objetivo de forçar a taxa de câmbio a sair da banda cambial pode se estabelecer (ou seja, forçando um realinhamento das paridades) e, caso obtenha sucesso, permitir ganhos aos especuladores que anteciparam tal movimento.

Uma alternativa pode ser a determinação e a divulgação de uma banda de flutuação oficial enquanto que as Autoridades Monetárias se comprometem, sigilosamente, em defender uma margem de flutuação mais estreita^{14, 15}. Dessa forma, o regime cambial “passa a funcionar com duas margens de flutuação concêntricas: uma margem larga, oficial, de um lado; e uma margem estreita, implícita, de outro.” (Plihon, 1994:15)

2.3.4 Instrumentos de política econômica

Um ponto muito debatido se refere à utilização e à eficácia dos instrumentos de política econômica no objetivo de se manter as paridades dentro das margens estabelecidas. Considerar-se-á, primeiramente, o uso da política monetária.

A primeira vantagem apontada por Mussa et al. (1994:29) no uso da política monetária está na sua flexibilidade de curto prazo, pois ela pode ser alterada de forma

¹⁴Klein (1992) aponta que a incerteza dos agentes econômicos acerca do tamanho das margens de flutuação poderia ter como resultado o fato de uma pequena intervenção não esterilizada no mercado monetário causar um grande salto na taxa de câmbio. O impacto da intervenção seria tanto maior quanto maior a incerteza sobre o verdadeiro tamanho das margens de flutuação.

¹⁵Para Ito (1993b), houve uma *target zone* secreta entre o Japão e os Estados Unidos entre outubro de 1986 e outubro de 1987. Segundo o autor, ter-se-ia tratado de uma *quiet zone* entre ambos os países no objetivo de minimizar as flutuações entre o dólar e o iene.

rápida em resposta a quaisquer distúrbios econômicos. Além disso, ainda segundo os autores, o país que adotasse um regime de *target zones* ou de taxa de câmbio *pegged* teria que apresentar uma rígida disciplina monetária pois, ao colar sua taxa de câmbio à uma outra moeda de um país que tenha uma sólida reputação na manutenção da estabilidade de preços, a necessidade de manter a *target zone* forçaria o país a manter uma política monetária “adequada” a este objetivo, beneficiando-se, assim, da credibilidade do país âncora¹⁶. A vantagem de uma política monetária necessariamente rígida seria, segundo uma visão ortodoxa, a sinalização aos agentes econômicos de que um dos determinantes básicos do comportamento dos preços (inclusive da taxa de câmbio) estaria sob controle da Autoridade Monetária. Desta forma, ao saber quando esperar e o que esperar da política monetária, as expectativas sobre o futuro da taxa de câmbio seriam estabilizadas¹⁷.

Entretanto, em uma aproximação mais crítica, percebe-se que o uso da política monetária apresenta algumas dificuldades e desvantagens consideráveis, que podem ser melhor compreendidas ao se estudar os principais instrumentos de política monetária separadamente. Desta forma, segundo Plihon (1995:12), a política monetária pode ser dividida em três instrumentos principais: as intervenções esterilizadoras no mercado cambial, a manipulação das taxas de juros e o controle de capitais.

O uso das intervenções esterilizadoras no mercado cambial significa a utilização das reservas cambiais por parte das Autoridades Monetárias com a intenção de influenciar as paridades cambiais, mantendo-se a base monetária constante. Tal instrumento “permitiria à Autoridade Monetária influenciar a taxa de câmbio, mantendo, simultaneamente, o controle sobre a oferta monetária doméstica” (Frenkel & Goldstein,

¹⁶Segundo Giavazzi & Giovannini (1989:85), é o que ocorre no SME, onde os países colam suas taxas de câmbio ao Marco alemão e alteram suas paridades quando diferenciais de inflação ocorrem. Como o *Bundesbank* tem uma “baixa propensão” à inflação, as expectativas inflacionistas nos demais países são desencorajadas, em um efeito de “credibilidade importada”.

¹⁷Sargent & Wallace (1990) demonstram que a política monetária pode ser ineficaz no objetivo de se controlar a inflação. A implicação disto é que as expectativas dos agentes econômicos a respeito da política monetária futura (ou seja, do nível de inflação) pode causar efeitos desestabilizadores na taxa de câmbio.

1986:666). Assim, tal instrumento permitiria ao Banco Central dissociar, temporariamente, os objetivos internos e externos de política monetária (Plihon, 1991:98). Contudo, baseado em estudos empíricos sobre o papel das intervenções esterilizadoras, Mussa et al. (1994:27) concluíram que tais intervenções têm um poder limitado para influenciar as taxa de câmbio de médio e longo prazos^{18, 19}. Um dos motivos, segundo Plihon (1991:cap. 1; 1995:13), é que mesmo com as facilidades de créditos internacionais entre os Banco Central, as reservas cambiais destes são insuficientes para fazer frente a crises especulativas profundas, posto que o seu montante é muito inferior aos capitais transnacionais passíveis de especular contra determinada moeda. Isso não implica em dizer que as intervenções representem um instrumento a ser desconsiderado. Significa apenas que tal instrumento deve ser coadjuvante na defesa das *target zones* e não um instrumento principal, atuando na contenção da volatilidade da taxa de câmbio mas não nos desalinhamentos desta²⁰.

Quanto ao instrumento taxa de juros, Plihon (1995:13) ressalta que este também tem um poder limitado na defesa das *target zones* e, portanto, também deve ser utilizado como instrumento coadjuvante na manutenção das paridades vigentes. A limitação se deve à necessidade de que as taxas de juros internas sejam alteradas profundamente para influenciar de forma adequada o movimento internacional de capitais. Os níveis que a taxa de juros interna pode atingir podem resultar em situações muito negativas para o nível de atividade econômica interna do país.

¹⁸Por exemplo, “a intervenção será útil apenas quando complementar e dando suporte a outras políticas” (Jurgensen Report, *apud* Frenkel & Goldstein, 1986:666).

¹⁹Para Frankel & Dominguez (1993), as intervenções esterilizadoras são eficientes ao influenciar as taxa de câmbio via as posições de portfólio e ao influenciar as expectativas sobre a evolução futura da taxa de câmbio. Entretanto, Almenkinders & Eijffinger (1991a) apontam que as intervenções esterilizadoras podem não ser eficazes para influenciar as posições de portfólios dos agentes econômicos. Neste caso, os efeitos das intervenções só se dariam se houvesse expectativas de mudanças na política monetária decorrente das operações no mercado cambial.

²⁰Almenkinders & Eijffinger (1991b) apontam para a necessidade de se dividir as intervenções esterilizadoras em dois tipos: as que procuram influenciar as paridades sem alterar a tendência da evolução da taxa de câmbio verificada no período recente e; as intervenções que buscam alterar a tendência verificada na evolução das paridades. Ainda segundo os autores, a primeira forma de intervenção teria efeitos desprezíveis na evolução da taxa de câmbio.

“À título de ilustração, para se defender com eficácia uma moeda de ataques especulativos baseados numa depreciação antecipada de 10% no horizonte de um mês, seria necessário aumentar em mais de 120% o nível da taxa de juros de curto prazo, o que não é, evidentemente, compatível com os objetivos internos de política econômica.” (Plihon, 1995:13)

Além deste efeito, deve-se considerar que países com moedas mais fortes conseguem maiores efeitos com menores variações na taxa de juros, enquanto que países possuidores de moedas mais fracas devem manter a taxa de juros nominal relativamente muito mais alta para compensar uma depreciação esperada da taxa de câmbio (Plihon, 1991:98). Goodhart (1994) aponta ainda um possível efeito perverso da elevação das taxas de juros como instrumento de defesa da paridade cambial. Segundo o autor,

“o mecanismo (das) dinâmicas financeiras é essencialmente o seguinte: os administradores de portfólios deslocam fundos entre os mercados nacionais de títulos para se beneficiar dos diferenciais de juros locais. (...) . Simultaneamente, eles cobrirão seus riscos de câmbio por meio de opções futuras de venda. Estas opções concretizam-se em troca de moedas no momento em que a paridade da moeda local caia abaixo do limite fraco da banda.

Se a taxa corrente de câmbio já tiver muito próxima do limite inferior da banda, elevar as taxas de juros como defesa da moeda local exerce pressões baixistas sobre a taxa de câmbio a termo. Isso faz com que aqueles que, anteriormente, subscreveram opções de venda realizem vendas de cobertura. Se até então houve entradas significativas de capitais devido exclusivamente ao diferencial de juros, pode haver um volume massivo de vendas de cobertura *quando e se* uma elevação nos juros conduzir a uma taxa de câmbio futura inferior à do limite inferior da banda. Desta forma, um Banco Central que tenha elevado sua taxa de juros com expectativa de fortalecer a taxa de câmbio

corrente, pode ser frustrado e ver-se tendo que lidar com uma onda de vendas de cobertura.” (Goodhart, 1994:15)

Finalmente, o uso do instrumento de controle de capitais também é limitado. Primeiro, Frenkel & Goldstein (1986:666) apontam que controles de capital agressivos podem ser ineficazes na limitação dos fluxos internacionais de capital devido ao surgimento de inovações financeiras exatamente com o objetivo de evitar tais controles. Segundo, Mussa et al. (1994:28) ressaltam que caso este instrumento seja utilizado para englobar todos os tipos de transações de capital, o resultado pode ser uma má alocação de recursos na economia (sobretudo se a diferenciação entre capitais produtivos e especulativos for muito difícil de operacionalizar). Além disso, o uso de tal instrumento pode ter vários opositores devido à tendência de liberalização financeira verificada atualmente. Estes fatores impõem limites ao uso dos controles de capital enquanto instrumentos de manutenção das paridades dentro das bandas de flutuação²¹. Não se trata de descartar sua importância. Como destaca Triffin (*apud* Baer, 1995:104):

“minha tese fundamental é que nem taxa de câmbio fixas nem flutuantes podem funcionar satisfatoriamente na ausência de controles internacionais, que unifiquem as restrições sobre a fantástica explosão de liquidez internacional.”.

Mas a principal limitação do uso da política monetária está na escolha que geralmente se impõe entre usá-la com objetivos internos ou externos, tal qual ressaltam Frenkel & Goldstein (1986:665) e Mussa et al. (1994:26). De fato, a ocorrência de choques externos que afetem o país (ou os países) central do regime de *target zones*, explicita o *trade off* entre os objetivos internos e externos de política monetária. No caso do SME, a ocorrência de um choque externo atinge os países do SME de forma

²¹Entretanto, Giavazzi & Giovannini (1989) ressaltam que (até o ano de publicação do livro) os controles de capitais no SME foram fundamentais para a manutenção das paridades cambiais intra-SME.

assimétrica. Por exemplo, um aumento da taxa de juros nos Estados Unidos pode obrigar a Alemanha aumentar o nível da sua taxa de juros interna para que não haja movimentos desestabilizadores de capital em direção aos Estados Unidos. Choques exógenos desta natureza obrigam aos países do SME modificar suas políticas internas (alterar as taxas de juros domésticas) para que movimentos de capitais não inviabilizem o regime de paridades fixas. Caracteriza-se, nesta situação, um *trade off* entre utilizar os instrumentos de política econômica para objetivos internos ou para a manutenção das paridades cambiais. O resultado interno desse aumento da taxa de juros são efeitos potencialmente desastrosos: queda do nível de investimento, aumento do serviço da dívida pública, recessão etc. Fica clara a escolha entre aumentar a taxa de juros para garantir a manutenção das paridades ou manter a taxa de juros baixa para não penalizar metas econômicas domésticas²².

Dadas as limitações no uso da política monetária para a manutenção das paridades dentro das margens de flutuação estabelecidas, existem sugestões que visam aumentar sua eficácia. Segundo Plihon (1995:13), tais sugestões podem ser divididas, de maneira genérica, entre as de orientação ortodoxa e as de inspiração keynesiana. Na primeira, a credibilidade (e a conseqüente eficácia) da política monetária seria conseguida via a independência do Banco Central.

“Tal interpretação aponta que a ineficiência da política monetária face aos movimentos especulativos, em uma situação de perfeita mobilidade de capital, pode ser explicada a partir de antecipações auto-realizáveis. Ou seja, os mercados provocam as crises cambiais ao antecipá-las. São os ataques especulativos que causam as modificações na política econômica.

Quando uma moeda é atacada, um equilíbrio múltiplo se verifica. Dada a reação do Banco Central, dois equilíbrios podem surgir: (i) caso o Banco Central seja tido como ‘fraco’ (*wet central bank*) o ataque especulativo

²²Cabe lembrar a diferença de “peso” entre um aumento nas taxas de juros americanas e um aumento nas taxas de juros na Espanha, por exemplo. A Espanha talvez tenha que elevar suas taxas de juros mais do que o aumento de juros nos Estados Unidos para que seja eficaz na contenção da fuga de capitais.

conduziria a uma depreciação imediata da moeda; a depreciação proveria da falta de credibilidade da política monetária; (ii) caso o Banco Central seja tido como 'forte' (*dry central bank*), este reagiria ao ataque especulativo através de um aperto na política monetária. Esta reação sendo antecipada, a taxa de câmbio se apreciaria imediatamente. Logo, segundo esta visão, um Banco Central crível não pode sofrer ataques especulativos." (Plihon, 1995:13)

A sugestão "keynesiana" para aumentar a eficácia da política monetária consiste em aumentar a eficácia da regulação nos mercados cambiais, posto que

"a credibilidade (na condução da política monetária) não é considerada como sendo suficiente na luta contra a instabilidade causada pela especulação. A idéia central é que os mercados financeiros não podem se auto-regular e são sujeitos ao 'risco sistêmico'. Por 'risco sistêmico', compreenda-se o risco de instabilidade global que resulta da propagação de movimentos especulativos nos mercados quando a interação dos comportamentos individuais, longe de levar a ajustes corretivos, agrava os desequilíbrios. A 'crise sistêmica' está ligada ao próprio funcionamento do sistema e só pode, portanto, ser resolvida através de uma regulação de ordem externa (fora do mercado), tal como intervenções das autoridades monetárias." (Plihon, 1995:14)

Para Plihon (1995.14-5), a regulação pode assumir duas formas. A primeira seria uma maior coordenação das políticas econômicas entre os países, fornecendo sinais coerentes ao mercado sobre a evolução futura da taxa de câmbio, de modo a "enviar sinais coerentes ao mercado de forma a fornecer uma 'âncora' estável às expectativas dos operadores" (Plihon, 1995:14). No entanto, os problemas a serem enfrentados na operacionalização desta sugestão são consideráveis, dado as diferentes visões e interesses políticos quanto aos ajustes que cada país deve empreender e o grau de sacrifício exigido individualmente em favor de uma melhora do sistema como um todo (Cebrap/Pnud, 1994:91).

A necessidade de maior coordenação efetiva entre os países na condução da política econômica apresenta certas dificuldades conforme aponta o trabalho do Cebrap/Pnud (1994:68). Primeiro, há uma falta de incentivo na promoção de políticas coordenadas, posto ser mais interessante para um país, caso possua capacidade para tanto, forçar os demais a se ajustar. Segundo, quanto maior o tamanho e menor o grau de dependência comercial em relação ao exterior, menor o incentivo à coordenação, uma vez que o país estaria mais isolado de choques externos. Terceiro, tal coordenação entre os países depende de negociação política interna em cada deles, o que pode resultar em uma posição contrária à uma situação que resulte em uma melhora comum a todos. Finalmente, existem custos de transação devido ao tempo necessário para se chegar a um consenso sobre a forma a ser assumida pela coordenação.

A segunda ação reguladora apontada por Plihon (1995:14-15) é a regulamentação do sistema financeiro. O potencial desestabilizador dos movimentos de capitais privados deve ser contido através de restrições seletivas sobre os fluxos de capital, via mecanismos de regulação e de controle mais eficientes que dêem conta, por exemplo, do risco do mercado de derivativos (Goodhart, 1994).

“A expansão dos derivativos financeiros, por um lado, permite aos agentes aceder a instrumentos que os resguardem individualmente contra riscos. Por outro, no entanto, aumenta o risco sistêmico, pois faz com que haja um número crescente de agentes des- ou mal-informados atuando (no mercado), implicando (em) problemas de transparência e de interpretação de sinais emitidos pelo mercado.” (Cebrap/Pnud, 1994:89)

As restrições aos movimentos de capital seriam utilizadas somente com o propósito de reduzir a capacidade dos mercados cambiais criar e propagar turbulências. Como já foi frisado, a dificuldade está em distinguir com eficácia os movimentos de

capitais especulativos dos movimentos de capitais produtivos sendo que, além disso, a regulamentação vai contra a tendência de liberalização financeira verificada atualmente.

Embora a tendência de liberalização financeira seja dominante atualmente, Krugman (1995:43) é claro a respeito do futuro:

“cedo ou tarde, entretanto, alguns desses governos irão redescobrir os atrativos dos mecanismos de controle de capital. Como já aconteceu tantas vezes no passado, alguns desses países, em atitude de desespero, irão impor regulamentações para desestimular a fuga de capitais. Descobrirão que ao mesmo tempo que essas regulamentações efetivamente aumentam o custo de se fazer negócios, esse custo parece menor se comparado à capacidade recém-adquirida de conter ataques especulativos temporários sem precisar impor taxas de juros punitivas.”

Tendo apresentado as vantagens e limitações do uso da política monetária, resta o papel desempenhado pela política fiscal no objetivo de se manter as taxas de câmbio dentro das margens estabelecidas. Frenkel & Goldstein (1986:667) e Mussa et al. (1994:28) consideram que a política fiscal não é tida como um instrumento eficaz por várias razões.

Primeiro, seu uso é limitado face ao seu papel no que tange à credibilidade do governo em relação às metas de inflação. Se déficits fiscais são interpretados como sendo uma das fontes de um processo inflacionário, podem ocorrer pressões políticas para que a política fiscal garanta o equilíbrio fiscal (Mussa et al., 1994:28). Uma política fiscal expansionista pode apreciar o câmbio mas se as expectativas de que tal expansão da política fiscal irá gerar aumento das taxas de inflação, o que diminui a credibilidade do governo, capitais internacionais em fuga podem desvalorizar o câmbio, em um efeito oposto ao pretendido. Segundo, Frenkel & Goldstein (1986:667) ressaltam a baixa

flexibilidade da política fiscal é baixa quando da necessidade de resposta a especulações cambiais.

Por último, não é clara a interpretação da ligação entre os desequilíbrios fiscais e a dinâmica da taxa de câmbio. “Não é claro se alterações nas taxas de câmbio são capazes de enviar, de forma clara, mensagens sobre a necessidade de ajustes na política fiscal” (Mussa et al., 1994:28). Taxas de câmbio depreciadas podem ser interpretadas como indicativas da necessidade de se obter um equilíbrio fiscal. Entretanto, não é claro qual seria o resultado em relação à taxa de câmbio quando atingido o equilíbrio fiscal.

Conclui-se que nenhum instrumento de política econômica, quando isolado, é suficiente, nem perfeito quando o objetivo é manter as paridades dentro das margens de flutuação. Assim, tais instrumentos devem ser utilizados de forma complementar e conjunta, somados a políticas coordenadas de vigilância das flutuações da taxa de câmbio entre os países.

2.4 Conclusões

Os fenômenos de globalização e a liberalização financeiras podem ser responsabilizados pelo aumento da instabilidade econômica no âmbito internacional verificado nos últimos anos. Estes fenômenos, ao influir na dinâmica financeira e monetária internacional, ressaltam a crescente incompatibilidade entre:

- a grande mobilidade internacional de capital;
- a independência da política monetária para alcançar objetivos econômicos internos;
- a manutenção da estabilidade cambial²³.

²³ Aglietta (1986) demonstra como esses três elementos foram compatibilizados no padrão-ouro e em Bretton Woods.

Para se solucionar o *trade off* entre os objetivos internos e externos de política econômica e a instabilidade cambial e econômica decorrente dos fenômenos apontados, é fundamental que se determine a existência (ou não) de condições necessárias e suficientes que garantam maior estabilidade econômica ao SMI, bem como aos países individualmente. É nesta busca que se encaixa a sugestão de *target zones* enquanto meio de se obter a desejada redução na instabilidade econômica mundial. Deve ficar claro que, embora a discussão deste capítulo tenha sido baseada na proposta de *target zones* entre as principais moedas internacionais, o objetivo último é apontar as implicações e dificuldades na adoção unilateral e na manutenção de um regime de câmbio fixo com margens de flutuação para um país individual.

No regime de *target zones* entre as principais moedas internacionais, cada país deve utilizar seus instrumentos de política econômica para manter as paridades dentro das margens estabelecidas, sendo que a possibilidade de flutuação das paridades daria um certo grau de liberdade para as políticas monetárias dos países. Neste regime, não há instrumento de política econômica redundante pois todos os países usariam suas políticas monetárias para manter as paridades dentro das bandas de flutuação estabelecidas. Torna-se necessária a cooperação e a coordenação entre os países na busca do objetivo comum de estabilidade monetária e cambial.

Para um país individual, as dificuldades e restrições na adoção e manutenção de um regime de câmbio fixo com margens de flutuação vão depender do contexto internacional no qual ele é aplicado. Se a adoção de tal regime for no âmbito de uma *target zone* entre as principais moedas internacionais, o objetivo de manter a estabilidade das paridades pode ser menos difícil, posto o grau de cooperação e coordenação da política econômica entre os países para este fim comum. No entanto, se a adoção de um regime de câmbio fixo com margens de flutuação não for acompanhada por políticas coordenadas e por cooperação internacional, as dificuldades enfrentadas serão muito

maiores uma vez que o país, individualmente, terá que atuar para a manutenção das paridades. Estas dificuldades são particularmente importantes para países que fixam sua taxa de câmbio em relação a determinada moeda, permitindo uma margem de flutuação na paridade, com a intenção de fornecer uma âncora para as expectativas dos agentes econômicos. Em tal situação, as dificuldades para se manter o regime cambial podem ter impactos negativos para a economia do país.

Uma dificuldade enfrentada por um país na manutenção unilateral de um regime de câmbio fixo com margens de flutuação está na

“dificuldade de se colocar, a longo prazo, o objetivo de estabilidade monetária-cambial acima de outras metas domésticas. Os ganhos de eficiência decorrentes da estabilidade cambial não são tão claramente percebidos pelo público como são os custos de desemprego, da elevação dos juros e da diminuição do investimento.” (Miranda, 1995:5)

Também deve ser ressaltada que a manutenção da estabilidade cambial encontra dificuldades advindas da grande mobilidade internacional dos capitais privados. Tal dinâmica aumenta o potencial desestabilizador dos fluxos de capitais, ao permitir que as taxas de câmbio apresentem grande volatilidade e turbulência, conforme analisado no capítulo anterior.

O SME é um exemplo usualmente utilizado na defesa do sucesso de um regime de *target zones*, uma vez que no SME logrou-se diminuir a instabilidade cambial dentro da Comunidade Econômica Européia — CEE — enquanto que a instabilidade cambial fora da CEE aumentou consideravelmente (Walter, 1991). Poder-se-ia concluir que o regime de *target zones* é o principal responsável por este resultado. Entretanto, a eficácia das *target zones* deve ser relativizado.

Em primeiro lugar, a Alemanha, país âncora do SME, tem mais da metade do seu comércio exterior intra-CEE, com quase 50% da sua pauta de exportações constando de bens de capital, que gozam de confiança na sua qualidade, incorporam tecnologias avançadas e têm, portanto, uma alta inelasticidade-preço na sua demanda (Hees, 1993). Essa estrutura comercial faz com que a Alemanha tenha sólidas relações comerciais intra-CEE, beneficiando-se do crescimento econômico desses parceiros. E é essa sólida estrutura comercial que age como um “filtro protetor” em relação a choques externos, dando uma grande estabilidade econômica ao SME. Além disso, a assimetria do SME, no qual a Alemanha é o país âncora, pode ser considerada um dos fatores da estabilidade do sistema, pois esta assimetria é benéfica para todos. A Alemanha evita o risco de “desvalorizações competitivas” por parte dos demais países e estes se aproveitam da estabilidade monetária “importada” da Alemanha. Complementando o que já foi dito no capítulo anterior, os países do SME, exceto a Alemanha, embora possuidores de moedas de “segunda linha”, têm uma inserção que extrapola os fluxos monetários e financeiros entre eles, dado os sólidos fluxos comerciais e de investimentos diretos entre os países da CEE.

Entretanto, mesmo esta sólida inserção internacional não foi suficiente para evitar o movimento instabilizador ocorrido em 1992/93, alertando para situação dos países que têm uma inserção mais precária, calcada, fundamentalmente, em fluxos monetários e financeiros. A crise de 1992/93 representou a saída de países importantes do SME do Mecanismo Cambial Europeu.

Em segundo lugar, para Hallet (1992), um regime de *target zones* entre os países constitutivos do chamado G-5 é uma condição necessária mas não suficiente para a estabilidade e o crescimento econômico. O autor, baseado em testes econométricos próprios e em outros trabalhos empíricos, sustenta que a fixação da taxa de câmbio serviria apenas para aumentar a estabilidade cambial. Nas palavras do autor,

“a maior contribuição da fixação da taxa de câmbio é a maior estabilidade (cambial); em sua ausência, as alterações na taxa de câmbio aumentariam 30 % (em média), com apenas uma pequena piora na performance de outros objetivos (de política econômica).” (Hallet, 1992:911)

Assim sendo, o autor sugere que os condutores da política econômica devem priorizar objetivos econômicos internos, ou seja, o *trade off* entre objetivos internos e externos deve ser resolvido em favor do primeiro. Nos termos de Hallet (1992:912),

“os condutores de política econômica devem se concentrar em melhorar as (a eficiência das) políticas existentes do que devotar grandes esforços em manter certas ‘target zones’.”

Por fim, Svensson (1994b) estende a crítica anterior e considera que um regime de *target zones* não é condição necessária nem suficiente para a estabilidade econômica. Segundo o autor, certas dificuldades impediriam que um regime de taxas de câmbio fixas com margens de flutuação fosse necessário para alcançar a estabilidade econômica.

Primeiro, taxas de câmbio fixas (mesmo com margens de flutuação) são de difícil manutenção devido ao grande aumento da mobilidade internacional de capitais. Além disso, a necessidade de alteração das paridades frente a choques reais assimétricos e a diferenciais de inflação pode não apenas ser difícil de viabilizar, como pode, no limite, tronar insustentável o regime de câmbio fixo. Além disso, a contenção de ataques especulativos é difícil e custosa devido aos impactos negativos do aumento da taxa de juros interna.

Segundo, taxas de câmbio fixas podem ser contraditórias com a estabilidade de preços ao gerar políticas monetárias pró-cíclicas (argumento também conhecido como a “crítica de Walters”). De acordo com esta visão, supondo que a taxa de juros nominal de

um país se situe acima da taxa de juros internacional, há um influxo de capitais para o país até que a taxa de juros interna se encontre nos níveis internacionais. Na ausência de uma política de esterilização e supondo um regime com taxas de câmbio fixas, o influxo de capitais resulta em um aumento da quantidade de moeda na economia, gerando um impulso inflacionário. Com isto, a taxa de juros real diminuirá, facilitando o crédito e realimentando o impulso inflacionário. Finalmente, a estabilidade e a credibilidade monetária devem anteceder a opção por taxas de câmbio fixas, na opinião de Svensson (1994), devendo esta ser utilizada enquanto complementar na manutenção da estabilidade econômica.

É possível se depreender, portanto, que nem os regimes canônicos nem o regime de câmbio fixo com margens de flutuação são capazes de garantir a estabilidade cambial e econômica desejada. Esta incapacidade advém das limitações teóricas apresentadas por cada regime bem como das dificuldades impostas pelo contexto histórico no qual se inserem.

Esquemáticamente, o regime de câmbio flexível dá plena liberdade aos condutores da política econômica para utilizar os instrumentos política econômica na busca de objetivos econômicos internos. Entretanto, a instabilidade da taxa de câmbio verificada neste regime apresenta efeitos negativos para os fluxos comerciais e para a formação de expectativas dos agentes econômicos. Já o regime de câmbio fixo tem o mérito de minimizar a volatilidade da taxa de câmbio ao custo de direcionar os instrumentos de política econômica para este fim, em detrimento de outros objetivos econômicos internos.

O regime de câmbio fixo com margens de flutuação pretende ser uma solução de compromisso entre os regimes canônicos. Quando comparado ao regime de câmbio flexível, representa uma perda de autonomia da política econômica, uma vez que esta deve ser utilizada na defesa do regime cambial embora possibilite uma diminuição da volatilidade da taxa de câmbio. Quando comparado ao regime de câmbio fixo, o regime com margens

de flutuação apresenta um maior grau de liberdade na condução da política econômica, posto que, embora a defesa do regime cambial seja prioritária, há uma capacidade, em certa medida, de manobra da política monetária para outros objetivos de política econômica e/ou para evitar o surgimento de crises especulativas contra a moeda nacional. Neste regime, impõe-se uma restrição à condução da política fiscal. Esta não pode ser expansionista de maneira a gerar déficits fiscais inter-temporais, posto que, nesta situação, haverá dúvidas sobre a necessidade de redirecionamento da política monetária para financiar o déficit fiscal.

Os diferentes contextos históricos, as mudanças do contexto internacional e da situação econômica de cada país, fazem com que cada regime adquira características específicas, tornando-o mais adequado a determinada circunstância²⁴. Além disso, se a manutenção destes regimes não contar com um certo grau de cooperação entre os países - no que tange à adoção de controles de capital, acordos e políticas comuns além da esfera monetária e financeira e políticas de vigilância sobre várias variáveis econômicas - as dificuldades enfrentadas por um país individual na manutenção unilateral de um regime (sobretudo de um regime de câmbio fixo com margens de flutuação, devido à incompatibilidade entre os elementos apontados no início deste item) são muito maiores, dado o *trade off* entre direcionar os instrumentos de política econômica para a manutenção do regime cambial ou o direcionamento para outros objetivos internos de política econômica.

Conclui-se, portanto, que a instabilidade econômica dos últimos anos, decorrente dos processos de globalização e liberalização financeiras, não encontra solução na simples escolha do regime cambial adequado²⁵. Aqueles processos representam uma fonte externa

²⁴A opinião aqui expressa difere, portanto, da visão de Eichengreen (1995:29, grifo nosso), para quem a "evolução de um determinado regime cambial pode alterar, por si só, a relação custo/benefício (do regime) e levar à escolha de um regime alternativo."

²⁵Esta conclusão é compartilhada por Smithin (1993:cap.7), para quem, dentro de uma ótica pós-keynesiana, a escolha de um regime cambial é condicionada pelos diferentes contextos internacionais.

de instabilidade para cada país, atuando como uma restrição e representando uma dificuldade crescente na condução da política econômica. Para um país isolado, esta instabilidade econômica e a impossibilidade de que um regime cambial seja capaz de neutralizar os efeitos negativos desta instabilidade representa uma limitação à condução de programas de estabilização.

CAPÍTULO 3 - Âncoras cambiais e estabilização

3.1 Introdução

Nos capítulos anteriores, procurou-se demonstrar que os processos de globalização e liberalização financeiras verificados nos últimos anos afetaram a dinâmica do SMI ao ressaltar a importância de novos fatores na determinação da taxa de câmbio. Tais mudanças instabilizaram os mercados cambiais nacionais e internacionais, restringindo a capacidade dos regimes cambiais em evitar os efeitos negativos desta instabilidade.

Os processos de globalização e liberalização financeiras representam uma fonte externa de instabilidade para cada país, dado o potencial desestabilizador dos fluxos internacionais de capital sobre a evolução da taxa de câmbio. Tais processos atuam como uma restrição e representam uma dificuldade crescente na condução da política econômica interna, devido ao *trade off* entre direcionar os instrumentos de política econômica para fins internos ou fins externos. As propostas de adoção coordenada de um regime de câmbio fixo com margens de flutuação administrada dentro de *target zones* visam reduzir, pelo menos em parte, o *trade off* colocado. Entretanto, conforme visto no capítulo anterior, a necessidade prioritária de manter o regime cambial condiciona as opções de política econômica.

Os problemas econômicos, sobretudo a inflação, enfrentados pelos países da América Latina nos anos 80 e 90 e, mais recentemente, pelos países do leste europeu, serviram como motivação para o desenvolvimento de trabalhos sobre o uso da taxa de

câmbio como âncora nominal em programas de estabilização. Assim sendo, este capítulo pretende resenhar contribuições recentes selecionadas sobre o tema.

A maior parte dos textos selecionados foi divulgada em publicações recentes do Banco Mundial e do Fundo Monetário Internacional ou a autores relacionados a estas instituições. Deve-se notar que o enfoque teórico sobre as estratégias de estabilização em economias periféricas presente nestes trabalhos demonstra uma evolução no pensamento dessas instituições sobre as estratégias de estabilização em economias periféricas. Nos anos 70 e meados dos anos 80, o enfoque ortodoxo daquelas instituições era baseado na visão monetarista, para a qual câmbio flutuante, âncora monetária e política monetária discricionária eram elementos fundamentais para os programas de estabilização propostos. Já os trabalhos aqui resenhados enfatizam as vantagens da âncora cambial com câmbio administrado para o sucesso dos programas de estabilização.

Esta nova orientação para os programas de estabilização tem paralelo nas novas visões sobre as políticas de desenvolvimento para os países periféricos, nas quais aceita-se a intervenção do Estado na promoção de exportações, nos moldes do modelo asiático (Canuto, 1994). Dessa forma, fazendo uma analogia com o trabalho de Canuto (1994), utilizaremos o termo “nova ortodoxia” para designar a atual visão do Banco Mundial e do Fundo Monetário Internacional, expressa pelos autores aqui resenhados. Não é claro, entretanto, se esta “nova ortodoxia” representa uma mudança definitiva na visão daquelas instituições ou se representa uma mudança temporária de enfoque, adequada a uma conjuntura internacional favorável aos fluxos financeiros para os países subdesenvolvidos.

Isto posto, o próximo item procura apontar, de acordo com a visão da “nova ortodoxia”, qual a melhor âncora nominal a ser escolhida para o programa de estabilização, ressaltando as vantagens e desvantagens de uma âncora cambial em relação às demais.

No item seguinte, discute-se as vantagens de um regime de câmbio fixo com margens de flutuação em relação a um regime de câmbio absolutamente fixo, no que toca à sustentabilidade e possibilidade de sucesso de um programa de estabilização com âncora cambial. A seguir, aponta-se para a necessidade, teórica, de obtenção de um equilíbrio fiscal inter-temporal em um programa de âncora cambial, posto que este é condição básica para a sustentabilidade do programa de estabilização. Discute-se, também, o grau em que uma âncora cambial permite obter o equilíbrio fiscal inter-temporal.

No último item são sintetizadas as principais contribuições dos textos resenhados.

3.2 A escolha da âncora nominal

Segundo a visão da “nova ortodoxia”, desequilíbrios reais na economia, ao gerar efeitos monetários, estariam na raiz do processo inflacionário. Segundo Fischer (1986:247), estes desequilíbrios reais refletem-se nos déficits público e/ou de transações correntes. Para que um país, caracterizado por um processo de alta inflação, obtenha sucesso na estabilização de sua economia, os desequilíbrios econômicos fundamentais devem ser eliminados de forma a se tornarem compatíveis com um novo e mais baixo nível inflacionário. Para tanto, déficits fiscais e/ou de Balanço de Pagamentos devem ser corrigidos. Nas palavras de Fischer (1986:247),

“se os impostos estiverem em níveis muito baixos, o déficit fiscal pode ser reduzido por um aumento dos impostos. Se já estiverem em níveis elevados, é preferível cortar os gastos (do governo). O desequilíbrio do Balanço de Pagamentos pode ser amenizado por meio de uma diminuição da demanda interna (de produtos ‘importáveis’)”

e de uma desvalorização cambial, pois ambos têm o efeito de melhorar o saldo de transações correntes. Em uma situação de déficit de transações correntes,

“o objetivo da política econômica deve ser a manutenção do pleno emprego via a troca do gasto doméstico pela produção interna de ‘importáveis’ e pelo aumento da produção para exportação.

Os desequilíbrios fiscal e de balança comercial não podem, geralmente, ser corrigidos completamente por uma política fiscal restritiva, embora uma política fiscal contracionista possa ser capaz de garantir que ambos os desequilíbrios se mantenham em patamares que permitam seu financiamento pelo mercado.” (Fischer, 1986:247)

Entretanto, o reequilíbrio fiscal não implica, na visão de Bruno (1991:20), necessariamente no fim da inflação¹. Segundo o autor, a inflação pode se manter mesmo que a sua causa fundamental, os desequilíbrios reais refletidos no déficit público, tenha sido eliminada, dependendo do grau de credibilidade da política econômica (ou seja, das expectativas dos agentes econômicos) e da rigidez da taxa de variação de preços e salários (a inércia inflacionária). Se os arranjos institucionais (por exemplo, a indexação) que permitem que a inércia inflacionária se mantenha por muito tempo não forem eliminados, nada garante que a dinâmica da taxa de variação dos preços nominais seja compatível, em curto espaço de tempo, com os fundamentos reais da economia. Assim, há a necessidade de uma âncora nominal para assegurar que a dinâmica da taxa de variação dos preços seja rapidamente convergente com os fundamentos reais da economia.

¹Cardoso (1991) mostra que a existência de pequenos déficits fiscais não é explicação para as altas taxas de inflação verificadas no Brasil nos anos 80.

Ainda de acordo com Bruno (1991:20), a indexação faz com que a taxa de variação de certos preços da economia tenha uma certa rigidez à queda por manter um vínculo muito grande com a evolução passada do nível de preços. Mesmo que o nível de inflação decline em um determinado momento, a indexação de certos preços (como os salários, por exemplo) com base na inflação passada pode aumentar o seu valor real e com isso provocar desajustes em certos mercados (no caso dos salários, um aumento do salário real pode ter como uma de suas consequências um aumento do desemprego) ou novas pressões inflacionárias.

O autor ressalta ainda que a desindexação, contudo, apesar de necessária, pode não ser suficiente para garantir a queda do nível de inflação. Outro fator importante a ser considerado é o grau de credibilidade dos agentes econômicos na sustentabilidade da política econômica anti-inflacionária do governo. Se as expectativas dos agentes são de que o governo não conseguirá manter pelo tempo necessário esta política até que esta surta efeito e a inflação diminua, a falta de credibilidade poderá causar uma rigidez na taxa de inflação com base em antecipações sobre a política econômica futura.

Afim de explicitar como os mecanismos de indexação e inércia inflacionária atuam sobre a dinâmica de preços, apresentamos um modelo simplificado elaborado por Edwards (1992).

O autor assume, inicialmente, que um país fixe sua taxa de câmbio a uma determinada moeda, e que, desconsiderando-se possíveis alterações nos *economic fundamentals*², a regra de reajuste da taxa de câmbio nominal é feita em uma proporção ϕ (ϕ menor ou igual a 1) dos diferenciais passados entre a taxa de inflação doméstica e a

²Segundo Edwards (1992:6), alterações nos termos de troca, variações no grau de protecionismo e mudanças nos fluxos de capital.

taxa de inflação internacional. O autor assume também que os salários são reajustados em função da inflação passada bem como da expectativa de inflação futura. Deste modo, as equações que se seguem representam o país em consideração:

$$\pi_t = \alpha \pi_{Tt} + (1 - \alpha) \pi_{Nt} \quad (3.1)$$

$$\pi_{Tt} = E_{t-1}(dt + \pi_t^*) \quad (3.2)$$

$$dt = \phi (\pi_{t-1} - \pi_{t-1}^*) \quad (3.3)$$

$$N^D(P_N/P_T, z_t) = N^S(W/P_N) \quad (3.4)$$

$$w_t = \gamma \pi_{t-1} + (1 - \gamma)\pi_t^e \quad (3.5)$$

Nas quais:

π_t = taxa de variação do nível de preços interno;

π_{Tt} = taxa de variação dos preços dos bens “exportáveis”, em moeda doméstica, no período t;

π_{Nt} = taxa de variação do preço dos bens “não-exportáveis” no período t;

dt = taxa de desvalorização da taxa de câmbio no período t;

π_t^* = taxa de inflação mundial no período t;

E_{t-1} = operador de expectativas formadas no período t - 1;

w_t = taxa de variação nominal dos salários no período t;

z_t = índice agregado de políticas macroeconômicas que inclui a expansão monetária passiva decorrente da inflação passada;

N^D, N^S = demanda e oferta dos bens “não-exportáveis”, respectivamente;

ϕ, γ = parâmetros que medem o grau de indexação da economia;

P_N, P_T = preço dos bens “não-exportáveis” e dos bens “exportáveis”, respectivamente.

W = produtividade dos salários

Na equação (3.1), apreende-se que a taxa de inflação doméstica representa uma média ponderada da inflação dos bens “exportáveis” (*tradables*) e dos bens “não-exportáveis” (*nontradables*). Já a equação (3.2) aponta que a lei do preço único é válida *ex ante* pois a variação nos preços domésticos dos “exportáveis” é igual à expectativa de variação da taxa de câmbio mais a taxa de inflação internacional.

A equação (3.3) determina que a taxa de câmbio é reajustada em uma proporção ϕ do diferencial de inflação interno e externo. Se $\phi = 1$, a PPC é válida, uma vez que a desvalorização cambial é igual ao diferencial passado de inflação. A equação (3.4) demonstra que a demanda dos “não-exportáveis” é dependente dos preços relativos (P_N/P_T) e da demanda agregada (z_t) e que a oferta dos “não-exportáveis” é uma função da produtividade dos salários em relação ao preço dos “não-exportáveis”. A igualdade entre oferta e demanda dos “não-exportáveis” garante o equilíbrio neste mercado. Por último, na equação (3.5), o parâmetro γ determina o grau de memória inflacionária da economia. Embora esta equação determine o mecanismo de correção dos salários nominais, pode-se considerá-la como representativa do grau de indexação de todos os contratos da economia que não sejam baseados na taxa de câmbio.

A solução deste modelo determina a dinâmica do processo inflacionário. Supõe o autor que a hipótese de expectativas racionais, na qual a taxa de inflação no período t difere das expectativas formadas no início do período por um termo aleatório μ : $\pi_t = \pi_t^* + \mu_t$. Edwards assume ainda que as expectativas de inflação mundial dos bens “exportáveis” no período t , formadas em $t - 1$, são iguais à inflação internacional no período $t - 1$, ou seja, $E_{t-1}(\pi_{Tt}^*) = \pi_{t-1}^*$. Nestas circunstâncias, a solução do modelo pode ser representada por uma equação diferencial de primeira ordem, como se segue:

$$\pi_t = a_1 \pi_{t-1} + a_2 \pi_{t-1}^* + a_3 z_t + \mu_t \quad (3.6)$$

Na qual:

$$a_1 = (\eta + \alpha\varepsilon)\phi + \varepsilon(1 - \alpha)\gamma / (\eta + \alpha\varepsilon) + \varepsilon(1 - \alpha)\gamma \quad (3.7)$$

$$a_2 = (\eta + \alpha\varepsilon)(1 - \phi) / (\eta + \alpha\varepsilon) + \varepsilon(1 - \alpha)\gamma \quad (3.8)$$

$$a_3 = -\delta(1 - \alpha) / (\eta + \alpha\varepsilon) + \varepsilon(1 - \alpha)\gamma \quad (3.9)$$

e η representa a elasticidade da demanda dos “não-exportáveis” em relação aos preços relativos ($\eta < 0$); ε é a elasticidade da oferta dos “não-exportáveis” em relação ao produto real do salário ($\varepsilon < 0$); δ é a elasticidade da demanda dos “não-exportáveis” em relação à pressões de demanda agregada e; μ' é o erro relacionado a μ .

Na equação (3.6), o coeficiente a_1 mede o grau de inércia da inflação doméstica. Quanto mais perto da unidade estiver este coeficiente, maior o grau de inércia do processo inflacionário. Como se depreende da equação (3.7), o grau de inércia da economia vai depender das diferentes elasticidades envolvidas e dos valores assumidos pelos parâmetros de indexação ϕ , γ .

Da equação (3.6) e da análise de Edwards (1992:10), percebe-se que se a taxa de câmbio é totalmente indexada ao passado, ou seja, se ϕ é igual a 1, o coeficiente de π_{t-1} é igual a unidade³. Nesta situação, a obtenção do equilíbrio fiscal e/ou de transações correntes não é suficiente para acabar com o processo inflacionário. Uma redução no parâmetro de indexação da taxa de câmbio (ϕ) resultará em uma queda do coeficiente a_1 e,

³ O valor do parâmetro ϕ (igual ou menor do que 1) vai determinar a existência ou não de uma raiz unitária (unit root) na série de tempo da inflação. Se $\phi = 1$, a inflação se caracteriza pela existência de uma raiz unitária. Se $\phi < 1$, o termo autoregressivo a_1 também é menor que 1 e a inflação será um processo estacionário. A existência ou não de uma raiz unitária é muito importante quando se trabalha com as séries de inflação em análises econométricas. Para maiores detalhes, ver Hendry (1995).

consequentemente, em uma redução no grau de inércia inflacionária da economia. O valor do parâmetro ϕ é, portanto, uma questão fundamental para se determinar a rapidez com que a taxa de inflação converge para os fundamentos reais da economia. Outra implicação da equação (3.6) é que a completa eliminação da indexação torna tanto ϕ quanto γ iguais a zero e faz com que a inflação doméstica convirja imediatamente para a inflação mundial⁴. Pode-se perceber também que, se após a adoção da âncora cambial ($\phi = 0$) ainda persistir um certo grau de indexação nos salários nominais ($\gamma > 0$), haverá uma inércia inflacionária que poderá apreciar a taxa de câmbio real continuamente até que seja eliminada. Nesta situação, Edwards (1992:11) conclui que as Autoridades Monetárias podem se confrontar com um *trade off* entre a redução da inércia inflacionária e a perda de competitividade internacional dos “exportáveis” devida à apreciação cambial.

A conclusão do autor é que o resultado final da adoção de uma âncora cambial vai estar condicionado diretamente pelo nível inicial da taxa de câmbio e pelo grau em que a inércia inflacionária é reduzida. A análise precedente pode ser generalizada para o caso no qual a economia apresente uma memória inflacionária mais longa. Neste caso, Edwards (1992:11) aponta que a dinâmica inflacionária pode ser representada por uma equação diferencial de ordem K , sem alteração das conclusões obtidas no modelo simplificado.

Das equações apresentadas acima, pode-se perceber a existência de dois componentes distintos na dinâmica da taxa de variação dos preços nominais que não guardam relações diretas com os fundamentos reais da economia: o primeiro componente é baseado no *passado* da evolução dos preços (a indexação) e o segundo componente é função da *expectativa futura* da evolução da política econômica (a confiança no sucesso da política anti-inflacionária e as expectativas acerca da sustentabilidade da política

⁴ Segundo Edwards (1992:10), esta situação corresponde ao programa de estabilização de Poincaré, supondo que $z_t = 0$ e que há completa credibilidade no programa de estabilização. Um detalhamento deste programa de estabilização pode ser obtido em Sargent (1983).

econômica). A presença destes dois fatores resulta em uma inércia dos preços, cuja dinâmica apresenta um componente auto-alimentador.

Uma das condições para que um programa de estabilização seja bem sucedido é a adoção de uma âncora nominal que elimine o componente auto-alimentador da dinâmica dos preços. Supõe-se, entretanto, como foi apontado, que a fonte fundamental de desequilíbrios reais, refletida no déficit fiscal, já tenha sido corrigida. A correção dos desequilíbrios fiscais é, portanto, condição necessária mas não suficiente para determinar o sucesso do programa de ajuste^{5,6}. A necessidade de uma âncora nominal para a economia suscita uma questão fundamental: qual a melhor âncora a ser adotada?

Em princípio, é possível se pensar em quatro alternativas de âncoras nominais: preços, salários, taxa de câmbio ou quantidade de moeda. Segundo Bruno (1991:10), a utilização de preços ou salários enquanto âncora principal de um programa de estabilização é muito difícil. Embora a utilização de congelamentos temporários de preços e salários possa desempenhar um papel importante na estabilização das expectativas, o controle absoluto de tais variáveis nem sempre é muito fácil. Uma das dificuldades está em se saber com exatidão o nível adequado nos quais os diversos preços devem ser congelados. Qualquer desequilíbrio de preços relativos pode gerar tensões muito grandes dentro do programa de estabilização. Preços relativos congelados em níveis inadequados podem causar acúmulo de estoques em alguns mercados e excesso de demanda em outros,

⁵Kiguel & Liviatan (1988) apontam que uma diminuição dos déficits desacompanhada de uma âncora nominal não necessariamente implica em uma queda dos níveis inflacionários. Entretanto, a *persistência* da disciplina fiscal é fundamental para o sucesso do programa de estabilização. Um aprofundamento da necessidade de obtenção do equilíbrio fiscal para um programa de estabilização será feito no item quatro deste capítulo.

⁶Sachs & Zini (1995) apontam que, mesmo que a indexação tenha sido eliminada e não haja desequilíbrios fiscais significativos, poder-se-ia verificar certos níveis inflacionários caso o montante da base monetária do país fosse diminuto. Nesta situação característica de países com níveis inflacionários persistentes, haveria um aumento endógeno da oferta de moeda por meio do Balanço de Pagamentos. Este mecanismo permitiria que a inflação persistisse em pequenos valores.

podendo resultar, no limite, em crises de abastecimento e em incentivo ao desenvolvimento de um mercado negro. Além disso, congelamentos de salários precisam ser acordados com sindicatos, já que a existência de resíduos inflacionários diminui os salários reais. A possibilidade de acordos salariais vai depender da força e dos interesses da classe empresarial e da classe trabalhista. Caso absolutamente necessário, o congelamento de preços e salários deve ser utilizado por curtos períodos de tempo, de forma a minimizar a distorção causada nos preços relativos da economia.

Isso posto, a discussão se volta para o uso da taxa de câmbio ou da quantidade de moeda enquanto âncoras nominais. O raciocínio lógico da abordagem monetarista implícito em uma âncora monetária é baseado na Teoria Quantitativa da Moeda — TQM —, na qual variações na quantidade de moeda determinam variações nos níveis de preços, supondo que a velocidade de circulação da moeda e a quantidade de produtos em circulação são constantes no curto prazo. Nestes termos, Bruno (1991:10) procura explicitar a lógica de funcionamento de uma âncora monetária. Segundo o autor, um aumento na oferta de moeda, supondo a demanda real de moeda constante, gera um excesso de oferta de moeda e um conseqüente excesso de demanda por bens. Tal movimento resulta em um aumento de preços, o que, por sua vez, reduz o salário real (posto que o salário nominal é constante em um primeiro momento) e causa um excesso de demanda por trabalho. Por conseqüência, haverá um ajuste gradual no salário nominal. O equilíbrio será atingido quando preços e salários tiverem aumentado na mesma proporção do aumento da oferta de moeda. Se a taxa de crescimento da oferta de moeda se mantiver constante e compatível com a demanda real de moeda, preços e salários se manterão em um mesmo patamar.

Já na âncora cambial, o nível da taxa de câmbio é pré-determinado e a Autoridade Monetária compromete-se em defender as paridades. A política econômica tem por

objetivo principal a manutenção da taxa de câmbio e, desta forma, a Autoridade Monetária tem limitada a sua capacidade de exercer uma política monetária discricionária.

De acordo com a visão da “nova ortodoxia”, caso a expansão da oferta doméstica de moeda exceda, de forma prolongada, a expansão da oferta de moeda do país central, o resultado é um diferencial positivo entre a inflação doméstica e a do país central. O diferencial de inflação levaria a uma apreciação do câmbio real, com impactos posteriores sobre o saldo da balança comercial. No caso de um déficit comercial, as reservas cambiais poderiam ser afetadas, caso não houvesse uma entrada compensatória de capitais externos. Isto significa que a expansão da oferta doméstica de moeda não deve ser, permanentemente, superior à expansão da oferta de moeda do país. Dito de outro modo, a taxa de expansão da oferta monetária doméstica fica condicionada à taxa de expansão da oferta de moeda do país ao qual a moeda nacional está fixada.

Um outro efeito da expansão monetária excessiva é o aumento relativo dos ativos denominados em moeda nacional no portfólio dos agentes econômicos. Supondo que estes agentes desejem manter uma determinada proporção constante de ativos denominados em moeda nacional e em moeda estrangeira, um aumento excessivo da oferta de moeda nacional faria com que estes procurassem equilibrar a posse de ativos denominados em moeda nacional e em moeda do país central. Dado que a taxa de câmbio é fixa, tal fenômeno poderia causar alterações nas reservas cambiais.

Fischer (1986) procurou identificar algumas vantagens e desvantagens da âncora monetária e da âncora cambial. O autor parte do contexto de uma pequena economia aberta, com perfeita mobilidade de capital e na qual os contratos salariais apresentam uma rigidez nominal em seus valores. O autor também assume a hipótese de expectativas racionais e a hipótese de credibilidade instantânea da política econômica. As estabilizações via taxa de câmbio (âncora cambial) e via quantidade de moeda (âncora monetária) são

comparadas em termos da “taxa de sacrifício” resultante, que é a taxa de perda total de produto que ocorreria com a adoção das distintas políticas associadas às duas âncoras.

Embora não possa ser considerada uma regra isenta de exceções, o autor demonstra que a âncora cambial apresenta uma menor “taxa de sacrifício” quando comparada à âncora monetária⁷. Para uma mesma queda na taxa de inflação, a diminuição na quantidade de moeda é menor na âncora cambial do que na âncora monetária, posto que na âncora cambial a demanda por moeda aumentará devido à queda na taxa de juros (a hipótese implícita é a paridade não coberta na taxa de juros). A menor redução na quantidade de moeda implica, dada a rigidez dos salários, em menor perda de produto. Nas palavras de Fischer (1986:253):

“Posto que o nível dos saldos reais é o mesmo no fim dos dois processos (de estabilização), é claro que a queda total na oferta nominal de moeda é menor na estabilização pela taxa de câmbio do que na estabilização pelo controle da quantidade de moeda. Com a rigidez de salários sendo a causa fundamental da recessão, a maior queda na oferta de moeda na estabilização monetária significa que a perda de produto será pior neste caso.”

Quanto maior a queda na oferta monetária, dada a rigidez de salários, maior será o excesso de demanda por moeda. Para que ocorra o equilíbrio no mercado monetário, a taxa de juros real deve se elevar, aumentando o influxo de capitais e gerando uma apreciação cambial. A taxa de juros reais elevada e o câmbio apreciado significam um ambiente recessivo na economia.

⁷Caso a elasticidade-juros da demanda por moeda seja muito baixa e a elasticidade do nível de preços em relação à taxa de câmbio seja muito elevada, a âncora monetária apresenta menor “taxa de sacrifício”. Trata-se, no entanto, de uma situação limite, tal qual apontado por Bruno (1991:22).

Em síntese, a existência de uma rigidez nos contratos nominais é a causa da perda de produto quando são aplicados os programas de estabilização com âncoras nominais⁸. Kiguel & Liviatan (1992:279), concluem, assim, que “os custos da queda da inflação são elevados nos primeiros estágios do programa de estabilização e decrescem à medida em que a ligação com o passado é cortada.”

Kiguel & Liviatan (1992) apontam ainda que os resultados dos programas de estabilização com âncoras nominais podem ser diferentes em termos do ciclo econômico resultante de suas aplicações. No caso da âncora monetária, Kiguel & Liviatan (1992:281) ponderam que a redução na taxa de crescimento da quantidade de moeda reduz as expectativas inflacionárias e aumenta a demanda por moeda. Dado o estoque de moeda na economia e a rigidez dos preços, a taxa de juros nominal deve se elevar para equilibrar o mercado de moeda. O aumento da taxa de juros nominal reflete-se em um aumento da taxa de juros real, resultando em uma queda do nível de atividade. Bruno (1991:22) ressalta que tal recessão pode, em princípio, ser evitada se a redução na taxa de crescimento da oferta de moeda for acompanhada de um aumento do estoque de moeda. Entretanto, o uso de tal alternativa poderia gerar um problema de credibilidade no que diz respeito à capacidade da Autoridade Monetária controlar a oferta monetária, o que é contrário ao objetivo da estabilização.

No programa de âncora cambial, por sua vez, a redução na taxa de desvalorização do câmbio nominal resulta na queda da taxa de juros nominal (em função da hipótese da paridade não coberta da taxa de juros). Ainda segundo Kiguel & Liviatan (1992:282), devido à rigidez dos preços, o resultado é uma diminuição da taxa de juros real, o que estimula a demanda, e uma apreciação cambial. Rodriguez (1982:811) aponta que, embora

⁸ Para Stansfield & Sutherland (1995), os contratos de salários nominais não podem ser considerados como geradores de um elevado grau de inércia inflacionária. Segundo os autores, a falta de credibilidade é mais importante como explicativo da inércia inflacionária.

o impacto final do excesso de demanda agregada não seja claro já que a taxa de câmbio real apreciada e a taxa de juros real baixa exerçam efeitos opostos, o efeito expansionista da taxa de juros é dominante em princípio. Para este autor, a queda da taxa de juros real incentiva o consumo, gerando uma pressão para o aumento de preços. À medida em que o aumento de preços se verifica, a taxa de câmbio real vai, paulatinamente, se apreciando. Tal movimento causa um efeito de substituição da demanda de produtos domésticos por produtos importados, posto que a taxa de câmbio real valorizada gera um estímulo positivo para as importações. Neste caso, a recessão interna é precedida por um movimento expansionista na economia. Portanto, o *timing* da recessão interna, com a queda da produção e o aumento do desemprego, é uma das diferenças entre os dois programas de estabilização.

Entretanto, para Kiguel & Liviatan (1992:298), os programas de estabilização executados na América Latina nos anos 70 e 80 demonstram que a fase expansionista das estabilizações via âncora cambial não é suficientemente explicada apenas pelo efeito da taxa de juros. Segundo os autores, uma outra questão relevante na diferenciação entre os efeitos dos dois programas são as expectativas dos agentes econômicos à respeito da credibilidade na política econômica.

Para Kiguel & Liviatan (1992:298) e para Calvo & Vegh (1990:7), um programa tido como temporário apresenta resultados diferentes, dependendo da âncora utilizada. Basicamente, a diferença surge quando os agentes econômicos, percebendo que a âncora cambial não poderá ser mantida, passam a antecipar os seus gastos. Isso se dá pela percepção de que um colapso no programa de estabilização com âncora cambial pode estar associado a uma crise no Balanço de Pagamentos, devido aos desequilíbrios na conta

de transações correntes⁹. Caso os agentes econômicos percebam que os desequilíbrios de transações correntes não serão compensados por fluxos de capitais adequados, o resultado pode ser a formação de expectativas sobre o fim do programa de estabilização. Se as expectativas são de que a estabilização é temporária (ou seja, o governo deseja manter a política econômica mas os agentes não acreditam no sucesso do governo), os agentes econômicos buscam antecipar o seu consumo enquanto a taxa de inflação se encontra em níveis baixos e a taxa de câmbio está apreciada (favorecendo o consumo de bens importados). Além disso, se as expectativas são de que o colapso da âncora cambial terá a forma de uma crise no Balanço de Pagamentos, espera-se que as condições de crédito sejam restringidas após a crise, o que age como um estímulo adicional para se antecipar os gastos. Tal interpretação permite, segundo Kiguel & Liviatan (1992:299), que o período expansivo seja explicado mesmo na presença de taxas de juros reais elevadas e independe que as expectativas dos agentes se confirmem ou não.

Ainda conforme os autores, no caso da utilização de uma âncora monetária, uma antecipação de colapso não se traduz por uma troca inter-temporal do gasto (*intertemporal expenditure switching*) pois o Banco Central não tem o compromisso formal em manter a taxa de câmbio em determinado nível (logo, não há antecipação de crise no Balanço de Pagamentos). Em outras palavras, no caso de um programa de estabilização com âncora monetária, a falta de credibilidade na política econômica não apresenta os mesmos resultados do que em uma âncora cambial. O ambiente recessivo criado pelas altas taxas de juros, além da rigidez dos preços, inibe o consumo. Posto que o

⁹Drazen & Helpman (1987) ressaltam que as expectativas dos agentes econômicos sobre a continuidade do programa de estabilização com âncora cambial vão influenciar a dinâmica econômica no momento da implantação do programa. Os autores dividem um programa de estabilização com âncora cambial em dois estágios: no primeiro, há a diminuição da taxa de desvalorização cambial mas não se elimina o desequilíbrio fiscal, tornando necessária uma futura mudança de política econômica. O segundo estágio se caracterizaria pela expectativa de abandono do programa ou pela expectativa de equilíbrio fiscal. As expectativas sobre os dois fins possíveis é que vão determinar a dinâmica econômica do primeiro estágio do programa.

governo não tem o compromisso formal de se utilizar das reservas cambiais para defender o programa de estabilização, a expectativa de colapso do programa não é associada a uma crise no Balanço de Pagamentos nem a uma imposição de restrições quantitativas ao crédito. Portanto, não há razão para que os agentes antecipem seu consumo.

A diferença básica entre os dois programas, decorrente da falta de credibilidade na continuação da política econômica, está, portanto, nos efeitos reais causados na economia. Na âncora cambial, a substituição intertemporal do consumo tem efeitos claros nos níveis de produção, emprego e preços. Em uma âncora monetária, embora o próprio ambiente recessivo já desestime a antecipação do consumo, a ausência de compromisso formal do governo em se utilizar das reservas cambiais significa que não há motivo para que se antecipe o consumo. Neste caso, a falta de credibilidade não aprofunda os efeitos reais derivados da aplicação do programa de estabilização com âncora monetária.

A falta de credibilidade na Autoridade Monetária, em relação à sua capacidade de estabilizar o nível de preços, pode atuar como um incentivo para que governos “fracos” procurem se aproveitar da reputação de governos tidos como “fortes” na condução da política econômica. É o conceito de “credibilidade importada” (Giavazzi & Giovannini, 1989), já apontada no capítulo anterior. Tal conceito se aplica aos governos que buscam fixar sua taxa de câmbio à taxa de câmbio de um governo com boa reputação na condução da política monetária e na estabilidade de preços (o exemplo típico é o SME, no qual os países participantes procuram se aproveitar da credibilidade do Bundesbank alemão). Em tal situação o Banco Central doméstico perde a capacidade de afetar o nível de preços interno, pois a taxa de câmbio fixa faz com que a oferta monetária interna seja determinada pelo país central e o nível de inflação doméstico converge para o nível de inflação do país central. Para que esta alternativa apresente resultados positivos, a Autoridade Monetária do país central não deve possuir nenhum problema de credibilidade.

Assumindo que a condição acima se verifique, Edwards (1992:28) sugere que a credibilidade do Banco Central doméstico aumentará caso as alterações nas paridades forem, de alguma forma, “custosas” e caso o monitoramento das motivações do Banco Central em alterar as paridades for de fácil acompanhamento. Se o Banco Central enfrenta dificuldades em alterar as paridades, a credibilidade dos agentes econômicos no governo aumenta. As dificuldades podem advir, segundo o autor, da necessidade de convencer os agentes econômicos que um ajuste nas paridades é necessário; da discussão sobre o tamanho do realinhamento e da impossibilidade de se efetuar reajustes muito freqüentes, o que descaracterizaria o objetivo principal da âncora adotada. Isto porque, se o Banco Central se compromete em manter o câmbio fixo, não deve haver motivos *ex ante* que justifiquem alteração constante da paridade. Uma vez que os agentes econômicos sabem disso, maior é a dificuldade que o Banco Central encontra em justificar eventuais alterações na paridade.

Em síntese, os autores analisados até o momento parecem concluir que a adoção de uma âncora cambial é mais vantajosa do que uma âncora monetária. Primeiro porque a “taxa de sacrifício” na âncora cambial é, teoricamente, menor. Segundo, porque o efeito expansionista inicial da âncora cambial não gera pressões políticas e/ou sociais contrárias à estabilização, as quais poderiam ser muito fortes na âncora monetária, dependendo da profundidade da recessão. Terceiro, porque, na âncora cambial, a credibilidade desfrutada pelo país no qual a moeda foi colada, além dos custos de se alterar as paridades, reforçam a credibilidade no governo e, com isso, a possibilidade de sucesso da estabilização.

Além disso, há uma dificuldade extra no uso de uma âncora monetária, tal como é apontada por Bruno (1991:23). Trata-se da dificuldade de previsão da variação da quantidade de moeda decorrente da desindexação da economia. O alto grau de indexação em economias com níveis elevados de inflação resulta em uma gama de ativos com diferentes graus de liquidez. Com o fim da inflação elevada, é muito difícil avaliar e

antecipar qual será a variação na quantidade demandada de moeda na economia. A implicação é que corre-se o risco de se estipular metas monetárias que podem ser muito restritivas ou muito largas, o que geraria desconfiança nos agentes econômicos e iria contra o sucesso da âncora monetária.

3.3 Câmbio fixo ou bandas cambiais

Quando da adoção de um programa de estabilização baseado em uma âncora cambial, uma questão é imediatamente colocada: a escolha entre paridades totalmente fixas ou a existência de bandas cambiais que permitam que as paridades flutuem dentro de um certo intervalo determinado.

A discussão sobre as características de um regime de câmbio absolutamente fixo foi feita com maior profundidade no capítulo anterior e, portanto, serão ressaltadas apenas algumas das características deste regime com a intenção de facilitar a avaliação da âncora cambial com margens de flutuação. Em um regime cambial com paridades fixas, o Banco Central fixa a taxa de câmbio entre a moeda nacional e a (ou várias) determinada moeda internacional e deve intervir no mercado cambial de forma a garantir que a oferta e a demanda das divisas seja equilibrada ao preço estabelecido. Nesta situação, a política monetária doméstica deve ser utilizada com o objetivo primordial de defesa da taxa de câmbio.

A perda do controle absoluto sobre a expansão de moeda significa que a taxa de juros torna-se o instrumento a ser utilizado na defesa das paridades. Desta forma, variações nas taxas de juros, ao gerar influxos ou saídas de capital, seriam a maneira pela qual as Autoridades Monetárias estariam aptas a defender a taxa de câmbio. Há um *trade-off* entre a autonomia na escolha da política de juros adequada para os objetivos

econômicos internos e a manutenção das paridades cambiais. Além disso, a variabilidade da taxa de juros pode resultar em flutuações na atividade econômica, dependendo da amplitude e da duração da variabilidade, uma vez que altas taxas de juros desestimulam o investimento e provocam um ambiente recessivo, enquanto que taxas de juros muito baixas estimulam a atividade econômica, com efeitos positivos nos níveis de produção, de emprego e de preços. Entretanto, Werner (1994; 1995) e Svensson (1991a; 1991b), baseados em trabalhos econométricos próprios, demonstram que a variabilidade das taxas de juros é maior nas taxas de menor maturidade do que nas taxas de longo prazo. Posto que as taxas de juros de longo prazo são as taxas relevantes para o investimento e a produção, o nível de atividades pode estar protegido de alterações devido ao fenômeno descrito.

Dado a perda de autonomia na política monetária e os possíveis efeitos negativos da variabilidade dos juros, uma alternativa é o regime cambial com bandas de flutuação. A maior vantagem desta opção seria a possibilidade de manutenção de um certo grau de autonomia na política de juros concomitante à manutenção da estabilidade de preços, tal qual ressaltado do capítulo anterior. Entretanto, para que o programa de estabilização tenha sucesso, a política monetária deve ter como objetivo prioritário a defesa da banda cambial. O fato de haver uma maior liberdade relativa para a política monetária não exclui as dificuldades de manutenção das paridades mas oferece maior margem de manobra para perseguir outros objetivos econômicos.

3.4 Âncora cambial e equilíbrio fiscal

Aghevli, Khan & Montiel (1991:14) procuram explorar as implicações de uma âncora cambial para o equilíbrio fiscal inter-temporal, via a análise da expansão creditícia. Segundo os autores, uma âncora cambial com taxa de câmbio fixa significa que a inflação

interna deve convergir rapidamente para a inflação do país âncora. Neste caso, “assumindo que a elasticidade-renda da demanda de moeda é unitária, a taxa de crescimento da oferta de moeda doméstica é determinada pela taxa de crescimento real do produto mais a taxa de inflação mundial.”

Supondo ainda que a Autoridade Monetária doméstica estipule que uma determinada parcela da oferta monetária interna seja lastreada pelas reservas cambiais para que a paridade fixa possa ser mantida, segue que se as reservas cambiais caírem abaixo de determinado nível crítico, a paridade não poderá mais ser defendida e terá que ser abandonada. Isso implica que a taxa de crescimento do crédito doméstico (com um dos componentes da oferta doméstica de moeda)

“não pode exceder permanentemente a taxa de crescimento da demanda nominal de moeda. Tal restrição ocorre porque se a taxa de expansão do crédito doméstico for maior do que a taxa de crescimento da demanda nominal de moeda por um período longo de tempo, a moeda doméstica vai substituindo paulatinamente a reservas cambiais nas contas do Banco Central.” (Aghevli, Khan & Montiel, 1991:14)¹⁰

O limite superior que a taxa de expansão do crédito pode atingir, ainda segundo os autores, é

“determinado pela taxa de crescimento da demanda nominal de moeda, que depende, por sua vez, da taxa de inflação mundial, da taxa de crescimento da renda real e elasticidade-renda da demanda por moeda.” (Aghevli, Khan & Montiel, 1991:14)

¹⁰Supõe-se, implicitamente, que os agentes econômicos mantêm fixas as proporções de ativos denominados em moeda nacional e na moeda externa nos seus portfólios.

Quanto maior o nível dessas três variáveis, maior a expansão possível do crédito doméstico. Entretanto, esse limite só é válido para o longo prazo. Segundo os autores, expansões excessivas, mas transitórias, do crédito doméstico não são incompatíveis com taxas de câmbio fixas desde que os agentes econômicos percebam de que se trata de uma situação temporária. A duração da excessiva expansão do crédito sem o comprometimento do programa de estabilização vai depender do nível inicial das reservas cambiais. Quanto maior o estoque inicial das reservas, maior o período de tempo que o excesso de crédito pode ser mantido e menor o grau de disciplina fiscal necessário.

Além disso, a possibilidade de empréstimos externos permite que o Banco Central mantenha o nível das reservas cambiais e sustente a paridade desejada (Aghevli; Khan & Montiel, 1991:14). Mas tal processo de endividamento externo não pode se manter por um período indefinido, posto que os credores internacionais só continuarão a fornecer crédito enquanto estiverem convencidos de que o governo se mantém solvente.

“O governo será tido como solvente se o valor presente do serviço da dívida (amortização mais juros) for, no mínimo, igual ao valor de face da dívida existente. Internamente, os recursos disponíveis para o serviço da dívida dependem das antecipações sobre os superávits primários do setor público mais a renda antecipada de *seignorage*.” (Aghevli; Khan & Montiel, 1991:14)

Para os credores internacionais, as antecipações também dependem da possibilidade de conversão dos recursos obtidos de moeda nacional para moeda internacional, o que é viabilizado pelos superávits do Balanço de Pagamentos e/ou empréstimos internacionais. Assim, a possibilidade de financiamento externo vai depender de que a antecipação dos superávits primários mais a receita de *seignorage* já convertidos

em moeda internacional seja, no mínimo, igual ao valor de face da dívida líquida do setor público.

Se a condição de solvência for violada sob um regime de taxa de câmbio fixa, as Autoridades Monetárias não serão capazes de tomar novos recursos emprestados e as paridades só poderão ser defendidas enquanto as reservas cambiais não caírem abaixo de um determinado nível crítico. Caso não seja feita uma política corretiva, existe a possibilidade crescente de que um ataque especulativo se estabeleça contra a moeda nacional, o que poderia significar o fim do programa de estabilização.

Podemos concluir que a adoção de uma âncora cambial requer que o país mantenha uma disciplina fiscal, que garanta um equilíbrio fiscal inter-temporal. A dificuldade em alcançar este objetivo será tanto menor quanto maior o nível inicial das reservas cambiais, quanto menor a dívida pública líquida inicial e quanto maior a receita de *seignorage*. A persistência de déficits fiscais significativos, quando desacompanhada de expectativas de futuro equilíbrio fiscal, gera expectativas sobre a necessidade de redirecionamento da política monetária, mais cedo ou mais tarde, para financiar o déficit fiscal (Sargent, 1983)¹¹. Além disso, a necessidade de disciplina fiscal é reforçada pela eventual impossibilidade de monetização dos déficits sob pena de perda das reservas cambiais (posto que a monetização do déficit gera aumento na demanda agregada, o que leva a um aumento nas importações e; diminui a taxa de juros, incentivando a saída de capitais). Mundell (19?) ressalta que os déficits fiscais só são possíveis enquanto os agentes econômicos se dispuserem a comprar títulos do Governo. Entretanto, o financiamento crescente do déficit fiscal por meio de títulos implica em uma elevação das taxas de juros por conta do risco de insolvência do Governo (*default premium risk*).

¹¹No caso de situações hiperinflacionárias, Sargent (1990) aponta que além do equilíbrio fiscal é necessário a constituição de um Banco Central independente como forma de garantia do fim do financiamento inflacionário.

Uma vez adotado um programa de estabilização baseado numa âncora cambial, uma de suas implicações seria, portanto, a imposição de um equilíbrio fiscal inter-temporal. Uma maneira simplificada de representar as contas do governo bem como suas formas de financiamento, de forma a clarificar a questão da obtenção do equilíbrio fiscal inter-temporal, é de acordo com a relação abaixo, elaborado por Barbosa (1993):

$$G - T + S B = dM/dt + dB/dt \quad (3.10)$$

na qual G representa as despesas do governo; T representa a arrecadação tributária; $S B$ indica o serviço da dívida pública e; dM/dt e dB/dt significam a expansão da quantidade de moeda e da dívida pública, respectivamente. A equação (3.10) indica que o déficit público pode ser financiado via a expansão monetária e pela venda de títulos públicos. De acordo com a opinião do autor, o financiamento do déficit fiscal através da expansão monetária seria a causa da inflação. A manipulação da equação (3.10) pode tornar mais clara esta visão.

Dividindo-se a equação (3.10) pelo nível de preços (P), obtém-se:

$$(G - T)/P + S B/P = (dM/dt)(1/P) + (dB/dt)(1/P) \quad (3.11)$$

Definindo-se que $m = M/P$ e $b = B/P$ e derivando com relação ao tempo, obtém-se:

$$(dM/dt)(1/P) = m + \pi m \quad \text{e} \quad (dB/dt)(1/P) = b + \pi b \quad (3.12)$$

com $m = dm/dt$ e $b = db/dt$

Substituindo-se a equação (3.12) na equação (3.11), obtém-se:

$$f + (S - \pi) = m + b + \pi m \quad (3.13)$$

A equação (3.13) demonstra que o déficit operacional é igual à soma do déficit primário (f) mais o pagamento de juros reais sobre a dívida pública ($S - \pi$). O financiamento deste déficit é feito via a expansão do estoque real de moeda (m), do acréscimo do estoque real da dívida pública (b) e do imposto inflacionário (πm), que é igual ao produto da taxa de inflação (π) pelo estoque real da base monetária (m). Segundo a opinião do autor, posto que o financiamento do déficit via endividamento público pode não ser o suficiente, a escolha do financiamento via a expansão monetária é que seria responsável pela inflação.

A adoção de uma âncora cambial impõe que o equilíbrio fiscal inter-temporal seja atingido, já que a manutenção de déficits por longos períodos de tempo não encontra financiamento permanente. Se o déficit fiscal for financiado com a emissão de títulos públicos, o limite de tal financiamento é dado pelo montante da dívida a ser paga e do seu respectivo serviço. A monetização do déficit, enquanto caso extremo de não financiamento por títulos públicos, não é possível posto que a expansão da oferta de moeda além do nível permitido pelo crescimento da demanda de moeda implica em pressões para a desvalorização da taxa de câmbio, o que pode afetar as reservas cambiais quando estas forem utilizadas para defender as paridades. Quando o Banco Central compra os títulos públicos, há uma pressão para expansão do crédito diretamente, pela concessão de recursos ao governo, e indiretamente, já que estes recursos derivados do gasto público terminam por chegar à rede bancária, que, pelo multiplicador bancário, expande o crédito para os agentes privados. O aumento excessivo da quantidade de moeda na economia pressionaria os preços e, conseqüentemente, a inflação. Entretanto, caso o

Banco Central venda para agentes privados os títulos da dívida pública presentes em sua carteira, pode haver uma diminuição da oferta de moeda que poderia contrabalançar (ou não) o efeito da expansão do crédito sobre a oferta monetária.

Deve ser ressaltado, porém, que a análise à respeito do fato da âncora cambial exigir necessariamente a obtenção do equilíbrio fiscal deve ser qualificada. A possibilidade de obtenção do equilíbrio fiscal vai depender do grau de comprometimento do governo com o programa de estabilização e, com isso, a credibilidade dos agentes econômicos passa a desempenhar papel fundamental. Para tanto, a análise deve ser decomposta, no entender de Edwards (1992:28-30), em duas alternativas possíveis.

Na primeira, um país declara unilateralmente que o seu câmbio está atrelado à moeda de outro país. Nesta alternativa, o autor aponta que não há impedimento institucional em se alterar a taxa de câmbio e, portanto, a adoção de uma paridade fixa não passa de uma declaração de boas intenções, posto que, no limite, as Autoridades Monetárias podem alterar as paridades sempre que necessário. Neste sentido, Stansfield & Sutherland (1995:212) ressaltam que a

“ocorrência de realinhamentos reduz a credibilidade do governo” e que, portanto, “a melhor política que o governo pode adotar é fixar a taxa de câmbio permanentemente e aceitar uma recessão enquanto as expectativas se ajustam”.

Para Edwards (1992:29), um elemento que aumenta o comprometimento do governo com a âncora cambial e, com isso, a credibilidade no programa de ajuste, é a restrição imposta pela necessidade de que ele conquiste e mantenha uma reputação de sucesso na estabilidade de preços. A taxa de câmbio é uma variável fácil de ser monitorada pelos agentes econômicos; logo, qualquer alteração não prevista é percebida pelos agentes. Isso faz com que o governo não possa se utilizar, caso queira manter sua

reputação e a credibilidade no programa, de desvalorizações cambiais para evitar outros ajustes necessários à economia (nos gastos públicos, por exemplo). Uma maneira de tornar as alterações nas paridades mais custosa é a implementação de legislação específica que impeça alterações frequentes na paridade (Edwards, 1992:29). Entretanto, o grau de rigidez dos preços e salários pode exercer uma pressão para que o governo se utilize de desvalorizações cambiais ao invés de contração fiscal. Quanto maior a rigidez de preços e salários, maior (e mais profundo) é o período necessário de contração fiscal. Nessa situação, uma desvalorização evitaria parte do custo em termos de perda de produto decorrente de um período prolongado de política fiscal restritiva, tal como apontam Aghevli; Khan & Montiel (1991:18). Caracteriza-se, portanto, um *trade off* entre efetuar uma desvalorização, que reduziria os efeitos recessivos da política fiscal contracionista mas diminuiria a credibilidade no programa de estabilização, e um ajuste fiscal, que causaria uma recessão mas fortaleceria a credibilidade na âncora cambial.

Na alternativa descrita acima, percebe-se que a possibilidade de obtenção de equilíbrio fiscal vai depender dos arranjos institucionais, da credibilidade e do compromisso do governo que dificultem, ou mesmo impossibilitem, a alteração das paridades. Assim, o sucesso na obtenção do equilíbrio fiscal vai depender diretamente do grau de compromisso do governo com a manutenção da âncora cambial.

A segunda alternativa corresponde aos sistemas nos quais as Autoridades Monetárias estão comprometidas com arranjos multilaterais, tornando as alterações nas paridades muito custosas pois, além do compromisso interno de manutenção da taxa de câmbio, há o compromisso do governo com os demais países participantes do sistema, conforme precisa Edwards (1992:30). São exemplos de tais sistemas o SME, a Zona Africana do Franco e o Sistema de Bretton Woods. O aspecto importante é que os arranjos institucionais (regras de alteração nas paridades, intensidade de variação, frequência) devem ser acordados de maneira a tornar as alterações custosas interna e

externamente e, com isso, os agentes econômicos percebam o grau de compromisso do governo com o programa de estabilização.

De acordo com o exposto até aqui, fica clara a exigência de um equilíbrio fiscal inter-temporal para a sustentabilidade da âncora cambial. No entanto, a obtenção desse equilíbrio tem efeitos sobre o nível de atividades, conforme demonstram Barry & Devereux (1995). Na visão dos autores, a simples obtenção de um equilíbrio fiscal inter-temporal em uma economia endividada pode fazer com que haja um aumento do consumo e do investimento. Este fenômeno é chamado de “contração fiscal expansionista” (*expansionary fiscal contraction*). De acordo com esta hipótese, um ajuste fiscal inter-temporal faz com que os agentes econômicos fomentem expectativas de uma redução dos impostos, uma vez que as despesas do Governo são menores. Quanto maiores as expectativas dos agentes de que o ajuste fiscal é definitivo, maiores são as expectativas de redução dos impostos e maior é o aumento do consumo.

Se o ajuste fiscal é tido como definitivo, o consumo aumentaria na proporção de um-para-um com a redução do gasto do governo, caracterizando um efeito de *crowding-in* completo, sem afetar, portanto, as taxas de juros e o investimento. Se o ajuste fiscal é tido como temporário, a expectativa de aumento da renda disponível aumenta o consumo de forma “suave” (ou seja, dada uma diminuição de uma unidade de gasto do governo, o consumo aumentaria em menos de uma unidade). Neste caso, a poupança excede o investimento, a taxa de juros deve cair e, com isto, o investimento aumenta, de forma a equilibrar o mercado de bens.

Em uma interpretação distinta, Helpman & Razin (1987) apontam que para que a âncora cambial tenha sustentabilidade, torna-se necessário adotar políticas complementares. Mas, como já foi demonstrado no item anterior, a apreciação da taxa de câmbio real, o aumento inicial nos níveis de consumo (devido à diminuição da taxa de

juros reais e ao aumento do salário real), e a possível piora da balança comercial, são efeitos que se seguem à adoção da âncora cambial. Para que a âncora cambial tenha uma maior possibilidade de sucesso, a sua adoção implica na utilização de políticas complementares que lhe dêem sustentação. Isso porque, segundo os autores, se não houver uma redução da renda líquida disponível ao setor privado, há uma perda de reservas cambiais, o que compromete os recursos que servem de lastro à âncora cambial. Para os autores, esse problema pode ser contornado via uma desvalorização inicial da taxa de câmbio combinada com um aumento dos impostos, cujo objetivo seria a redução do consumo privado, buscando uma melhora no saldo da balança comercial e, com isto, aliviando a pressão sobre as reservas cambiais.

3.5 Conclusões

Os trabalhos resenhados neste capítulo parecem verificar o surgimento, nos últimos anos, de uma nova visão nas instituições multilaterais (Fundo Monetário Internacional e Banco Mundial) sobre as virtudes das âncoras cambiais como base de sustentação de estabilizações em países em desenvolvimento. De acordo com a visão da “nova ortodoxia”, um programa de estabilização baseado em uma âncora cambial apresentaria vantagens quando comparado às demais âncoras nominais.

Primeiramente, uma âncora cambial apresentaria menor “taxa de sacrifício” quando comparada às demais e, portanto, enfrentaria menor resistência na sua utilização. Segundo, uma âncora cambial ofereceria melhores condições de credibilidade por meio do efeito de “credibilidade importada”, da facilidade dos agentes em monitorar a evolução da taxa de câmbio e da possibilidade de criação de legislação específica que tornasse “custosa” a alteração freqüente da taxa de câmbio. Terceiro, uma âncora cambial criaria uma pressão para a obtenção de um equilíbrio fiscal inter-temporal. Por fim, a existência

de uma banda de flutuação garantiria uma certa autonomia à condução da política econômica.

Uma outra vantagem de uma âncora cambial seria o efeito expansivo inicial sobre a economia, devido à diminuição das taxas de juros reais. Supondo que o equilíbrio fiscal inter-temporal tenha sido obtido, este efeito expansivo inicial aliado à maior credibilidade desfrutada pela Autoridade Monetária no sucesso da estabilização poderia causar um ambiente de “euforia” na economia. Caso a interpretação de Barry & Devereux (1995) seja correta, poderia haver uma explosão de consumo dos agentes econômicos. Para que este aumento do consumo não tivesse reflexos sobre o nível de preços, seria válida a observação de Helpman & Razin (1987) de uma diminuição da renda líquida disponível ao setor privado. Entretanto, se esta diminuição da renda líquida disponível for via um aumento dos impostos, as duas interpretações tornam-se conflitantes.

De qualquer modo, o efeito expansivo inicial e a maior credibilidade no sucesso da estabilização podem criar um ambiente mais propenso à realização das mudanças estruturais necessárias ao equilíbrio fiscal inter-temporal: abertura da economia, desregulação da atividade econômica e diminuição do tamanho do Estado. Neste sentido, estabilização e reformas estruturais parecem apoiar-se mutuamente.

No entanto, os modelos de estabilização fundamentados na “nova ortodoxia” não oferecem uma visão ampla o suficiente que englobe todas as consequências da adoção de uma âncora nominal, tal qual reconhecem Kiguel & Liviatan (1988). O objetivo do capítulo que se segue é comentar algumas questões não aprofundadas pelos trabalhos resenhados, a partir de uma perspectiva pós-keynesiana, explicitando o impacto e os efeitos destas questões para a factibilidade e a sustentabilidade de um programa de estabilização com âncora cambial.

CAPÍTULO 4 - Conclusões

O objetivo da dissertação foi avaliar os argumentos em favor das âncoras cambiais em programas de estabilização, a partir de trabalhos recentemente publicados por autores ligados ao Fundo Monetário Internacional e ao Banco Mundial. Constatamos no capítulo anterior que, segundo esses autores, há vantagens que justificam a opção em favor das âncoras cambiais nesses programas. A defesa das âncoras cambiais parece confirmar o surgimento de uma “nova ortodoxia” das instituições multilaterais sobre as estratégias de estabilização em países em desenvolvimento. É, no entanto, ainda muito cedo para avaliar se esta “nova ortodoxia” constitui uma mudança de orientação passageira, cuja relevância depende da manutenção das atuais condições de desregulação e elevada liquidez nas finanças internacionais, ou tende a consolidar-se como nova doutrina oficial sobre políticas de estabilização.

A longevidade desta “nova ortodoxia” dependerá, em última instância, da manutenção das atuais condições no Sistema Monetário Internacional e do sucesso dos planos de estabilização com âncora cambial atualmente em curso. Por serem, ambas, questões muito complexas, fogem ao escopo deste trabalho. Seja como for, vale a pena ressaltar que a “nova ortodoxia” não deixa de constituir um reconhecimento, embora tímido e apenas implícito, das enormes dificuldades enfrentadas pelos programas de estabilização com base em âncoras monetárias defendidas pelo Fundo Monetário Internacional nos anos 70 e 80.

Vale ressaltar que programas de estabilização com âncoras cambiais tendem a ser bem aceitos pela comunidade internacional, sobretudo pelos países desenvolvidos que mantenham relações comerciais com os países que adotam tais programas. Isto porque, nos anos 80, a política de desvalorizações competitivas efetuada por países latino-

americanos, no objetivo de estimular suas exportações, gerar superávits comerciais e pagar o serviço de suas dívidas externas, foi responsável por déficits comerciais destes países desenvolvidos com os países da América Latina. A adoção de uma âncora cambial, com seu efeito de valorização da taxa de câmbio real, significa a possibilidade de reversão daquela situação, ou seja, os países latino-americanos é que enfrentariam déficits comerciais com seus parceiros mais desenvolvidos.

Neste capítulo pretende-se, à título de conclusão, apresentar algumas observações críticas em relação a aspectos não suficientemente explorados pela “nova ortodoxia” quanto às vantagens e desvantagens de uma âncora cambial. Sinteticamente, as observações focalizam as seguintes questões: a) a avaliação da eficácia e do “custo” das âncoras monetárias; b) a viabilidade e o “custo” da defesa das paridades cambiais e; c) a obtenção do equilíbrio fiscal.

4.1 Impactos das âncoras monetárias

Embora a visão da “nova ortodoxia” tenha apontado os custos de uma âncora monetária quando comparada à uma âncora cambial, a partir de uma perspectiva pós-keynesiana percebe-se que os custos de uma âncora monetária podem ser ainda mais elevados.

Em países com inflação crônica, o controle da liquidez por meio da manipulação dos agregados monetários convencionais torna-se limitado. Isto porque, nestas situações, os agentes econômicos aprendem a conviver com os elevados níveis de inflação ao generalizar a indexação dos contratos, diminuir a posse de moeda e criar um leque de quase-moedas indexadas e convertíveis em meio circulante a custos desprezíveis. Estas quase-moedas permitem que os agentes constituam seus portfólios com ativos diversos possuidores de elevados graus de liquidez.

A eficácia de uma âncora monetária reside, antes de mais nada, na capacidade da Autoridade Monetária em controlar a oferta de moeda na economia. A existência dessas quase-moedas indexadas dificulta o controle estrito da oferta de moeda por parte da Autoridade Monetária, na medida em que fortalece o componente endógeno na oferta de liquidez¹. Quanto maior esse componente, menor a capacidade da Autoridade Monetária em efetuar o controle exógeno da oferta de moeda. Para controlar a expansão da oferta de moeda nessas condições, seria necessário estabelecer severas restrições sobre o crédito e sobre as quase-moedas, além de restringir a expansão dos agregados monetários².

Além da possível dificuldade em controlar a oferta de moeda de forma estrita, a adoção de uma âncora monetária pode apresentar “custos” profundos relacionados ao grau de fragilidade financeira dos agentes econômicos. O grau de fragilidade financeira pode ser apreendido por meio da análise dos efeitos de variações da taxa de juros sobre as relações entre credores e devedores. Nesse contexto é necessário considerar a teoria da “instabilidade financeira” proposta por Minsky (1975; 1986) para uma compreensão mais acurada dos custos de uma âncora monetária.

¹Sachs & Zini (1995) apontam que se a demanda por moeda for superior à oferta de moeda, a taxa de juros irá aumentar para equilibrar o mercado monetário, gerando uma apreciação da taxa de câmbio. Em uma situação na qual a taxa de câmbio é fixa, a entrada de capitais pode ser responsável por um aumento da base monetária. Este mecanismo seria responsável por um crescimento endógeno da base monetária.

²Nelson (1993) aponta que, contrariamente à abordagem ortodoxa, as Autoridades Monetárias não são capazes de controlar a quantidade de moeda na economia, embora possam afetar *temporariamente* a quantidade nominal de certos agregados monetários específicos. Esta objeção à capacidade da Autoridade Monetária de controlar a quantidade de moeda é sustentada pela teoria de que a moeda é uma variável endógena à economia. De acordo com esta teoria, de origem pós-keynesiana, a oferta de moeda sancionaria a moeda demandada pelos agentes, determinada por suas decisões de gasto. Esta visão é oposta à ortodoxia monetarista, na qual a oferta de moeda é exógena à economia e pode estar absolutamente sob o controle da Autoridade Monetária. Para os monetaristas, a eficácia da âncora monetária resultaria da capacidade da Autoridade Monetária em controlar a quantidade de moeda na economia. Em outras palavras, a eficácia da âncora monetária dependeria de que a oferta de liquidez não pudesse ser ampliada por outras vias que fugissem ao controle da Autoridade Monetária. Mecanismos endógenos de criação de liquidez comprometeriam a possibilidade de estabilizar os preços via o controle da oferta de moeda. Uma visão aprofundada sobre a endogeneidade da moeda pode ser obtida em Moore (1988); Wray (1990); Costa (1994) e Howells (1995).

De acordo com esta teoria³ durante uma fase na qual a economia estivesse em expansão haveria um aumento generalizado do otimismo dos agentes. Este otimismo resultaria em um aumento do consumo e do investimento (viabilizado pelo efeito das baixas taxas de juros reais) e seria compatibilizado, no setor financeiro, pelo aumento dos empréstimos a custos decrescentes. Neste período expansionista haveria uma correspondência das expectativas das instituições financeiras e dos tomadores de empréstimos posto que os contratos entre eles vão sendo cumpridos e a situação econômica é favorável. O resultado é uma diminuição das margens de segurança das instituições financeiras que estendem sucessivamente a concessão de crédito para agentes especulativos e, posteriormente, para os agentes *Ponzi*. O ciclo expansionista da economia se desenvolve à medida em que há uma generalização dos empréstimos por todos os agentes. O aumento da concessão de crédito a agentes especulativos e *Ponzi* caracteriza a elevação da fragilidade financeira dos agentes.

A reversão do ciclo ocorreria quando o estoque da dívida e o seu serviço fossem maiores do que o estoque de recursos próprios do agente e maior que o fluxo esperado de rendimentos, respectivamente. Nesta situação, as instituições financeiras não refinanciariam, progressivamente, os agentes *Ponzi* e especulativos. Os agentes *Ponzi*, primeiramente, começariam a liquidar seus ativos para saldar seus débitos. Esta venda de ativos faz com que seus preços caiam e, portanto, a sua venda pode não ser suficiente para saldar as dívidas. As instituições financeiras têm prejuízos devido à inadimplência e à queda das garantias, passando a reduzir progressivamente os refinanciamentos.

A reversão de um período expansionista pode ser *desencadeada* por um choque exógeno, como o aumento da taxa de juros, que poderia alterar as expectativas das rendas esperadas em relação ao serviço das dívidas. Entretanto, na ausência de um choque exógeno, poderia haver uma reversão endógena do ciclo no momento em que houvesse uma revisão das expectativas quanto ao risco do credor e do devedor, devido a um menor

³Apresentada em Palley (1994), por exemplo.

ritmo de expansão das vendas, por exemplo. Nesta situação, estaria caracterizada a crise na economia. O estoque de dívida e o seu respectivo serviço podem, assim, ser explicativos do ciclo econômico, complementando a interpretação do ciclo econômico enquanto resultado do movimento das taxas de juros e/ou da credibilidade dos agentes em relação à política econômica do governo.

No caso de uma âncora monetária, os juros elevados, decorrentes da própria adoção da âncora, podem exacerbar os efeitos negativos sobre os níveis de consumo. Em uma situação na qual a fragilidade financeira dos agentes econômicos (inclusive o setor público) é acentuada, níveis elevados de juros têm um impacto significativo nas relações de crédito e débito, ao aumentar os encargos das dívidas existentes. Como foi detalhado na apresentação da teoria da “instabilidade financeira”, juros elevados poderiam alterar as expectativas entre as rendas esperadas pelos agentes em relação ao serviço da dívida correspondente. Em uma situação na qual a amortização dos empréstimos mais o serviço da dívida fossem superiores às receitas esperadas, aumentariam as inadimplências e falências dos agentes econômicos. O resultado seria a diminuição progressiva da oferta de crédito e de liquidez na economia, acentuando as falências não apenas pela falta de crédito mas também pela conseqüente queda nas vendas devido à diminuição do consumo. Os agentes mais endividados e as atividades com giro mais demorado seriam os mais prejudicados.

Na situação descrita, com a crise de liquidez e diminuição generalizada do crédito, os agentes tentarão adiar suas decisões de gasto até que a falta de liquidez na economia se atenuie. Tal comportamento reforçaria os efeitos recessivos da alta da taxa de juros. Nestes termos, a utilização da âncora monetária pode ter um “custo” (queda do nível de atividades e fragilização financeira da economia) maior ainda do que o avaliado pela “nova ortodoxia”.

4.2 Sustentabilidade da paridade cambial

Como foi demonstrado no capítulo dois, a adoção de uma âncora cambial, quer com paridades absolutamente fixas, quer com margens de flutuação, implica em direcionar os instrumentos de política econômica na defesa da taxa de câmbio. Dessa forma, torna-se central a viabilidade e o custo da defesa das paridades.

O primeiro ponto a ser considerado é o impacto que a existência de uma hierarquia entre moedas, nos termos desenvolvidos no capítulo primeiro, pode causar sobre um programa de estabilização com âncora cambial. O segundo ponto diz respeito às características da inserção internacional do país em questão.

Hierarquia de moedas

A implicação direta deste fenômeno para um programa de estabilização baseado em uma âncora cambial é que o efeito expansivo inicial da queda da taxa de juros real, destacada pelos autores da “nova ortodoxia” no capítulo terceiro, pode ser afetado. Se o país que adota tal programa de estabilização não for um país hegemônico e, portanto, não possuir uma moeda internacional de reputação sólida, pode ser necessário que este país tenha que manter a sua taxa de juros real em um nível elevado como forma de compensar o risco da moeda e incentivar o ingresso de capitais. Ou seja, um diferencial positivo de juros reais deve ser mantido para que os agentes econômicos aceitem aumentar a participação da referida moeda nacional nos seus portfólios. Dado o risco-moeda, a queda da taxa de juros pode não ocorrer ou, caso ocorra, pode ser pequena e manter os juros em um patamar muito elevado.

A importância desse aumento da taxa de juros, devido à hierarquia entre moedas, em um programa de âncora cambial pode ser compreendida desdobrando-se dois aspectos

inter-relacionados: primeiro, ao se analisar a viabilidade e o custo dos mecanismos para a obtenção de reservas cambiais e; segundo, ao se estudar a eficácia da taxa de juros para a manutenção das paridades cambiais⁴.

A) Quanto ao primeiro aspecto, um dos pré-requisitos básicos de uma âncora cambial é a existência de um montante significativamente elevado de reservas cambiais que garantam o lastreamento da moeda nacional. Para atingir o nível de reservas adequado, é necessário um superávit do Balanço de Pagamentos. Tal superávit pode ser obtido via conta de transações correntes ou via conta de capital. Se a opção for em favor da obtenção de um superávit na conta de capital, caracteriza-se a necessidade apontada acima de um aumento das taxas de juros reais que atraia fluxos de capitais internacionais, sobretudo para um país que não seja hegemônico. Entretanto, o aumento das taxas de juros tende a criar um ambiente recessivo, tão mais profundo quanto maior o grau de desconfiança (e conseqüentemente, maior o prêmio de risco) dos agentes econômicos em relação à situação econômica do país e fragiliza a situação financeira dos agentes, segundo vimos no item anterior. O ambiente recessivo pode causar pressões políticas e sociais decorrente, por exemplo, do aumento do desemprego, gerando dúvidas quanto à sustentabilidade ao longo do tempo do programa de estabilização.

Um outro efeito do influxo de capitais causado pelas altas taxas de juros reais é a pressão expansionista sobre a base monetária. Segundo a visão da “nova ortodoxia”, se tal pressão expansionista se efetiva, há uma pressão ascendente sobre os preços, pois o aumento na oferta de moeda estimularia o nível de atividades e, com isso, o nível de preços. Caso o governo opte por esterilizar o aumento da oferta de moeda pela venda de títulos públicos no mercado interno, a conseqüência é que este incorrerá em um pagamento crescente do serviço dessa dívida, dado o alto nível de juros praticado no

⁴Cabe lembrar a ressalva feita no capítulo primeiro. Estas considerações são válidas para países cuja inserção internacional é calcada, basicamente, nos fluxos monetários e financeiros. Para países cuja inserção seja também sólida nos fluxos comerciais e nos investimentos diretos, estas considerações não se aplicam necessariamente.

mercado interno. Esta situação não pode ser mantida por um longo período de tempo, sobretudo se o país já possuir um estoque de dívida muito elevado. Ademais, o aumento da dívida mobiliária dificulta a obtenção de um ajuste fiscal intertemporal que seja interpretado como definitivo.

Outro ponto a ser ainda destacado é o caráter volátil dos capitais atraídos pelas altas taxas de juros. O risco existente em se constituir uma reserva cambial baseada em capitais especulativos é a necessidade de manutenção das taxas de juros constantemente atrativas, de modo a manter os capitais dentro do país. Entretanto, a presença deste componente financeiro na determinação da taxa de câmbio, tal qual apontado no capítulo primeiro, significa que, no momento em que tais capitais encontrarem oportunidades mais lucrativas ou a ocorrência de um evento qualquer (político, econômico ou social) tornar o prêmio de risco insuficiente aos olhos dos agentes econômicos internacionais, corre-se o risco de que haja um refluxo de tais capitais, comprometendo as reservas cambiais e, com isso, o plano de estabilização.

Portanto, a utilização da taxa de juros como mecanismo que garanta a manutenção das reservas cambiais em níveis adequados é bastante limitada, quando considerado o custo da sua utilização para o nível de atividade econômica interna. Uma maneira de minimizar os efeitos recessivos da taxa de juros é sua utilização por curtos intervalos de tempo ou enquanto instrumento auxiliar na defesa da âncora cambial. A utilização prolongada de juros elevados na captação de financiamento externo, geram efeitos sobre o nível de atividades e sobre a situação financeira semelhantes aos da âncora monetária analisada acima.

Posto que a obtenção de um superávit de Balanço de Pagamentos via conta de capital apresenta certas dificuldades, a análise deve se voltar para a conta de transações correntes. Caso o país seja devedor e possua um estoque de dívida externa muito elevado, o superávit da balança comercial deve ser suficiente para o acúmulo de reservas mesmo

depois de descontado o serviço da dívida a ser pago. Se o país entrar em uma fase de crescimento, a taxa de crescimento das exportações deve, no mínimo, ser igual à taxa de crescimento das importações para que não haja, no médio e longo prazos, um estrangulamento nas reservas cambiais.

Para que as exportações sejam elevadas, o câmbio deve estar em um nível favorável, ou seja, a taxa de câmbio não deve estar excessivamente valorizada em relação às moedas dos principais parceiros comerciais, no sentido dos preços relativos não se encontrarem desfavoráveis à exportação, ou mesmo deve ter desvalorizações sucessivas se a inflação não for rápida e suficientemente reduzida. A desvalorização da taxa de câmbio seria necessária para tornar os preços relativos favoráveis à exportação: com níveis de inflação superiores aos níveis dos países que importam os produtos do país em questão, os preços relativos se deterioram.

O primeiro problema que se coloca nesta situação é que uma âncora cambial não permite, como já foi apontado, desvalorizações sucessivas. O diferencial positivo entre os níveis de inflação interna e externa valoriza o câmbio. O efeito é estimular as importações, além de desestimular as exportações, prejudicando a obtenção de superávits comerciais. É verdade que uma das maneiras que o governo dispõe para forçar a queda nos níveis de preços é a utilização de produtos importados que possuam preços mais baratos que os similares nacionais. Entretanto, tal opção só é viabilizada às custas do superávit comercial. Portanto, a obtenção de superávits de Balanço de Pagamentos via a conta de transações correntes também pode ser problemática. Cabe observar ainda que déficits contínuos em transações correntes ou na balança comercial podem aumentar o risco-moeda local aos olhos dos investidores internos e externos, tornando mais difícil e/ou mais custoso a obtenção de superávits na conta de capital.

B) O segundo aspecto relevante é a utilização da taxa de juros como instrumento de defesa das paridades cambiais, nos termos destacados no segundo capítulo. Uma

elevação da taxa de juros atua como um incentivo para que os agentes econômicos internacionais aumentem a participação da moeda nacional em seus portfólios. Dessa forma, um aumento da taxa de juros serve para que esses agentes aumentem sua demanda pela moeda nacional. Neste sentido é que, em um programa de âncora cambial com taxas de câmbio fixas, a taxa de juros serve de instrumento de defesa das paridades.

Entretanto, Garber & Spencer (1995:507) apontam que este mecanismo pode apresentar resultados opostos aos pretendidos em presença dos métodos de “proteção dinâmica” (*dynamic hedging*), que protegem os agentes econômicos contra os riscos de moedas via contratos cambiais em mercados futuros (*forward exchange contracts*).

Segundo os autores, uma crise especulativa contra uma moeda em um sistema de âncora cambial com taxa de câmbio fixa é caracterizada por opções de venda da moeda nacional no mercado futuro. Na defesa das paridades, o Banco Central começa a comprar a moeda nacional no mercado futuro, até um determinado limite imposto pelas suas reservas cambiais. Quando este limite é atingido, o Banco Central deixa de comprar moeda e os bancos comerciais (*dealers*) assumem a compra no mercado futuro. Entretanto, os bancos comerciais, ao efetuarem opções de compra da moeda nacional no futuro, devem começar a vender a moeda nacional no mercado spot para manter equilibrada a sua posição líquida de moedas internacionais (*net currency position*) bem como equilibrar suas posições em termos de maturidade dos contratos (*balance maturities position*).

Com a venda da moeda nacional pelos bancos comerciais, o Banco Central deve comprar esta moeda para garantir a manutenção das paridades. Ao mesmo tempo, deve fornecer crédito aos bancos comerciais para que estes possam vender a moeda nacional e equilibrar suas posições. Logo, cria-se uma situação na qual o Banco Central está financiando o ataque especulativo contra a própria moeda.

A solução geralmente utilizada é aumentar as taxas de juros para evitar que os agentes procurem liquidar suas posições em moeda nacional. Neste momento, segundo os autores, a lógica contida nos modelos de “proteção dinâmica” indica que o aumento da taxa de juros é, na verdade, a última atitude que ocorre antes do colapso das paridades cambiais. Neste caso, ao invés de incentivar os agentes a manterem suas posições em moeda nacional, o governo está *incentivando* que tais agentes *liquidem* suas posições em moeda nacional.

Uma alternativa que evite que um aumento significativo da taxa de juros seja interpretado como o colapso das paridades fixas, seria o aumento paulatino das taxas de juros. Um aumento gradual da taxa de juros permitiria ao Banco Central evitar que grandes ataques especulativos ocorressem, possibilitando ao Banco Central a defesa das paridades com sucesso. Além disso, o aumento dos juros deveria se dar antes da ocorrência de ataques especulativos. Entretanto, os próprios autores afirmam que

“o reconhecimento de *quando* um ataque especulativo vai se estabelecer, de maneira a se implementar uma defesa consistente, é problemático.” (Garber & Spencer, 1995:514; grifo nosso)

Características da inserção internacional

Na discussão sobre âncoras cambiais, o tipo de inserção do país em questão merece ser aprofundada. Nestas discussões, supõe-se usualmente que o país que adota uma âncora cambial é uma pequena economia aberta. Uma discussão mais aprofundada sobre as características específicas de cada país demonstra que tal hipótese é bastante restritiva e não deve ser tratada apenas como uma simplificação. A incorporação destas características acarreta, algumas vezes, na qualificação das conclusões obtidas quando utilizadas hipóteses simplificadoras.

Quando da adoção de uma âncora cambial, apresenta-se a escolha entre fixar a paridade da moeda nacional em relação a uma moeda específica ou a uma cesta internacional de moedas. Partindo de Aghevli; Khan & Montiel (1991:17), podemos considerar que a flutuação das paridades aumenta o risco cambial nas transações comerciais e de capital, ao alterar os preços relativos entre países, o que pode ter reflexos nos níveis de produção e investimento internos. Entretanto, deve ficar claro que, independente da escolha entre uma moeda determinada ou uma cesta de moedas, ainda assim haverá flutuação das paridades cruzadas posto que qualquer alteração nas paridades da moeda internacional (ou moedas) na qual a moeda nacional está atrelada em relação às demais moedas mundiais, significa, por extensão, alteração nas paridades cruzadas destas com a moeda nacional.

A opção de fixar a taxa de câmbio a "uma cesta de moedas internacionais apresenta a vantagem de reduzir a flutuação média da moeda nacional em relação a estas moedas, o que reduz o risco cambial total para os agentes econômicos que possuem posições abertas em diferentes moedas" (Aghevli; Khan & Montiel, 1991:17). Neste caso, para um país que possua uma pauta de comércio diversificada, com diferentes parceiros comerciais, parece ser mais interessante que a taxa de câmbio seja fixada em relação uma cesta de moedas, posto que a estabilidade cambial em relação a várias moedas pode evitar efeitos negativos nos fluxos comerciais. Mas o grau de abertura da economia também deve ser levado em consideração: para um país que possua um baixo grau de abertura comercial, a fixação do câmbio a uma cesta de moedas pode trazer mais custos do que benefícios, pois a dificuldade e o comprometimento da política econômica na manutenção das paridades pode trazer mais custos do que a estabilidade cambial alcançada.

Em contrapartida, a opção em fixar a taxa de câmbio em relação a uma determinada moeda internacional (o dólar, por exemplo), implica que o risco cambial para os agentes econômicos que tenham posições abertas em dólar é minimizado. Entretanto, os agentes econômicos que tenham operações denominadas em outras moedas ficam

expostos às flutuações cambiais e, com isto, podem optar por evitar os riscos cambiais através do uso de instrumentos financeiros que os protejam de variações indesejadas das paridades. Este movimento incentivaria, portanto, o uso do mercado de opções e de futuros como instrumento de proteção ao risco cambial. Para que isto seja possível, é necessário que o país possua mercados financeiros bastante desenvolvidos. Se esta condição não se verificar, é possível que os agentes que transacionem com outras moedas que não o dólar, sejam desestimulados a manter posições nestas moedas, podendo afetar os fluxos comerciais e de capitais com os países emissores de tais moedas.

Outra consideração relevante, já ressaltada no capítulo dois, diz respeito a estabilidade de preços do país (ou países) cuja moeda serve de âncora. Trata-se do aspecto da “credibilidade importada”. A escolha da moeda em relação a qual se busca fixar o câmbio deve levar em conta a credibilidade na estabilidade de preços deste(s) país(es).

Também deve ser levado em conta, quando da escolha entre paridade fixa ou bandas cambiais, o fato do país ser um *price-taker* ou um *price-maker* no mercado internacional. Em um regime de câmbio fixo (e, em algum grau, em um regime de bandas cambiais, dependendo da amplitude da banda cambial) diferenciais de inflação causam alterações nas taxas de câmbio reais. Se o país é um *price-taker* de determinados produtos no mercado mundial e os diferenciais de inflação são positivos em relação a este país (ou seja, a inflação interna é maior do que a inflação internacional), então os efeitos de um câmbio fixo são negativos para os fluxos comerciais. Os preços relativos se tornam desfavoráveis e o preço das mercadorias nacionais se torna maior do que os preços mundiais. Se o país é um *price-maker* e a inflação interna é maior do que a inflação internacional, pode haver uma diminuição da demanda internacional dos produtos dos quais o país é *price-maker* e pode permitir que concorrentes internacionais passem a competir pela posição de *price-maker*.

Um aspecto ainda a ser considerado diz respeito às possíveis complicações que poderiam surgir se dois parceiros comerciais estabelecessem, ao mesmo tempo, programas de estabilização com âncoras cambiais. Neste caso, a rapidez com que ambos lograssem diminuir suas taxas de inflação seria fundamental. Caso houvesse um diferencial de inflação, alterações na taxa de câmbio real entre eles poderiam trazer sérias dificuldades para o país com taxa de inflação mais elevada (e cuja pauta de comércio fosse intensa com o outro país em questão), uma vez que com a taxa de câmbio valorizada, haveria uma pressão para o aumento de suas importações. A importância deste aspecto dependerá do peso do comércio bilateral entre os dois países: quanto menor o grau de diversificação da pauta de exportações e menor o número de parceiros comerciais (no sentido de poucos parceiros com grande participação na pauta), maiores seriam as dificuldades para o país com níveis de inflação mais elevados, se ambos adotassem uma âncora cambial. Por outro lado, o país com a menor taxa de inflação teria suas exportações aumentadas, o que garantiria a entrada de recursos externos caso enfrentasse problemas com o nível de suas reservas cambiais.

4.3 Equilíbrio fiscal

Por fim, uma questão essencial a ser aprofundada é a necessidade imposta pela âncora cambial de um equilíbrio fiscal inter-temporal. Dependendo das condições iniciais (um estoque de dívida pública elevado, por exemplo), a obtenção de um equilíbrio fiscal inter-temporal pode não ser factível. Neste caso, tornar-se-ia mais adequado distinguir a obtenção de um “equilíbrio fiscal” da obtenção de um “ajuste fiscal”⁵.

O primeiro conceito diz respeito ao equilíbrio orçamentário. Neste caso, a solução de eventuais problemas está em aumentar as receitas e/ou diminuir as despesas do governo. O aumento de receitas pode ser obtido por meio de reformas tributárias e/ou

⁵Agradeço ao Professor Fernando Nogueira da Costa por ressaltar a importância desta distinção.

aumento de impostos. Esta solução pode não ser muito factível devido ao custo social e às pressões políticas contrárias à sua adoção. A redução das despesas do governo é a alternativa geralmente apontada para que o equilíbrio fiscal possa ser atingido. Esta redução pode ser conseguida por reformas administrativas, redução dos custos do governo, tornar o Estado mais produtivo, diminuir o tamanho do setor estatal. Caso a igualdade entre receitas e despesas, ainda assim, não se efetive, o déficit remanescente deve ser financiado por títulos e/ou por emissão monetária. Esta última, na visão ortodoxa, não é aconselhável dado o impacto sobre o nível de preços. Já o financiamento por títulos públicos aumentaria o estoque e o serviço da dívida existente.

O conceito de “ajuste fiscal” leva em conta a posição financeira do Estado. Duas questões são relevantes neste particular: o refinanciamento do estoque de dívida existente e o impacto do serviço da dívida sobre o equilíbrio fiscal do governo.

No âmbito da “nova ortodoxia”, uma solução freqüentemente apontada para o estoque da dívida existente é a privatização dos ativos do Estado. Desta forma, verificar-se-ia uma troca entre os ativos “ruins” (títulos da dívida pública) pelos ativos “bons” (empresas e bens do setor público) do Estado. Para que esta alternativa surta efeito, é necessário que o valor dos ativos “privatizáveis” seja o mais próximo possível do valor da dívida pública, de forma a se tornar uma alternativa atraente. No entanto, o valor dos ativos “privatizáveis” depende de que o mercado e os agentes econômicos sancionem o valor daqueles ativos. Além disso, é necessário que o governo obtenha apoio do Congresso para permitir que reformas desse calibre sejam executadas. Na visão da “nova ortodoxia” a obtenção do “ajuste fiscal” parece depender exclusivamente da “fibra moral” ou da vontade política do governo para realizar as reformas necessárias.

Além da alternativa de privatização, uma outra solução pode ser o refinanciamento do estoque da dívida. Por meio desta alternativa, a mudança no perfil da dívida pública, no que tange ao alongamento dos prazos de vencimento dos títulos e à diminuição das taxas

de juros, pode diminuir o “peso” do serviço da dívida e permitir, portanto, o equilíbrio das contas públicas.

Na visão da “nova ortodoxia” a obtenção do ajuste fiscal parece reduzir-se ao equilíbrio fiscal (despesas e receitas), à privatização e ao alongamento dos prazos da dívida. Foge ao escopo deste trabalho analisar a viabilidade e a conveniência dessas soluções. Deve-se, entretanto, observar que podem verificar-se condições que tornem incompatível a manutenção da âncora cambial e a obtenção do equilíbrio fiscal desejado. A existência de um montante elevado de dívida pública (ou seja, quando a dimensão estoque da dívida existe e não é negligenciável) e a obrigação de pagar prêmios de risco elevados aos agentes internacionais podem inviabilizar a obtenção de um ajuste fiscal intertemporal. Aceitar esta situação como possível, significa aceitar uma situação paradoxal na qual a adoção de uma âncora cambial impede uma condição básica para a sua sustentabilidade, o equilíbrio fiscal.

Como já foi apontado, a manutenção da paridade cambial pode implicar na necessidade de atrair recursos externos com base em um diferencial de taxa de juros que compense o risco do país. Para que o aumento das reservas cambiais não implique na expansão constante da base monetária, pode ser necessário uma política de esterilização. O resultado é o aumento da dívida pública. Concomitantemente, a manutenção de um patamar elevado de taxa de juros significa um aumento do serviço da dívida. Um possível aumento do montante da dívida pública, aliado ao aumento do serviço desta dívida (pelo aumento do montante da dívida e das taxas de juros) dificulta a obtenção de um ajuste fiscal definitivo, posto que as despesas do governo são crescentes, enquanto que a receita não o é, necessariamente. O problema será tanto mais grave quanto maior for o nível inicial da dívida pública, quanto maior for o esforço de esterilização da base monetária e quanto maior o nível da taxa de juros.

Nesta situação, embora uma âncora cambial possa ter menores custos quando comparada às demais alternativas de âncoras nominais, ainda assim o seu custo absoluto pode ser significativo. A necessidade de um ajuste fiscal periódico, que dê conta do aumento da dívida pública e do seu serviço, tem um custo social e político muito elevado.

Caso os agentes econômicos tenham sido convencidos, pelo discurso do próprio governo, da necessidade absoluta de obtenção do ajuste fiscal inter-temporal e percebam que este ajuste não é factível, quer pelo montante da dívida propriamente dito, quer pelo seu serviço, o resultado pode ser a antecipação do colapso do programa de estabilização. Em outras palavras, os agentes podem acreditar que é inevitável o redirecionamento da política econômica, seja para financiar o déficit público, seja em função dos custos recessivos da obtenção do ajuste fiscal definitivo. No primeiro caso, os agentes percebem que a monetização do déficit pode causar um aumento da inflação e/ou gerar pressões sobre as reservas cambiais. No segundo caso, os agentes concluem que o enxugamento do aparelho estatal, o aumento dos impostos, a queda no investimento estatal, as demissões, etc, podem causar impactos recessivos tão profundos que a sustentabilidade política e social do programa de estabilização é posta em xeque.

A manutenção da taxa de juros interna elevada, enquanto forma de estimular os agentes internacionais a demandarem ativos denominados em moeda nacional, e, dessa forma, atrair o influxo de recursos externos que garantam um nível suficiente para as reservas cambiais, faz com que os agentes econômicos captem recursos no exterior como forma de evitar os altos juros praticados no mercado doméstico. Nesta situação, há uma proliferação de contratos denominados em moedas internacionais. Caso haja uma antecipação do colapso do programa de estabilização, pode haver uma antecipação da liquidação dos contratos denominados em moedas estrangeiras. Os agentes procurariam liquidar suas dívidas denominadas em moedas internacionais, posto que o fim da âncora cambial pode significar uma desvalorização pronunciada da taxa de câmbio, o que seria desfavorável para os devedores em moedas estrangeiras. A liquidação generalizada dos

contratos denominados em moedas internacionais afetaria as reservas cambiais e poderia precipitar o fim da âncora cambial.

Os argumentos da “nova ortodoxia” em favor da âncora cambial, apresentados no capítulo anterior, sugerem que a adoção de um programa de estabilização dessa natureza é muito vantajosa. Os custos seriam, aparentemente, baixos enquanto que as vantagens em termos de estabilidade econômica seriam uma simples decorrência do sucesso do programa de estabilização. Já as observações feitas neste capítulo, sobre a viabilidade e o custo da defesa das paridades e sobre o equilíbrio fiscal, sugerem uma avaliação mais crítica desses programas.

Foi apontado neste capítulo que o custo de defesa das paridades por meio de diferenciais de juros pode ser muito elevado, tanto no sentido de gerar desequilíbrios fiscais crescentes, como fragilizar financeiramente o setor privado. No limite, a defesa da âncora por meio deste mecanismo pode gerar conseqüências negativas para o nível de atividade econômica semelhantes às da âncora monetária, também detalhadas neste capítulo. Em condições nas quais os agentes antecipam a fragilização da sustentabilidade da âncora cambial e existam mecanismos de *dynamic hedging*, o aumento dos diferenciais de juros pode ser ineficiente para evitar um possível colapso da âncora. A análise do regime de *target zones*, no capítulo segundo, permite apontar que a adoção de bandas de flutuação, embora ofereçam alguma flexibilidade à política econômica, não é suficiente para contornar os problemas aqui levantados.

Além disso, a existência de um resíduo inflacionário no começo do programa de estabilização tende a gerar uma sobrevalorização da taxa de câmbio real, caso a taxa de câmbio nominal não seja desvalorizada proporcionalmente. Uma taxa de câmbio

sobrevalorizada favorece uma certa parcela de agentes (importadores, devedores em moedas estrangeiras, etc) em detrimento de outra (exportadores, credores em moedas estrangeiras, produtores de bens “não exportáveis”, etc). Caso o governo procure administrar as pressões de ambos os grupos e não altere as paridades para não gerar instabilidade econômica nem enfraquecer a âncora, o resultado é que os desequilíbrios financeiros do próprio governo aumentam. O aumento destes desequilíbrios pode se manter enquanto a credibilidade dos agentes na sustentabilidade do programa não for afetada. Independentemente da condição interna, uma inserção internacional calcada apenas em fluxos monetários e financeiros torna o país vulnerável a choques externos que afetem aqueles fluxos.

Nesta situação, quer a perda de credibilidade devido aos desequilíbrios financeiros crescentes, quer um choque externo, podem fazer com que o governo tenha que alterar as paridades cambiais. Destas considerações emerge que, embora o endividamento em moeda estrangeira do setor público e privado crie resistências domésticas à flexibilização, o colapso de uma âncora cambial pode ser inevitável. Percebe-se, portanto, que, em contraposição à promessa da “nova ortodoxia” de uma âncora com baixa taxa de “sacrifício” capaz de gerar apoio político para a estabilização, o “custo de saída” de uma âncora cambial pode ser muito elevado.

Referências bibliográficas

AGHEVLI, B. B.; KHAN, M. S.; MONTIEL, P.J. *Exchange rate policy in developing countries: some analytical issues*. Washington: International Monetary Fund, 1991. (Occasional Paper, n. 78)

AGLIETTA, M. *La fin des devises clés: Essai sur la monnaie internationale*. Paris: La Découverte, 1986.

_____. *The International Monetary System: in research of new principles*. São Paulo: Cebrap/Funag, 1994. mimeo.

_____. *Macroéconomie financière*. Paris: La Découverte, 1995.

ALIBER, R. Z. The debt denomination decision. In: DILIP D., ed. *international finance: contemporary issues*. Aldershot: Routledge, 1993.

ALMENKINDERS, G.; EIJFFINGER, P. Empirical evidence on foreign exchange market intervention: where do we stand? *Weltwirtschaftliches Archiv*, Kiel, v. 127, n. 4, 1991a.

_____; _____. Objectives and effectiveness of foreign exchange market intervention: a survey of the empirical literature. *Banca Nazionale del Lavoro*, Roma, n. 176, Mar. 1991b.

- BAER, M. et al. Os desafios à reorganização de um padrão monetário internacional. *Economia e Sociedade*, Campinas, n.4, Jun. 1995.
- BARBOSA, F. H. Hiperinflação e estabilização. *Revista de Economia Política*, São Paulo, v. 13, n. 4 (52), Dez. 1993.
- BARRY, F.; DEVEREUX, M. B. The 'expansionary fiscal contraction' hypothesis: a neo-keynesian analysis. *Oxford Economic Papers*, Oxford, v. 47, n. 2, Apr. 1995.
- BIASCO, S. Currency cycles and the international economy. *Banca Nazionale Del Lavoro*, Roma, n. 160, Mar. 1987.
- BORDO, M. D.; EICHENGREEN, B. ed. *A retrospective on the Bretton Woods System: lessons for international monetary reform*. Chicago: University of Chicago Press, 1993.
- BRUNO, M. High inflation and the nominal anchors for an open economy. *Essays in International Finance*, Princeton, n. 183, Jun. 1991.
- CALVO, G. A.; VEGH, C. A. *Credibility and the dynamics of stabilization policy: a basic framework*. Washington: International Monetary Fund, 1990. (Working Paper, n. 90/110).
- CANUTO, O. *Brasil e Coréia do Sul: os descaminhos da industrialização tardia*. São Paulo: Nobel, 1994.

- CARDOSO, E. From inertia to megainflation: Brazil in the 1980s. In: BRUNO, M. et al. ed. *Lessons of economic stabilizations and its aftermath*. Cambridge: MIT Press, 1991.
- CEBRAP/PNUD. *Os desafios à reorganização de um padrão monetário internacional*. São Paulo: CEBRAP, 1994. (Relatório final - Projeto: a problemática monetário-financeira internacional).
- CHRYSTAL, A. K. *Controversies in macroeconomics*. 2nd. ed. Phillip Allan, 1983.
- CLARK, P., et al. *Exchange rates and economic fundamentals: a framework for analysis*. Washington, International Monetary Fund, 1994. (Occasional Paper, n. 115).
- COSTA, F. N. *Por uma teoria alternativa da moeda: a outra face da (teoria da) moeda*. Campinas: UNICAMP. IE, 1994. (Tese Livre-docência).
- DE GRAUWE, P. et al. *Exchange rate theory: chaotic models of foreign exchange markets*. Cambridge: Blackwell, 1993.
- DORNBUSCH, R. Flexible exchange rates and excess capital mobility. Washington: Brookings Institution, 1986. (Brookings Papers on Economic Activity, n. 1).
- _____. The theory of flexible exchange rate regimes and macroeconomic policy. In: CHRYSTAL, A. K., org. *Monetarism*. Aldershot: Edward Elgar, 1990. v. II
- _____; FISCHER, S. Exchange rates and current account. *American Economic Review*, Nashville, v. 70, n. 5, Dec. 1980.

DRAZZEN, A.; HELPMAN, E. Stabilization with exchange rate management. *Quarterly Journal of Economics*, Cambridge, v. 102, n. 4, Nov. 1987

EDWARDS, S. Exchange rates as nominal anchors. Washington, National Bureau of Economic Research, 1992. (NBER Working Paper, n. 4246).

EICHENGREEN, B. *History and reform of the international monetary system*. São Paulo: Cebrap/Funag, 1994. mimeo

_____. The endogeneity of exchange-rate regimes. In KENEN, P. B. ed. *Understanding interdependence: the macroeconomics of the open economy*. Princeton: Princeton University Press, 1995.

FAVA, V. L. *Modelos estruturais para séries de tempo*. São Paulo: USP.IPE.FEA, 1995. mimeo

FISCHER, S. Exchange rate versus money targets in disinflation. In: FISCHER, S. *Indexing, inflation, and economic policy*. Cambridge: MIT Press, 1986.

FITOUSSI, J. P.; LE CACHEUX, J. *World macroeconomic disequilibria and international transmission mechanism*. s. n. t. 1992. mimeo

FRANKEL, J.A. International financial integration: relations between interest rates and exchange rates. In: DILIP, D., ed. *International finance: contemporary issues*. Aldershot: Routledge, 1993.

- _____ ; DOMINGUEZ, K. M. Foreign exchange intervention: an empirical assessment. In: FRANKEL, J.A., ed. *On exchange rates*. Cambridge: MIT Press, 1993.
- _____ ; DORNBUSCH, R. The flexible exchange rate system: experience and alternatives. In: FRANKEL, J.A., ed. *On exchange rates*. Cambridge: MIT Press, 1993.
- _____ ; FROOT, K.A. Using survey data to test standard propositions regarding exchange rate expectations. In: FRANKEL, J.A., ed. *On exchange rates*. Cambridge: MIT Press, 1993a.
- _____ ; _____. Understanding the U.S. dollar in the eighties: the expectations of chartists and fundamentalists. In: FRANKEL, J.A., ed. *On exchange rates*. Cambridge: MIT Press, 1993b.
- _____ ; _____. Chartists, fundamentalists, and trading in the foreign exchange market. In: FRANKEL, J.A., ed. *On exchange rates*. Cambridge: MIT Press, 1993c.
- FRANKEL, J.A.; GOLDSTEIN, M. A guide to target zones. *Staff Papers*, Washington, v. 3, n. 4, Dec. 1986.
- _____ ; _____. MASSON, P.R. *Characteristic of a successful exchange rate system*. Washington: International Monetary Fund, 1991. (Occasional Paper, n. 82).

- GARBER, P. M.; SPENCER, M. G. Foreign exchange hedging and the interest rate defense. *Staff Papers*, Washington, v. 42, n. 3, Sept. 1995.
- GHYMERS, C. Réagir à l'emprise du dollar. In: AGLIETTA, M. *L'ÉCU et la vieille dame: un levier pour l'Europe*. Paris: Economica, 1986.
- GIAVAZZI, F.; GIOVANNINI, A. *Limiting exchange rate flexibility: the european monetary system*. Cambridge: MIT Press, 1989.
- GLICKMAN, M. The concept of information, intractable uncertainty, and the current state of the "efficient markets" theory. *Journal of Post Keynesian Economics*, Armonk, v. 16, n. 3, 1994.
- GOODHART, C. A. E. *Money, information and uncertainty*. 2nd ed. London: Macmillan Press, 1989.
- _____. *Private financial dynamics and the challenge for the policies of central banks*. São Paulo: Cebrap/Funag, 1994. mimeo
- _____. The political economy of monetary union. In: KENEN, P. B. ed. *Understanding interdependence: the macroeconomics of the open economy*. Princeton, Princeton University Press, 1995.
- GUILLOCHON, B. *Économie internationale*. Paris: Dunod, 1993.
- HALLET, A. J. H. Target zones and international policy coordination: the contrast between the necessary and sufficient conditions for success. *European Economic Review*, Amsterdam, v. 36, n. 4, May 1992.

- HARVEY, J. T. A post keynesian view of exchange rate determination. *Journal of Post Keynesian Economics*, Armonk, v. 14, n. 1, fall 1991.
- HEES, F. *Alemanha Ocidental: a importância do financiamento para o setor de bens de capital (1973-1989)*. Campinas: UNICAMP. IE, 1993. (Monografia de Graduação).
- HELPMAN, E.; RAZIN, A. Exchange rate management: intertemporal tradeoffs. *American Economic Review*, Nashville, v. 77, n. 1, Mar. 1987.
- HENDRY, D. F. *Dynamic econometrics*. Oxford: Oxford University Press, 1995.
- HOWELLS, P. The demand for endogenous money. *Journal of Post Keynesian Economics*, Armonk, v. 18, n. 1, 1995.
- ITO, T. Foreign exchange rate expectations: micro survey data. In: DILIP, D., ed. *International finance: contemporary issues*. Aldershot: Routledge, 1993a.
- _____. Was there a target zone? In: DILIP, D., ed. *International Finance: Contemporary Issues*. Aldershot: Routledge, 1993b.
- JOHNSON, H. G. The monetary approach to balance of payments theory. In: CHRYSTAL, A. K., org. *Monetarism*. Aldershot: Edward Elgar, 1990. v.II
- KEYNES, J.M. A tract on monetary reform. In: *Collected writings of John Maynard Keynes*. London: Macmillan, 1971. v. 4

KLEIN, M. W. Big effects of small interventions: the informational role of interventions in exchange rate policy. *European Economic Review*, Amsterdam, v. 36, n. 4, May 1992.

KIGUEL, M. A.; LIVIATAN, N. Inflationary rigidities and orthodox stabilization policies: lessons from Latin America. *World Bank Economic Review*, Washington, v. 2, n. 3, Sept. 1988.

_____ ; _____. The bussiness cycle associated with exchange rate-based stabilization. *World Bank Economic Review*, Washington, v. 6, n. 2, May 1992.

KRUEGER, A.O. *Exchange rate determination*. Cambridge: Cambridge University Press, 1983.

KRUGMAN, P. R. Target zones and exchange rate dynamics. *Quarterly Journal of Economics*, Cambridge, v. 106, n. 426, Aug. 1991.

_____. *Curencies and crises*. Cambridge: MIT Press, 1992.

_____. Dutch tulips and emerging markets. *Foreign Affairs*, Washington, Jul/Aug, 1995.

_____ ; MILLER, M. ed. *Exchange rate targets and currency bands*. Cambridge: Cambridge University Press, 1992.

MACDONALD, R. Long-run exchange rate modeling. *Staff Papers*, Washington, v. 42, n. 3, Sept. 1995.

_____ ; TAYLOR, M. P. Exchange rate Economics: A Survey. *Staff Papers*, Washington, v. 39, n. 1, Mar. 1992.

MADDALA, G. S. *Introduction to econometrics*. 2nd ed., London: Macmillan, 1992.

MCKINNON, R. I. Monetary and exchange rate policies for international financial stability: a proposal. *Journal of Economic Perspectives*, London: v. 2, n. 1, winter, 1988.

_____. Currency substitution and instability in the world dollar standard. In: CHRYSTAL, A. K., org. *Monetarism*. Aldershot: Edward Elgar, 1990. v.II

MINSKY, H. *John Maynard Keynes*. Columbia: Columbia University Press, 1975.

_____. *Stabilizing an unstable economy*. Yale, Yale University Press, 1986.

MIRANDA, J. C. *Câmbio, juros e fisco: a experiência internacional*. Campinas: UNICAMP. IE, 1992 (Tese Doutorado).

_____. Apresentação. *Economia e Sociedade*, Campinas: n. 4, p.3-9, jun. 1995.

MOORE, B. J. *Horizontalists and verticalists: the macroeconomics of credit money*. Cambridge, Cambridge University Press, 1988.

MUNDELL, R. Currency boards, fixed exchange rates and monetary discipline. In: LIVIATAN, N. ed. *World Bank Discussion Papers*, n. 207, 197.

- MUSSA, M. L. Exchange rates in theory and in reality. Princeton, *Essays in International Finance*, n. 179, Dec. 1990.
- _____ ; et al. Improving the international monetary system: constraints and possibilities. Washington: International Monetary Fund, 1994. (Occasional Paper, n. 116).
- NELSON, C. L. Setting monetary targets. *Journal of Economic Issues*, London: v. 2, n. 4, Dec. 1993.
- OBSTFELD, M. International currency experience: new lessons and lessons relearned. Washington: Brookings Institution, 1995. (Brookings Papers on Economic Activity, n. 1).
- Organisation de Cooperation et de Developpement Economiques — OCDE — *Gestion du taux de change et conduite de la politique monétaire*. Série Études Monétaires. Paris: 1985.
- OHNO, K. The purchasing power parity criterion for stabilizing exchange rates. In: DILIP, D., ed. *International finance: contemporary issues*. Aldershot: Routledge, 1993.
- OLIVEIRA-MARTINS, J.; PLIHON, D. L'impact des transferts internationaux d'épargne sur les déséquilibres extérieurs. *Economie et Statistiques*, Paris: n. 232, mai 1990.

- PALLEY, T. I. Debt aggregate demand, and the bussiness cycle: an analysis in the spirit of Kaldor and Minsky. *Journal of Post Keynesian Economics*, Amork, v. 16, n. 3, Spring 1994.
- PENTECOST, E. J. *Exchange rate dynamics: a modern analysis of exchange rate theory and evidence*. Aldershot: Edward Elgar, 1993.
- PLIHON, D. Faut-il revenir au SME a bandes étroites? *De Pecunia*, Paris: v. 6, n. 3, dec. 1994. mimeo
- _____. *La montée en puissance de la finance speculative*. Paris: Economica, 1995. mimeo
- _____. *Les taux de change*. Paris: La découverte, 1991.
- PRESSER, M. F. Dilemas da política cambial brasileira nos anos 90. *Indicadores Econômicos*, Porto Alegre: v. 23, n. 4, Jan. 1996.
- RODRIGUEZ, C. A. The Argentine stabilization plan of december 20th. *World Development*, Washington, v. 10, n. 183, 1982.
- SACHS, J.; ZINI, A. A. A inflação brasileira e o "Plano Real". *Revista de Economia Política*. São Paulo, v. 15, n. 2 (58), Abr./Jun. 1995.
- SARGENT, T. J. Stopping moderate inflations: the methods of Poincaré and Thatcher. In: DORNBUSCH, R.; SIMONSEN, M. H. ed. *Inflation, debt, and indexation*. Cambridge: MIT Press, 1983.

- _____. The ends of four big inflations. In: CHRYSTAL, A. ed. *Monetarism*. Aldershot: Edgar Elgar, 1990. v. I
- _____; WALLACE, N. Some unpleasant monetarist arithmetics. In: CHRYSTAL, A. ed. *Monetarism*. Aldershot: Edward Elgar, 1990. v. II
- SCHULMEISTER, S. Currency speculation and dollar fluctuations. *Banca Nazionale Del Lavoro*, Roma, n. 167, Dec. 1988.
- SMITHIN, J. *Controversies in monetary economics: ideas, issues and policy*. Aldershot: Edward Elgar, 1993.
- STANSFIELD, E.; SUTHERLAND, A. Exchange rate realignments and realignment expectations. *Oxford Economic Papers*, Oxford, v. 47, n. 2, Apr. 1995.
- SVENSSON, L.E.O. The term structure of interest rate differentials in a target zone: theory and swedish data. *Journal of Monetary Economics*, Nashville, v. 28, n. 1, Aug. 1991a.
- _____. Target zones and interest rate variability. *Journal of International Economics*, Amsterdam, n. 31, 1991b.
- _____. An interpretation of recent research on exchange rate target zones. *Journal of Economic Perspectives*, London, v. 6, n. 4, fall, 1992.
- _____. Why exchange rate bands? monetary independence in spite of fixed exchange rates. *Journal of Monetary Economics*, Nashville, v. 33, n. 1, Feb. 1994a.

- _____. Fixed exchange rates as a mean to price stability: what have we learned?
European Economic Review, Amsterdam, v. 38, n. 3/4, Apr. 1994b.
- TAYLOR, M. P. Exchange-rate behavior under alternative exchange-rate arrangements.
In: KENEN, P. B. ed. *Understanding interdependence: the macroeconomics of the open economy*. Princeton, Princeton University Press, 1995.
- VASCONCELOS, M. R. *Modelos teóricos de determinação da taxa de câmbio*.
Campinas: UNICAMP. IE, 1996. mimeo (versão preliminar)
- WALTER, N. German External Adjustment Since 1985. In: BERGSTEN, C. F. ed.
International adjustment and financing: the lessons of 1985-1991. Washington:
Institute for International Economics, 1991.
- WERNER, A. Expectativas de realineación y la banda cambiaria óptima. *El Trimestre Económico*, México, v. 61, n. 243, Sept. 1994.
- _____. Exchange rate target zones, realignments and the interest rate differential: theory and evidence. *Journal of International Economics*, Amsterdam, n. 39, 1995.
- WILLIAMSON, J. *The exchange rate system*. Washington: Institute for International Economy, 1985.
- WRAY, L. R. *Money and credit in capitalist economies: the endogenous money approach*. Aldershot: Edward Elgar, 1990.

ZINI, A. A. *Taxa de câmbio e política cambial no Brasil*. São Paulo: EDUSP, 1991.