

# **A POLÍTICA DE CÂMBIO DO PLANO REAL (1994-1998) ESPECIFICIDADES DA ÂNCORA BRASILEIRA<sup>1</sup>**

*Francisco Eduardo Pires de Souza*

Instituto de Economia  
Universidade Federal do Rio de Janeiro

## **1. INTRODUÇÃO**

Muitos traços comuns têm sido assinalados nas comparações entre diferentes programas de estabilização baseados em âncoras cambiais. Pode-se destacar como características geralmente observáveis nesses experimentos: grande eficácia para eliminar a alta inflação crônica, apreciação real do câmbio tendo por conseqüência grande aumento dos déficits em conta corrente, forte expansão inicial da demanda, em geral contida mais à frente pelo desequilíbrio externo. Há contudo algumas diferenças importantes, que podem ajudar a elucidar por que algumas economias vêm crescendo mais do que outras, por que algumas apresentam uma vulnerabilidade externa maior do que outras etc. Além disso, a identificação das singularidades locais permite pensar alternativas diferentes de política econômica e de desenvolvimento para cada economia. O presente texto tem por tema a experiência brasileira recente de política cambial, relacionando-a com a política de juros, e destacando algumas diferenças importantes com relação a outras economias que passaram por processos de estabilização semelhantes — baseados na âncora cambial — no passado.

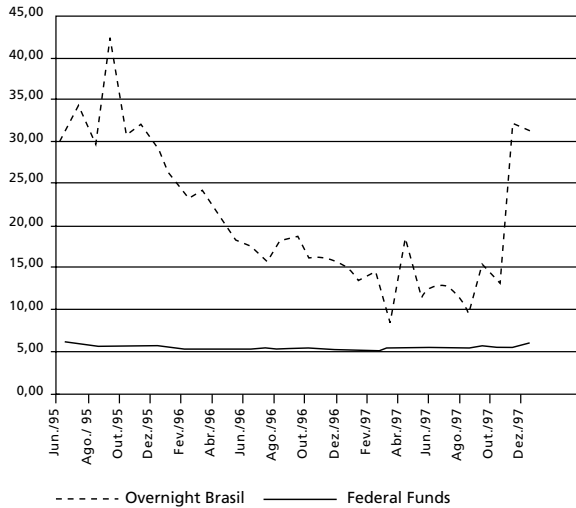
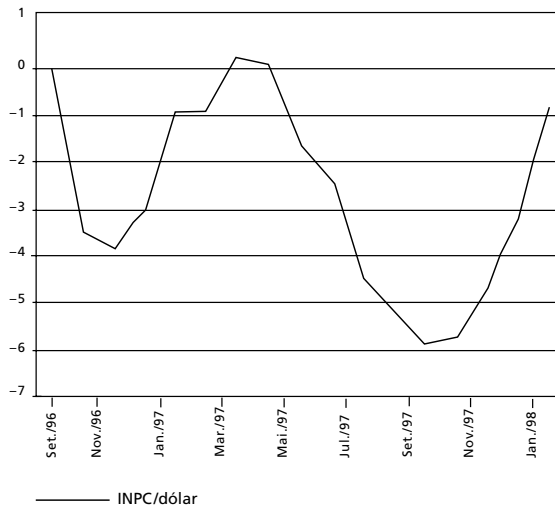
No item 2, são destacados dois traços marcantes e singulares do quadro macroeconômico brasileiro recente, a saber: a manutenção de taxas de juros excepcionalmente elevadas e o ritmo da inflação inferior ao da correção cambial, apesar da integração da economia nos fluxos financeiros e comerciais mundiais. Na seção seguinte do texto procura-se analisar por que as taxas de juros são tão altas no Brasil — quando comparadas às de outros paí-

ses que passaram por processos de estabilização semelhantes —, mostrando-se a relação íntima existente entre os dois traços característicos da experiência brasileira acima assinalados. Observa-se que a inter-relação entre os dois fenômenos resulta da opção da política econômica de abrir mão de um instrumento mais rápido de conquista de reputação, em prol do benefício de maior flexibilidade cambial. Na quarta seção examina-se a política cambial brasileira, descrevendo-se as suas transformações, a partir do Plano Real, até cristalizar-se na regra que prevaleceu a partir de finais de 1995. Discutem-se ainda os limites e possibilidades da política cambial a partir daquele quadro de referência. Finalmente, a quinta e última seção encerra o texto formulando algumas questões sobre o futuro da política cambial brasileira e sugerindo que a flexibilização da política cambial, através de uma ampliação significativa da chamada minibanda de flutuação, poderia constituir uma alternativa interessante de política econômica.

## **2. SINGULARIDADES DA POLÍTICA CAMBIAL BRASILEIRA COMO INSTRUMENTO DE ESTABILIZAÇÃO**

O que se deve esperar do comportamento das principais variáveis nominais no contexto de um plano de estabilização baseado na âncora cambial? A variação dos preços dos bens transacionáveis deve rapidamente convergir para a taxa de inflação externa, enquanto o preço dos não transacionáveis tende a crescer em um ritmo superior por um período razoavelmente longo, daí resultando uma variação dos índices de preços (sobretudo dos preços ao consumidor) superior à do câmbio, gerando uma apreciação real da moeda doméstica. Além disso, vencida a batalha das expectativas e tendo a âncora cambial conquistado credibilidade, os juros internos tendem a baixar substancialmente, aproximando-se dos juros externos.

À luz desses fatos, há dois desdobramentos inesperados da experiência brasileira de política cambial enquanto instrumento de estabilização básico do Plano Real. O primeiro consiste na manutenção de taxas de juros em níveis muito superiores aos internacionais, apesar da estabilização do câmbio e da consolidação do programa antiinflacionário. O segundo reside na queda da inflação a níveis inferiores ao ritmo das minidesvalorizações cambiais por um período prolongado. Os gráficos 1 e 2 ilustram o fenômeno.

**Gráfico 1: Taxas básicas de juros no Brasil e nos EUA****Gráfico 2: A evolução da relação preços ao consumidor/câmbio**

A julgar pelos modelos macroeconômicos para uma economia aberta, o gráfico 1 — que compara a taxa de juros do *overnight* medida em dólares com a taxa dos *federal funds* nos Estados Unidos — deveria mostrar um efeito fulminante da âncora cambial sobre os juros. O custo do dinheiro deveria ser derrubado para níveis internacionais. O que se percebe, entretanto, é

uma trajetória de queda extremamente lenta, interrompida por duas ameaças de crise cambial. Na sua fase de maior baixa, a taxa de juros do *overnight* no Brasil (medida em dólares) oscilou, durante um ano, entre novembro de 1996 e outubro de 1997, em torno de um nível equivalente a 2,5 vezes a taxa do *over* americano (13,5% a.a.  $\times$  5,5% a.a.). Depois disso, a resposta da política econômica à crise asiática levou à duplicação da taxa de juros.

A manutenção de níveis de taxas de juros substancialmente mais elevados que os internacionais contraria, em princípio, seu comportamento esperado. Tendo por base a condição de paridade dos juros, o custo do dinheiro numa economia que adotou um programa de estabilização baseado na taxa de câmbio deveria se aproximar do internacional pouco depois da consolidação da estabilização. Por outro lado, isso revela que o governo tem praticado uma política monetária ativa, apesar da adoção de um regime de câmbio fixo (ou melhor, fixado pelo governo) num contexto de mobilidade internacional de capitais. O que contraria também as expectativas teóricas. Não é à toa que o comportamento local dessas variáveis discrepa acentuadamente das experiências de outros países que adotaram planos de estabilização da mesma (grande) família, e onde os duas predições teóricas parecem se verificar.

O segundo gráfico mostra, de modo semelhante ao primeiro, a relação entre inflação e taxa de câmbio por quase um ano e meio, a partir de setembro de 1996. O indicador foi construído a partir de médias móveis trimestrais da variação do INPC e da taxa de câmbio. Sempre que a inflação, medida pela variação dos preços ao consumidor, for igual à variação cambial, o indicador aparece com valor zero no gráfico, o que indicaria uma âncora perfeita. No entanto, e surpreendentemente, a relação entre câmbio e preços observada no período revela uma situação insólita em que os preços se descolam — para baixo — de sua suposta âncora. Um caso paradoxal de âncora que se move mais do que o objeto ancorado.

As duas excentricidades acima estão intimamente interligadas, constituindo um sistema que tem um modo de operar próprio. Essa particular combinação é responsável por um dos aspectos mais negativos da experiência do Plano Real — as altas taxas de juros e suas conseqüências em termos de baixo crescimento, impacto negativo sobre a saúde das empresas e sobre as contas públicas. Mas é também responsável por um dos aspectos mais posi-

tivos do plano, que é a relativa flexibilidade da política cambial. Examinemos com mais detalhe essa relação simbiótica entre virtude e vício no Plano Real.

### 3. AS CAUSAS DOS ALTOS JUROS NO PLANO REAL

A evolução da taxa de juros no Brasil contraria, à primeira vista, a chamada condição de paridade coberta dos juros. De acordo com esta regra, havendo livre mobilidade de capitais, os juros internos deveriam igualar-se à soma dos juros externos com a desvalorização cambial implícita nas cotações da moeda estrangeira no mercado futuro. Com uma âncora cambial crível — que torne pouco significativas as expectativas de desvalorizações cambiais — os juros internos não deveriam estar muito longe dos externos. Não é à toa que na Argentina os juros domésticos para aplicações em pesos tenham ficado nos últimos anos — exceto por breves períodos associados a crises de confiança, como a verificada após os problemas cambiais mexicanos de dezembro de 1994 — razoavelmente próximos dos internacionais.<sup>2</sup>

A rigor há pelo menos três outras razões que poderiam justificar uma diferença entre juros internos e externos como a verificada no Brasil: o risco-país, a tributação sobre operações e ganhos financeiros, e outros obstáculos ou custos incidentes sobre os capitais externos. Chamando de  $\rho$  a diferença entre o risco doméstico e o externo, e usando a letra grega  $\tau$  para representar não somente a diferença entre os impostos domésticos e os externos sobre aplicações financeiras, mas também as restrições de toda espécie à entrada e saída de capitais, pode-se redefinir a condição de paridade entre juros internos e externos como:

$$(1) \quad i^* = i - \hat{E}^f - \rho - \tau$$

onde

$$(2) \quad \hat{E}^f = (E_1^f - E_0)/E_0$$

e

$i^*$  = taxa de juros externa

$i$  = taxa de juros doméstica

$E_1^f$  = taxa de câmbio no mercado futuro no tempo  $t_1$

$E_0$  = taxa de câmbio corrente

Partindo-se da equação (1), fica sugerido que a explicação para as altas taxas de juros no Brasil do Real estaria num dos últimos três termos de seu lado direito, ou numa combinação dos três. Mas o que ocorreu de fato e por quê?

Uma possível leitura da experiência brasileira consistiria em atribuir os juros permanentemente altos nos quatro primeiros anos do Plano Real ao fato de que o risco cambial foi elevado durante todo esse período, e à necessidade de atrair grandes volumes de capitais externos a despeito desse risco elevado. É evidente que este é um fator explicativo dos juros elevados. Mas se as demais economias latino-americanas que estabilizaram suas moedas — e também necessitaram atrair capitais em larga escala — o fizeram com taxas de juros substancialmente mais reduzidas do que as brasileiras, há que reconhecer que falta explicar essa diferença de comportamento.

O fator risco explica, de fato, o ocorrido em diversos momentos da história monetária do Plano Real. No período imediatamente posterior à crise do peso mexicano, por exemplo, as taxas de juros tiveram que ser elevadas acentuadamente no Brasil devido ao risco cambial, como de resto ocorreu em diversos outros países latino-americanos (ver por ex. a Argentina). Note-se por exemplo que os impostos sobre a entrada de capitais também foram reduzidos naquele momento, como forma de reforçar os efeitos dos juros altos. Em termos da equação (1),  $i$  foi elevada e  $\tau$  reduzida para compensar os aumentos de  $\hat{E}^f$  e  $\rho$ . Em finais de outubro de 1997, uma situação semelhante voltou a ocorrer após o agravamento da crise asiática.

Ou seja, quando por força de crises externas, via efeito-contágio, aumentaram drasticamente o risco cambial e o risco-país, verificou-se uma alta correspondente das taxas de juros domésticas explicável pela elevação do risco. Contudo, cabe notar uma importante assimetria: o risco baixou subitamente poucos meses após o primeiro episódio (a crise do peso mexicano), enquanto a redução dos juros domésticos, que devia lhe seguir, ocorreu lentamente, a passos modestos, sendo detida muito antes de se aproximar dos juros externos. Em conseqüência, os capitais começaram a fluir abundantemente para a economia e as reservas dispararam, a ponto de começarem a trazer problemas para a gestão macroeconômica doméstica. Era o mecanismo de arbitragem em operação, forçando a queda dos juros internos. Entretanto, nesse momento o governo aumentou as restrições à entrada de capitais externos, na forma, por exemplo, do aumento do IOF sobre o ingresso

de capitais. Ou seja, o governo “jogou areia no mecanismo de arbitragem” de juros,<sup>3</sup> impedindo sua queda rápida. Mais de dois anos depois, às vésperas do Brasil ser atingido pela crise asiática, a taxa do *overnight* ainda se encontrava num nível de 21% a.a., altíssimo pelos padrões internacionais. O quadro 1 tenta ilustrar o comportamento das variáveis da equação (1), com destaque para a assimetria aqui referida, quando se compara o movimento dos juros com o do risco.

**Quadro 1: Comportamento de variáveis determinantes dos juros e a política econômica**

Variável	III/94-IV/94	I/95-II/95	III/95-III/97	IV/97
$i$	↘	↑	↘	↑
$\hat{E}^f$	↘	↑	↓	↑
$\rho$	↘	↑	↓	↑
$\tau$	↑	↓	↗	↓
Reservas	↑	↓	↑	↓

Parece legítimo, pois, concluir que naquele período de dois anos os juros muito altos (embora declinantes) foram uma opção de política econômica. Os impostos e restrições sobre a entrada de capitais insularam a economia brasileira relativamente e permitiram a prática de uma política monetária ativa. E aqui chegamos a um resultado importante. A justificativa oficial para os elevados níveis de juros era o tamanho do déficit público. O fato a destacar, entretanto, é que tal política de juros altos contribuiu — num contexto de uma economia que havia sido substancialmente desindexada, mas na qual não havia sido realizado o ajuste fiscal julgado necessário — para uma queda da inflação muito além do que o indicado pelo ritmo das desvalorizações cambiais. Em outras palavras, a âncora da estabilização foi se deslocando do câmbio para os juros. É interessante recordar aqui alguns números do episódio de 1995. Em resposta às dificuldades cambiais que se seguiram à crise do peso mexicano, o governo elevou a taxa de juros primária de 47% a.a. para 65% a.a., e produziu uma desvalorização cambial acumulada de 12% nos seis meses de março a agosto (o que corresponde a 1,9% a.m.), empatando com a variação do INPC, que até então vinha evoluindo muito por cima do câmbio. Apesar do choque cambial, e a despeito de ter havido também um choque tarifário em junho daquele ano, a infla-

ção sofreu um acentuado declínio a partir de agosto, à medida que a política monetária contracionista — e a retração da demanda a ela associada — começou a fazer efeito (ver tabela 1).

**Tabela 1: Preços e câmbio – taxas de variação (%)**

Mês	INPC	IPA-ind	Câmbio*
Março 95	1,62	1,02	5,70
Abril 95	2,49	1,95	2,14
Mai 95	2,10	1,21	-1,21
Junho 95	2,18	1,52	1,90
Julho 95	2,46	1,28	1,64
Agosto 95	1,02	0,50	1,40
Setembro 95	1,17	1,57	1,17
Outubro 95	1,40	0,64	0,74

\* Variação da taxa média mensal, para a venda.

Fontes: FGV, *Conjuntura Econômica*, vários números; Banco Central, *Boletim Mensal*, outubro de 1996.

O que aconteceu episodicamente no período de seis meses após a crise do peso mexicano começou a verificar-se de forma sistemática a partir de meados de 1996. Desde então, conforme já assinalado, as desvalorizações cambiais superaram seguidamente a taxa de inflação. O que de início parecia um resultado inesperado de uma política monetária voltada a compensar os efeitos do déficit público acabou sendo incorporado à estratégia da política econômica como caminho para a restauração não traumática do equilíbrio externo.<sup>4</sup>

Adotada essa proposta, surge então uma nova restrição ao equacionamento da política econômica, no que se refere à relação câmbio/juros. Voltando à equação (1), verifica-se que na medida em que os agentes econômicos incorporam a política do governo nas suas previsões, a expectativa de desvalorização cambial passa a ter um patamar mínimo igual às desvalorizações correntes, ainda que a taxa de inflação decline. Este piso para a desvalorização esperada passou a ser o novo fator impeditivo da queda dos juros nominais. E, na medida em que a marcha dos preços mostra-se sensível aos juros altos, a inflação cai, ampliando os juros reais.

Em suma, juros altos frente ao que seria de se esperar num experimento de estabilização com âncora cambial e uma política cambial suficientemente flexível para promover desvalorizações reais continuadas e sem impactos inflacionários perceptíveis (pelo contrário, o contexto tem sido de queda da

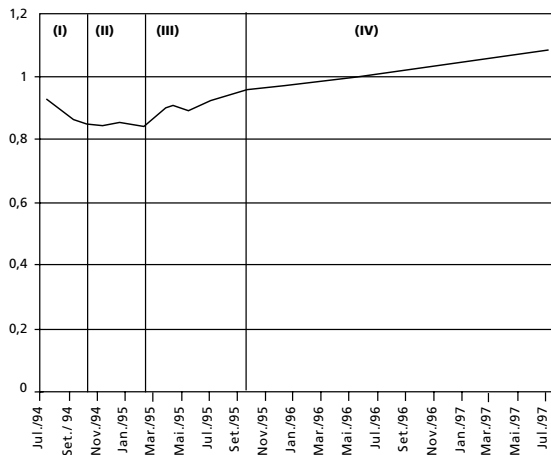


inflação) são dois lados da mesma moeda. Trata-se de uma experiência singular que, pelas suas próprias características, não pode ser mais do que um esquema de transição — ainda que de duração bastante longa — a um modelo sustentável de política econômica. Cabe, pois, perguntar sobre a natureza e possibilidade de duração no tempo da presente política cambial, e sobre as alternativas para a mudança. A primeira questão será tratada no item 4, enquanto a última questão será tratada apenas de forma indagativa na seção final deste texto.

#### 4. A POLÍTICA CAMBIAL BRASILEIRA: UMA CARACTERIZAÇÃO

Ninguém parece discordar da proposição de que a política cambial é o pilar básico do Plano Real. É curioso, entretanto, que a política cambial tenha sido percebida sempre como o alicerce principal do Plano Real e ao mesmo tempo tenha mudado tanto. O gráfico 3, a seguir, mostra a evolução da taxa de câmbio nominal e real (deflacionada pelo INPC)<sup>5</sup> desde agosto de 1994, e suas inflexões à medida que as regras de operação vão sendo alteradas.

**Gráfico 3: A evolução da taxa de câmbio (R\$/US\$) e as fases da política cambial do real**



A rigor, pode-se distinguir quatro fases bem distintas na condução da política cambial do Plano Real. Nos seus três primeiros meses, o Banco Central se absteve de intervir no mercado de câmbio, ao mesmo tempo em

que procurava — em vão, como depois ficaria claro — cumprir metas monetárias rígidas. Tentava-se assim uma política de âncora monetária com câmbio flutuante. Depois de uma acentuada queda nominal, o governo passa a intervir no mercado de câmbio, fixando, na prática, a cotação do dólar em R\$ 0,84 por cinco meses. Nesse segundo período, portanto, praticou-se uma política de âncora cambial rígida. Os efeitos da crise do peso sobre os fluxos de capitais e, conseqüentemente, sobre as reservas brasileiras levaram a uma nova mudança na política cambial brasileira. Uma mididesvalorização cambial de cerca de 6% em março de 1995 foi seguida de alguns meses de experimentação com pequenas correções aleatórias da cotação do dólar. A própria definição de uma “banda larga”, que jamais chegou a servir como espaço para a flutuação dos valores da moeda estrangeira, revela a indecisão em relação aos rumos da política cambial nessa terceira fase. Finalmente, as pequenas desvalorizações cambiais foram convergindo para um percentual estável, em torno de 0,6% ao mês.

A última fase acima referida guarda em princípio uma semelhança com uma modalidade de âncora cambial empregada a certa altura dos programas de estabilização postos em prática no México e em Israel a partir da segunda metade dos anos 80. No primeiro país adotou-se, a partir de janeiro de 1989, uma política de microdesvalorizações diárias da moeda, por um valor monetário fixo, inicialmente estabelecido em 1 peso por dia, e nos anos seguintes reduzido para valores mais baixos. Em Israel, depois de adotar-se uma âncora cambial fixa nos primeiros anos do plano de estabilização, transitou-se, em dezembro de 1991, a um regime de microdesvalorizações pré-anunciadas, ao estilo mexicano. Em ambos os casos, entretanto, os preços continuaram sempre evoluindo por cima do câmbio. A diferença do comportamento dos preços relativos nesses países e no Brasil do último ano e meio deve ser atribuída não à regra cambial, que é semelhante, mas à sua relação com as demais políticas. A particular combinação de políticas no Brasil fez com que, a partir de uma mesma regra, a política cambial ganhasse um rumo diferente dos fatos típicos de experiências de âncora cambial. Para tornar mais claro o ponto e facilitar uma conceituação dessa experiência cambial *sui generis*, cabe entretanto fazer um breve parêntese a respeito da controvérsia sobre a apreciação real da moeda doméstica.

Durante muito tempo debateu-se a questão da valorização real da taxa de câmbio provocada pelo Plano Real e seu impacto sobre as contas externas brasileiras. Olhando a questão em retrospectiva, cabe admitir que aqueles que advogaram uma midi ou maxidesvalorização nos primeiros anos do Real como forma de resolver logo o “pecado original” do plano subestimaram a disposição dos investidores externos para financiar o país,<sup>6</sup> bem como a diversidade e eficácia dos instrumentos à disposição do governo para enfrentar uma ameaça de crise cambial e a própria capacidade de reação e reestruturação das empresas.<sup>7</sup> Tampouco conseguiu-se elaborar uma argumentação convincente sobre a possibilidade de baixar os juros a partir de uma desvalorização da moeda. Exceto em condições de elevada credibilidade e fundamentos macroeconômicos muito sólidos, não seria possível obter uma imediata baixa dos juros com retomada do crescimento após uma midi ou maxidesvalorização cambial.<sup>8</sup>

Se os críticos subestimaram a capacidade de resistência da economia a uma taxa de câmbio sobrevalorizada, o governo pecou pelo erro oposto, ao sobreestimar a capacidade da economia de compensar a apreciação real do câmbio através do aumento de eficiência. De fato, a reação inicial do governo às críticas a respeito da sobrevalorização do real consistiu na negação do fenômeno. Argumentava-se que não fazia sentido estimar uma taxa real de câmbio de equilíbrio para o presente adotando-se como base de referência seu valor no passado, dado que as importantes mudanças estruturais por que passou a economia com o Plano Real (e em alguns aspectos já desde o início dos anos 90) tornavam qualquer comparação desse tipo de pouca validade.<sup>9</sup> Concretamente apontavam-se três razões primordiais para que a taxa de câmbio real de equilíbrio fosse, após o Plano Real, muito inferior (portanto, apreciada) quando comparada, por exemplo, à dos anos 80. A primeira é que com a inversão dos fluxos de capitais, isto é, com a substituição de uma situação em que havia fuga de capitais por outra caracterizada por um ingresso abundante de recursos externos, o saldo em conta corrente consistente com o equilíbrio global do balanço de pagamentos teria passado a ser fortemente negativo, ao contrário do verificado no período anterior. Por esta razão uma taxa de câmbio mais apreciada do que no passado seria também consistente com o equilíbrio do balanço de pagamentos global. O segundo motivo alegado era o aumento dos investimentos das empresas multinacionais — as quais

teriam um coeficiente exportado maior do que o das empresas nacionais.<sup>10</sup> Por fim, o forte crescimento da produtividade das empresas — submetidas ao novo ambiente de competição internacional — permitiria sua operação com igual nível de rentabilidade para taxas de câmbio reais mais baixas. Enfim, por todas estas razões, a apreciação real do câmbio não significaria sobrevalorização da moeda doméstica (Franco, 1996).

A serem válidos os argumentos acima, haveria que se considerar os elevados déficits comerciais formados logo após o Plano Real como sendo, em parte, fenômenos transitórios, a serem contidos à medida que os efeitos da abertura e das demais reformas fossem sendo convertidos em ganhos de competitividade. Passados mais de três anos da implantação do Plano Real, o governo parece já ter reconhecido que os ganhos de produtividade não foram suficientes para compensar os efeitos da apreciação cambial sobre a competitividade das empresas. Da mesma maneira, o susto dado pela crise asiática pôs mais uma vez em evidência — espera-se que de uma vez por todas — o risco de uma estratégia de crescimento baseada em elevados déficits em transações correntes que requeiram elevados níveis de influxo de capitais. Por mais abundante que seja a oferta de capitais externos em determinada fase, tomar tais influxos como referência para o nível de déficit em conta corrente aceitável (como proporção do PIB), e por conseguinte para a taxa de câmbio considerada como de equilíbrio, revelou-se ser extremamente temerário.

Ambas as constatações — de que o aumento de produtividade é insuficiente para compensar a apreciação real do câmbio e de que é imprudente operar com um déficit em conta corrente muito elevado, ainda que em determinada fase os influxos de capitais pareçam mais do que suficientes — dão suporte a uma ação mais direta com o objetivo de elevar a competitividade. Concretamente ficou evidente para o governo a necessidade da adoção de medidas extra-cambiais de estímulo às exportações e à produção competitiva com importações (sobretudo medidas no campo do crédito), aliada a uma correção real da taxa de câmbio.

No que toca à correção real da taxa de câmbio, e conforme referido anteriormente, ela foi incorporada ao discurso oficial, e de fato passou a se verificar (quando se toma apenas o dólar por referência) sem que, entretanto, tenha mudado a política cambial. Ao contrário, é exatamente porque a re-

gra de desvalorização não mudou para acompanhar a redução do ritmo inflacionário que a correção real frente ao dólar vem se dando. Note-se que alguns economistas defenderam uma redução do ritmo das desvalorizações quando elas passaram a ficar superiores à inflação, e esta parecia ser também a intenção do governo quando ainda acreditava que não havia sobrevalorização do real (Amadeo, 1997).

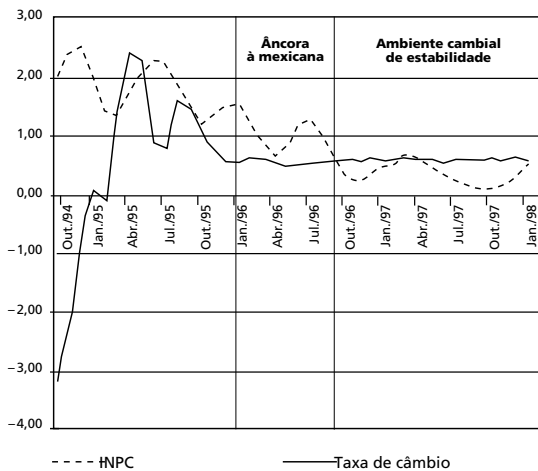
A política cambial brasileira do último ano e meio tem sido, portanto, diferente, nesse aspecto fundamental, das experiências antes referidas do México e de Israel. De um lado, ela não é mais uma política de âncora, pelo menos no sentido estrito do termo, dado que evolui em um ritmo mais rápido do que as variáveis supostamente ancoradas. Tampouco é uma política de proteção da taxa de câmbio real, visto que a recuperação de níveis reais da taxa de câmbio não é produzida por alterações da taxa de câmbio nominal, com este propósito específico, e sim por meio da queda obtida nas taxas de inflação. A fase IV da política cambial na verdade comporta dois períodos distintos, ilustrados no gráfico 4. No primeiro, os resultados se assemelham às experiências do México e de Israel (em determinada fase de seus experimentos), e o segundo é caracterizado pelo fato de que a taxa de câmbio não lidera os demais preços, e tampouco os segue.<sup>11</sup> Que política cambial é essa?

Creio que a atual política cambial pode ser caracterizada não propriamente como uma política de âncora, e sim como uma política de ambiente antiinflacionário. Ela não lidera os demais preços num movimento de queda, mas cria um ambiente em que as altas de preços não são sancionadas através de uma reposição cambial (ou seja, não há indexação cambial). Por outro lado, gera-se também um ambiente econômico dentro do qual correções reais da taxa de câmbio podem ser obtidas por meio da queda da taxa de inflação, obtida, entre outros fatores, por meio de uma política monetária apertada.

Em relação ao último ponto, cabe enfatizar mais uma vez que, embora a política monetária apertada possa ser produto de uma decisão governamental — por exemplo, para se contrapor a um aumento do déficit público —, os juros tornaram-se cronicamente elevados por razões endógenas. Isto porque as correções cambiais de 0,6% a.m. impõem uma taxa de juros nominal substancialmente acima da internacional. E como a inflação doméstica caiu para níveis inferiores à correção cambial, as taxas de juros reais passaram a

ter um piso elevado. Isto, por sua vez, imprime um viés antiinflacionário à política monetária, que tende a garantir a eficácia da correção real do câmbio enquanto o ritmo de desvalorização nominal for mantido.

**Gráfico 4: Âncora cambial e taxa de inflação**



Os benefícios e os custos do arranjo cambial e monetário acima descritos podem ser avaliados por comparação com dois esquemas alternativos. Uma primeira alternativa seria um regime de paridade fixa, que permitiria uma redução substancial das taxas de juros, com efeitos benéficos sobre o desempenho da economia e a saúde financeira das empresas. Sob este regime, contudo, a obtenção de desvalorizações reais semelhantes às que vêm sendo obtidas no ambiente cambial brasileiro exigiria uma prolongada deflação de preços, o que seria muito difícil — se não impossível — de ocorrer, por exigir uma continuada redução de salários nominais. Além do mais, o risco de uma crise profunda no caso de um ataque especulativo seria maior. Uma segunda alternativa para obter uma desvalorização real frente ao dólar semelhante à que vem sendo obtida gradualmente pela política atual seria promover uma elevação discreta, porém importante, da taxa de câmbio. Este caminho pode ser mais ou menos bem-sucedido dependendo do seu efeito sobre a taxa esperada de desvalorização cambial.

Em termos da equação 2, a medida ou máxima desvalorização cambial teria por efeito aumentar  $E_0$  e  $E_1^f$  simultaneamente. Se o crescimento de  $E_1^f$  — isto é, da taxa de câmbio esperada para o futuro — mais do que compensa-

se seu aumento no presente, então a taxa de juros doméstica, em vez de baixar, teria que ser elevada em consequência da desvalorização.

Em suma, cada alternativa de política encerra riscos e sacrifícios específicos. No caso do arranjo cambial e monetário que acabou se consolidando no Brasil, o risco maior está associado ao longo período requerido para o ajuste da taxa de câmbio real, e portanto a prolongada exposição às vicissitudes do mercado financeiro internacional. O custo maior é a convivência com um piso de juros reais bastante elevado e uma taxa de crescimento abaixo do potencial da economia.

É evidente, contudo, que quanto mais a política econômica persiste na atual rota, menor é a indução para a adoção de medidas mais arrojadas, como uma *mini* ou *maxi* desvalorização da moeda doméstica. Quando mais não fosse, porque dada a combinação de transformações na economia real com medidas extra-cambiais de incentivo a *tradables* e, por fim, com uma gradual e progressiva desvalorização real da moeda doméstica frente ao dólar, vai-se aproximando, período após período, de uma matriz de custos e de preços relativos compatível com o equilíbrio externo. Isto significa que, apesar da combinação de política cambial e monetária caracterizar um arranjo de transição, o governo não estaria propenso a modificá-la a curto prazo, na ausência de uma crise cambial.

##### **5. INDAGAÇÕES SOBRE AS PERSPECTIVAS DA POLÍTICA CAMBIAL NO HORIZONTE DO ANO 2000**

A grande instabilidade financeira internacional que se seguiu ao agravamento da crise asiática em finais de outubro de 1997 alterou substancialmente os termos da escolha diante das alternativas de política cambial acima referidas. Concretamente, o equilíbrio do balanço de pagamentos a curto prazo passou a depender quase que exclusivamente do estado de confiança dos investidores internacionais e da capacidade do Banco Central de manter um influxo líquido de capitais suficiente para financiar o déficit em conta corrente, através de um amplo leque de medidas que vão do manejo dos juros a intervenções nos mercados futuros e na bolsa de valores. E mais: o estado de confiança dos investidores externos, por sua vez, passou a variar mais em função das turbulências no conjunto dos mercados emergentes do

que das variações nas variáveis reais (por exemplo, comportamento de exportações e importações) do país. Nesse contexto de nervosismo exacerbado dos mercados, os efeitos benéficos de uma desvalorização discreta da taxa de câmbio sobre as exportações tenderia a ter efeitos insignificantes sobre o balanço de pagamentos global, quando comparados aos potenciais danos que causaria aos fluxos de capitais.

Uma alternativa à manutenção do *status quo* poderia ser uma progressiva ampliação da chamada minibanda, de forma a permitir alguma flutuação da moeda.<sup>12</sup> Isto abriria espaço para uma acomodação da taxa de câmbio a alterações nas cotações entre o dólar e as demais moedas relevantes, trazendo maior estabilidade à trajetória da taxa real efetiva. Além do mais, um arranjo deste tipo daria maior flexibilidade para adequar o câmbio às mudanças estruturais em curso, cujo impacto sobre a competitividade e o balanço de pagamentos ainda é desconhecido.

A criação de uma verdadeira banda de flutuação, como sugerido no parágrafo anterior, não estimularia o ingresso de capitais, já que tenderia a aumentar a margem de risco cambial, sobretudo para os movimentos de capitais de curto prazo. Mas por outro lado, ao aumentar o risco de perdas para estes capitais, inibiria os movimentos especulativos que atingem o mercado de câmbio.

Em suma, a regra cambial acima pode contribuir para evitar aquelas grandes flutuações nos juros destinadas a enfrentar movimentos especulativos adversos, mas não ajuda a manter um ingresso volumoso de capitais. Neste sentido, ela é consistente com um déficit em conta corrente mais baixo do que, *coeteris paribus*, num regime de câmbio inteiramente fixo. O que de resto parece uma alternativa saudável, capaz de garantir um crescimento sustentado para o país.

Há contudo um importante fator condicionante da política cambial para os próximos anos, que é o processo de formação de blocos econômicos com outros países da América. O regime cambial consistente com o aprofundamento (e estabilidade) da integração via formação de áreas de livre comércio e uniões aduaneiras é o de câmbio fixo intrabloco — levando, no limite, à adoção de uma moeda comum. No horizonte do ano 2000, por mais que haja um avanço (se houver) em direção à constituição da Alca, ainda se estará longe do estágio de negociação de uma integração monetária



e cambial do hemisfério. Para os próximos anos, portanto, a questão tende a tornar-se relevante fundamentalmente para o Mercosul, e em particular para as duas maiores economias do bloco.

A diferença entre os regimes cambiais do Brasil e da Argentina tende a se acentuar caso as regras cambiais brasileiras se tornem mais flexíveis, conforme sugerido acima. Duas alternativas surgem então caso se resolva aprofundar a integração entre os dois países, caminhando para um sistema de câmbio fixo entre eles. A primeira alternativa consistiria na flutuação conjunta, dentro de uma banda, do real e do peso em relação ao dólar. Para o Brasil este arranjo teria as vantagens acima referidas. O segundo caminho residiria na adoção de um câmbio fixo pelo Brasil. Em ambos os casos o ônus da maior integração seria a perda de graus de liberdade na execução da política econômica.

A adoção de uma taxa de câmbio fixa entre as moedas do bloco, e delas com o dólar, implicaria uma unificação das políticas monetária e cambial sob a hegemonia norte-americana. A primeira opção (da flutuação conjunta), ao contrário, conferiria maior autonomia ao bloco. Nela, a simetria dos parceiros substitui a hegemonia de um deles, mas por isso mesmo exige um grau de harmonização de objetivos provavelmente ainda não alcançado. Se for assim, caminhos independentes em matéria de política cambial e monetária ainda estarão sendo trilhados na virada do século, ainda que isto limite o prosseguimento do processo de integração.

## RESUMO

O presente texto tem por tema a experiência brasileira de política cambial nos quatro primeiros anos do Plano Real, destacando dois traços marcantes e singulares do quadro macroeconômico brasileiro no período, que o diferenciam de outros casos de estabilização baseada na âncora cambial. As duas características destacadas são a manutenção de taxas de juros excepcionalmente elevadas durante estes quatro anos e o ritmo da inflação inferior ao da correção cambial na segunda metade do período analisado, apesar da integração da economia aos fluxos financeiros e comerciais mundiais. O texto mostra como, apesar da impressão em contrário, não se pode falar de uma política cambial do Plano Real, e sim de uma sucessão de expe-

rimentos. E que, na prática, a âncora cambial foi substituída pela de juros no segundo biênio do Plano, o que abriu espaço para uma flexibilização significativa da política cambial a partir de então.

#### ABSTRACT

The main purpose of this paper is to survey the brazilian exchange rate policy in the four years following the launching of the Real Plan and discuss two distinguishing features of the brazilian macroeconomic picture, during this period, as compared with the experiences of other economies that have gone through exchange rate-based stabilization plans. These two specific features are, on the one hand, the long-lasting exceptionally high interest rates, and on the other, the fact that inflation rates stood below the rate of increase in exchange rate, rather than above it — as we should expect were the latter the anchor of the former. The paper shows how, despite common belief in the contrary, the exchange rate policy during the Real Plan, rather than an unique and central piece of the stabilization program may be seen as a succession of different experiments. And finally it is argued that interest rate policy had, in practice, substituted for the exchange rate as the anchor of stabilization after the first two years of the Plan, so that there was room for a considerable flexibilization of exchange rate policy from then on.

#### NOTAS

1. Este artigo foi submetido em junho de 1998. A crise cambial e a mudança para o regime de câmbio flutuante em janeiro de 1999 alteraram inteiramente o quadro de referência para a discussão de opções feita nas quarta e quinta partes do trabalho. Contudo, o texto original foi mantido, servindo como referência do debate à época. Versões anteriores do texto beneficiaram-se dos comentários de Antonio Barros de Castro, Jennifer Hermann e Jorge Chami Batista. A versão final, das críticas e sugestões de três pareceristas anônimos. Agradeço a todos, isentando-os, como de praxe, dos erros e insuficiências que permaneceram.
2. De meados de 1993 até as vésperas da crise do peso mexicano, no final de 1994, a taxa de juros nominal dos depósitos a prazo fixo em pesos ficaram num nível médio de 8,4% na Argentina. Passada a crise do peso mexicano, a mesma taxa de juros baixou para uma média de 7,9% a.a. entre julho de 1995 e o início de 1997. Compare-se, por exemplo, com a taxa média de 13,5% (que, somada à desvalorização cambial, representava mais de 20% nominais) citada acima como aquela alcançada no período em que mais baixo ficou o custo do dinheiro no Brasil.

3. “A case can be made for ‘throwing sand in the wheels’ of international finance. Where monetary unification is not an option, this is a way to make distinct national currencies tolerable and international money and capital markets compatible with modest national autonomy in monetary and macroeconomic policy” (Eichengreen, Tobin and Wyplosz, 1995, p. 162).
4. Esta nova abordagem foi racionalizada pelo diretor de Política Econômica do Banco Central, Francisco Lopes, em diversas entrevistas à imprensa. Ver, por exemplo, a entrevista ao *Jornal do Brasil* de 28/12/97.
5. Optou-se aqui pelo emprego do INPC como deflator devido ao fato de que, com a abertura da economia brasileira, os índices de preços por atacado — que refletem uma cesta de bens com elevada presença de *tradables* — passaram a ter um comportamento muito próximo ao da taxa de câmbio, não refletindo adequadamente nem os custos do setor exportador nem a relação de preços entre *tradables* e *nontradables*. Este foi um dos pontos polêmicos da discussão sobre a sobrevalorização do real depois de julho de 1994. Ver também nota 8.
6. Ainda que, em circunstâncias de crise, às custas de uma deterioração do perfil do financiamento externo.
7. A propósito da reestruturação das empresas e seus efeitos, ver Castro (1998).
8. Ver a respeito o artigo de Lauro Faria (1997) comparando os efeitos das desvalorizações cambiais de 1992 na Inglaterra e na Itália.
9. Além disso, nos termos da própria discussão sobre a apreciação real da moeda, argumentava-se, contrariando prática internacional, ser o índice de preços por atacado o mais adequado para calcular a taxa real de câmbio. Para uma crítica deste tipo de tratamento da questão, ver Batista Jr. (1996, p. 147-149).
10. Há várias razões para se questionar se este ponto tem qualquer relevância para a melhoria das transações correntes de um país. Note-se, em primeiro lugar, que o coeficiente importado das multinacionais também tende a ser muito mais elevado, de maneira que o balanço comercial dessas empresas não é necessariamente melhor do que o das empresas domésticas. Além do mais, não há em princípio razão para que um investimento com maior coeficiente exportado seja mais benéfico para o balanço comercial do que qualquer outro investimento para a produção de *tradables*.
11. Corden (1990, p. 1) distingue duas abordagens à política cambial: “A distinction can be made between two approaches to exchange rate policy in developing countries: the ‘real targets’ and the ‘nominal anchor’ approach. A related distinction is between an approach where the exchange rate follows other policies and private sector price and wage setting and where it leads them.”
12. Este artigo já estava pronto quando o Banco Central anunciou, no final de abril de 1998, um movimento na direção da ampliação da minibanda, a um ritmo de R\$ 0,001 por semana. A medida corresponde exatamente à proposta aqui discutida, sendo porém muito mais lenta e modesta em suas dimensões do que aqui imaginado.

**REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS**

- AMADEO, E. (1997) Vale a pena desvalorizar acima da inflação? *Gazeta Mercantil*, 24 out.
- BATISTA JR., P. N. (1996) O Plano Real à luz da experiência mexicana e argentina. *Estudos Avançados*, v. 10, n. 28, p. 129-197.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Análise do Mercado de Câmbio*, vários anos.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Relatório Anual*, vários anos.
- CASTRO, A. B. (1998) *Crescimento reprimido × balança de comércio como variável de ajuste*. Trabalho apresentado ao X Fórum Nacional em maio de 1988. Mimeo.
- CORDEN, M. W. (1990) *Exchange Rate Policy in Developing Countries*. Banco Mundial, WPS 412.
- (1994) *Economic Policy, Exchange Rates and the International System*. Oxford: Oxford University Press.
- EICHENGREEN, B., TOBIN, J., WYPLOSZ, C. (1995) Two cases for sand in the wheels of international finance. *The Economic Journal*, 105, jan., p. 162-172.
- FARIA, L. V. (1997) Quando a desvalorização funciona. *Conjuntura Econômica*, ano 51, n. 5, maio.
- FRANCO, G. (1996) *A inserção externa e o desenvolvimento*. Mimeo.
- ISARD, P. (1995) *Exchange Rate Economics*. Cambridge: Cambridge University Press.
- KRUGMAN, P. (1997) *Currency Crises*, <http://web.mit.edu/Krugman>.
- McKINNON, R. L. (1996) *The Rules of the Game*. The MIT Press.
- WILLIAMSON, J. (ed.) (1994) *Estimating Equilibrium Exchange Rates*. Institute for International Economics.
- ZINI JR., A. A. (1993) *Taxa de câmbio e política cambial no Brasil*. Edusp.