

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

TAXAS DE CÂMBIO NO PERÍODO PÓS-REAL: EVOLUÇÃO E TRAJETÓRIA
FUTURA

Carolina Lopes Pontes Roiter

Nº de Matrícula 9414667-9

Orientador: Dionísio Dias Carneiro

Novembro de 1998

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

TAXAS DE CÂMBIO NO PERÍODO PÓS-REAL: EVOLUÇÃO E TRAJETÓRIA
FUTURA

“Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor.”

Carolina Lopes Pontes Roiter

Carolina Lopes Pontes Roiter

Nº de Matrícula 9414667-9

Orientador: Dionísio Dias Carneiro

Novembro de 1998

“As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor.”

ÍNDICE

I. INTRODUÇÃO.....	5
II. ESTABILIZAÇÃO E POLÍTICAS CAMBIAIS	8
II.1 BRASIL: PLANO REAL E SOBREVALORIZAÇÃO	8
II.2 CHILE: DOIS PLANOS.....	11
II.3 ARGENTINA: PERDA DE IDENTIDADE MONETÁRIA.....	15
II.4 ISRAEL: IMPORTÂNCIA DE CREDIBILIDADE E <i>TIMING</i>	18
III. APRECIÇÃO CAMBIAL E TRAJETÓRIA ESPERADA DAS TAXAS DE CÂMBIO: TEORIA E EVIDÊNCIA EMPÍRICA.....	22
III.1 APRECIÇÃO CAMBIAL: O QUE VEM DEPOIS? A TEORIA NOS DIZ O QUE ESPERAR.....	22
III.2 A EXPERIÊNCIA INTERNACIONAL: TRAJETÓRIA DAS TAXAS DE CÂMBIO NO CHILE, ARGENTINA E ISRAEL, APÓS BEM-SUCEDIDOS PLANOS DE ESTABILIZAÇÃO	26
IV. BRASIL, HOJE E AMANHÃ: COMPORTAMENTO ESPERADO DA TAXA DE CÂMBIO.....	34
IV.1 POLÍTICA CAMBIAL.....	34
IV.2 TAXA DE CÂMBIO EFETIVA.....	36
IV.3 TRAJETÓRIA ESPERADA DO CÂMBIO REAL.....	40
V. CONCLUSÃO	41
VI. BIBLIOGRAFIA	46

ÍNDICE DE TABELAS

Tabela 1. Brasil: Indicadores Macroeconômicos, 1992 - 1997.....	11
Tabela 2. Chile: Indicadores Macroeconômicos, 1978-1982.....	14
Tabela 3. Argentina: Indicadores Macroeconômicos, 1990-1995.....	17
Tabela 4. Israel: Indicadores Macroeconômicos, 1980 - 1989.....	21
Tabela 5. Chile: Taxa de Câmbio Nominal Trimestral (Pesos/US\$), 1980-1983.....	27
Tabela 6. Brasil: Alterações da Banda Cambial Larga, 1995 - 1998.....	36

I. INTRODUÇÃO

O Plano Real acaba de completar quatro anos, contabilizando a vitória sobre a inflação, cujo combate foi sua meta. No entanto, a economia brasileira ainda possui graves problemas estruturais, notadamente na área fiscal, e, dentro deste cenário, as baixas taxas de inflação se equilibram sobre uma frágil estrutura provisória escorada sobre os juros e o câmbio, montada com o intuito de possibilitar a estabilização dos preços antes do saneamento da dívida pública, esta sim o grande monstro de sete cabeças de nossa economia.

O artifício adotado pelo Governo como meio de desindexar a economia e eliminar a inércia inflacionaria foi a criação da URV, posteriormente transformada no Real, a nova moeda, com uma paridade inicial em relação ao dólar de 1:1. A fixação desta paridade destinou-se a funcionar como uma âncora cambial para controle da inflação, e possuía caráter provisório, durando apenas o tempo que fosse necessário ao Governo promover as reformas fiscais que possibilitassem a adoção de uma âncora fiscal, e não mais cambial, no auxílio ao controle dos preços.

Hoje, quatro anos depois, tais medidas ainda não foram tomadas¹, devido à questões políticas, de forma que o governo, através do Banco Central, continua controlando a

¹ O Governo anunciou, no último mês de outubro, um Programa de Estabilidade Fiscal, compreendendo medidas de redução no déficit fiscal através de agilização das privatizações, ajustes fiscais dos Governos Estaduais, saneamento e privatização dos bancos estaduais, controle dos mecanismos de Estados e Municípios assim como de empresas estatais, reforma administrativa e, finalmente, reforma da

inflação através dos níveis de juros e do câmbio. Desnecessário dizer que as referidas medidas se mostram crescentemente mais urgentes, especialmente em face à crise econômica global que se está vivenciando. O Real atualmente está sobrevalorizado, o que é preocupante se considerarmos que entre as principais explicações acerca das recentes crises cambiais sofridas por países como o México sempre é mencionada a prévia sobrevalorização da moeda em questão, dando margem a ataques especulativos contra a mesma e desvalorização real. Neste sentido é importante definir a apreciação da moeda e a probabilidade de esta ser posteriormente desvalorizada, e de que forma, uma vez que existe um mundo de diferença entre um colapso cambial e uma desvalorização gradual por meio da redução do piso da banda cambial.

A questão que se apresenta portanto é a de estimar se a moeda brasileira irá se comportar de acordo com a tendência pós-estabilização, de desvalorização do câmbio, que vem sendo observada em outras economias ou se especificidades da economia brasileira podem sugerir um comportamento diferente, no qual o Real se manteria sobrevalorizado.

Esta monografia busca analisar a tendência da taxa de câmbio do Real, buscando uma projeção de sua trajetória no longo prazo, tendo como base de comparação a análise da trajetória de moedas de países que, assim como o Brasil, atravessaram programas de estabilização após períodos de alta inflação, notadamente Israel, Chile e Argentina.

O trabalho é organizado da seguinte forma: o Capítulo II apresenta um rápido panorama dos programas de estabilização dos países em referência, incluindo uma breve exposição sobre a implantação do Plano Real. O Capítulo III busca desenvolver o instrumental teórico básico para a definição de apreciação cambial e determinação das

expectativas de trajetória das taxas de câmbio de acordo com as especificidades de cada caso, passando posteriormente a uma análise comparativa da experiência de Chile, Argentina e Israel. Esta parte consistirá em uma análise das trajetórias das taxas de câmbio destes países ao longo dos períodos subseqüentes à estabilização, buscando estabelecer uma relação entre as tendências dos diversos países.

O Capítulo IV analisa a atual política cambial no Brasil e suas expectativas futuras, realizando uma projeção da trajetória esperada da taxa de câmbio da moeda brasileira, de acordo com premissas determinadas a partir da análise mencionada acima, buscando responder à questão crucial: o Real irá se comportar de acordo com a tendência mundial observada e desvalorizar no decorrer do período pós-estabilização? Este capítulo inclui ainda um breve ensaio endereçando a questão da sustentabilidade da política cambial perante a atual conjuntura econômica mundial, particularmente no que tange aos riscos de se manter a moeda apreciada, devido à vulnerabilidade desta posição em relação a possíveis ataques especulativos contra o Real.

O capítulo V conclui o trabalho discorrendo brevemente sobre os tópicos estudados e comentando a consistência entre a expectativa quanto à posição do Real e as evidências teórica e empírica relativas ao comportamento de longo prazo de moedas sobrevalorizadas.

II. ESTABILIZAÇÃO E POLÍTICAS CAMBIAIS

Programas de estabilização baseados em âncoras cambiais são potencialmente perigosos por poderem gerar graus significativos de sobrevalorização do câmbio real, que induzem à perda de competitividade internacional e maiores déficits comerciais. Quando não são corrigidos a tempo, estes desvios podem derrubar a própria credibilidade dos programas, podendo acarretar graves consequências, como, por exemplo, ataques especulativos às moedas em questão. Ainda assim, estes programas ainda constituem uma arma ortodoxa de combate à alta inflação especialmente em casos de economias cronicamente inflacionárias, como as da América Latina nas últimas décadas. A estabilização via âncora cambial é eficaz no combate à inflação na maioria dos casos, como veremos a seguir pela experiência do Brasil, Chile, Argentina, e também de Israel, que instrumentou um plano heterodoxo, de múltiplas âncoras nominais, e foi igualmente vitorioso no combate à inflação.

II.1 BRASIL: PLANO REAL E SOBREVALORIZAÇÃO

O Plano Real foi implementado em julho de 1994 baseado em um tripé constituído por uma estratégia de reforma fiscal, sujeita à aprovação pelo Congresso do Fundo de Emergência Social, um agressivo plano de consolidação da abertura comercial, e finalmente uma reforma monetária baseada na adoção de um engenhoso esquema para

substituir a moeda da economia, eliminando a inércia inflacionária. Este instrumento, chamado URV, consistiu em um referencial estável para todos os preços nominais, salários e contratos na economia, que seria posteriormente transformado na nova moeda, o Real, a uma paridade de 1:1, e atrelado ao dólar.

A fixação do Real em um patamar próximo ao dólar e atrelado ao mesmo teve como objetivo funcionar como uma âncora provisória de combate à inflação. Tal medida foi de fato extremamente eficaz, causando a inflação a baixar de uma taxa de 46% no mês de junho de 1994 para menos de 2% no mês de setembro do mesmo ano e continuar decrescendo continuamente até hoje. Alternativamente, atrelar o Real ao dólar conferiu à nova moeda um elevado grau de credibilidade dos agentes econômicos em relação à mesma à medida em que desaparecessem as incertezas em relação ao valor real de seu dinheiro.

A âncora cambial foi fator crucial na fixação de um teto para a elevação dos preços internos, contribuindo, juntamente com a consolidação do processo de abertura comercial, para estabilizar os preços. A condução da política cambial adotada pelos responsáveis pelo Plano Real teve como principais metas o controle da inconstância dos fluxos de capitais externos de forma a evitar efeitos desestabilizadores sobre a política monetária e a busca do equilíbrio dos fluxos de comércio exterior entre o Brasil e o resto do mundo. A política foi redirecionada para que a taxa de câmbio pudesse ser ajustada às condições de oferta e demanda de divisas no mercado, sem intervenção do Banco Central.

Ainda como parte do programa de estabilização, o Governo permitiu uma apreciação nominal inicial do câmbio, apesar de a inflação não ter sido completamente eliminada. Ao deixar que o câmbio fosse determinado pelo fluxo de recursos externos,

sem intervir no mercado cambial, o Banco Central acabou por permitir uma valorização do Real maior do que aquela prevista inicialmente, atingindo em menos de um ano uma apreciação real acumulada de 15%, tendo passado da paridade inicial de 1:1 para R\$ 0,846 por US\$ 1,00 em dezembro de 1994.

A apreciação real da moeda é potencialmente perigosa, visto que o Brasil já está engatilhado em avançados processos de abertura comercial, contração fiscal e reestruturação do setor público, todos os quais envolvem contração da demanda. Por outro lado, sabemos que uma moeda fortemente valorizada não é compatível com juros baixos, uma vez que o déficit em conta corrente gerado pela perda de competitividade causada pela sobrevalorização precisa ser financiada via entrada de capitais externos - e estes só são atraídos por altos níveis de taxas de juros, desta forma, a associação dos dois fatores - baixa demanda, altos juros - tipicamente gerariam recessão e deflação.

Uma depreciação real da moeda poderia ser o produto natural desta combinação, mas observe-se que via desvalorização nominal esta não é desejável face ao fato de que a âncora continua sendo o indexador fundamental da economia. O desafio da equipe econômica seria, a grosso modo, induzir a economia a uma situação de deflação e recessão controladas, capazes de gerar a desvalorização real através da pressão baixista sobre os preços e salários nominais domésticos. Os custos desta estratégia, supondo ser possível manipular estas variáveis acuradamente, seriam muito altos devido às próprias imperfeições do mercado.

Este dilema nos traz finalmente à questão da necessidade urgente da aprovação das reformas fiscais por parte do Governo, visto que a equipe econômica está virtualmente impedida de mexer no câmbio. Uma vez que estas reformas forem aprovadas, e suas metas parcialmente atingidas pelo menos no que tange à credibilidade do pacote, a

moeda poderá sofrer uma desvalorização real moderada sem comprometer o sucesso do programa de estabilização.

Tabela 1. Brasil: Indicadores Macroeconômicos, 1992 - 1997

Indicador	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Crescimento do PIB	-0,8	4,1	5,7	4,2	2,8	3,2
Inflação	1.156,4	2.828,7	992,03	25,91	11,34	7,21
Superávit Fiscal ^a	-2,8	-1,3	0,6	-0,3	0,1	1,0
Balança Comercial ^b	4,0	3,0	1,8	-0,5%	-0,7%	-1,0%
Taxa de Câmbio Real ^c	n.a.	n.a.	100,0	68,88	68,81	69,66

Fonte: Banco Central do Brasil e MCM Consultores Associados (para taxa de câmbio real).

a) e b) Apresentados como % do PIB.

c) Taxa efetiva R\$/US\$ baseada no IPC-Fipe, 1994 = 100. Dados de fechamento.

II.2 CHILE: DOIS PLANOS

Em 1973, o Chile sofreu um golpe militar que derrubou o então presidente Salvador Allende. O Governo militar que se seguiu implementou uma série de reformas econômicas consistentes com o que se tornou conhecido como Consenso de Washington: abertura comercial, equilíbrio orçamentário, privatização e estabilização da alta inflação, que havia atingido 600% nos 12 meses anteriores ao golpe².

Entre 1973 e 1975 foi adotada uma política antiinflacionária gradualista, que não foi capaz de controlar a alta dos preços, apesar de ter alcançado resultados satisfatórios em outras frentes, como controlar a balança de pagamentos. Em 1975 foi então adotado um programa de estabilização ortodoxo para economias fechadas, apesar da progressiva abertura comercial da economia chilena. O programa previa redução nos gastos do governo, aumentos nos impostos, redução do tamanho do setor público e uma política

monetária restritiva. A política resultou em uma redução real no déficit fiscal de 80% em 1975, com o efeito colateral de um grande aumento no nível de desemprego. Sobre a inflação, o plano teve o efeito de trazer as taxas de 69% no segundo bimestre de 1975 para 26% no quarto bimestre do mesmo ano³.

Apesar da eliminação do déficit fiscal e do sucesso inicial sobre o nível de preços, este voltou a aumentar a partir de 1976. Neste momento a política econômica sofreu uma drástica virada, com o controle passando a ser feito via taxa de câmbio nominal, sob o argumento de que a abertura comercial promovida tornara ineficazes os controles de inflação baseados em uma economia fechada, uma vez que em economias abertas há uma forte relação entre a variação nos preços domésticos e a taxa de desvalorização cambial somada à taxa de inflação internacional.

O Governo chileno apreciou o peso em 10% em junho de 1976 e novamente em 1977, com o objetivo de quebrar as expectativas inflacionárias. Com o mesmo intuito, a partir de 1978 iniciou-se um sistema de pré-anúncio de mudanças na taxa de câmbio em uma base regular.

Com a maior parte das decisões econômicas deixadas para serem decididas pelas forças de mercado, a estabilização da economia chilena se baseara na estratégia de utilização de câmbio nominal como instrumento de política econômica antiinflacionária. Em 1978 os resultados desta política já eram espetaculares, com exceção da inflação, que ainda não havia sido totalmente controlada. Neste ano o PIB apresentou um crescimento de 8,2% em relação ao ano anterior que, por sua vez já havia apresentado um crescimento recorde, de 9,9% em relação a 1976; entre 1972 e 1973 o PIB Chileno havia decrescido a uma taxa de 5,6%. Quanto à inflação, a recuperação também foi

² Edwards (1985).

³ Edwards (1985).

considerável, embora aquém do planejado, tendo passado de 605,9% anuais em 1973 para 37,2% em 1978⁴.

O programa falhou, no entanto, porque ao invés de se obter uma convergência da taxa de inflação doméstica para a taxa internacional, ocorreu uma forte apreciação real do peso.

Em 1979, o regime dos anúncios foi abandonado pela adoção de um regime de âncora nominal, a uma taxa de 39 pesos por dólar, mantida por três anos. A medida foi eficaz na redução da inflação, mas ao longo do tempo, a taxa fixa, aliada às baixas taxas de inflação no resto do mundo causaram novamente uma apreciação cambial, levando à deterioração na balança comercial, que atingiu 8,2% do PIB chileno em 1981. Simultaneamente, o surgimento de uma forte recessão mundial se aliou aos altíssimos juros internos, deflagrando uma grande crise recessiva que o país enfrentaria durante os anos de 1982 e 1983⁵.

A questão crucial neste ponto era prever quanto tempo mais a âncora nominal duraria, uma vez que esta afetava não apenas as transações comerciais como também as financeiras. Com as reservas caindo e a dívida aumentando, o produto começou a cair enquanto o desemprego aumentava, assim como os juros. O último trimestre de 1981 apresentou taxas de juros reais de 40%, um déficit em conta corrente de aproximadamente 15% do PIB e uma redução deste último em cerca 3,3% em relação ao mesmo período do ano anterior; o *upside* desta balbúrdia foi uma taxa de inflação de apenas 9% para o ano inteiro⁶. A crise culminou com uma maxidesvalorização do peso de 18% em 1982, seguido de continuas desvalorizações posteriores. O cenário externo apresentava forte deterioração, com um forte aumento nas taxas de juros internacionais.

⁴ Edwards (1985).

Após a catastrófica experiência de estabilização via fixação de âncora cambial no período entre 1978 e 1982, que terminou com a extinção da âncora após um colapso cambial, o Chile foi capaz de se recuperar e mesmo obter um desempenho econômico invejável ao longo da última década. A recuperação da economia chilena foi obtida em grande parte graças à adoção de uma taxa de câmbio real extremamente competitiva.

Em 1985, o país passou a adotar uma taxa real de câmbio 40% abaixo daquela praticada apenas 4 anos antes, em 1981. A taxa competitiva, associada a reformas e reestruturação da economia permitiram que a economia crescesse a uma taxa média de 7% entre 1986 e 1994⁷.

Curiosamente, o desempenho da economia chilena se deu em meio a uma certa abstração da questão da inflação: o país se concentrou no crescimento econômico e aumento da competitividade externa dado um nível doméstico de preços moderado, porém controlado.

Tabela 2. Chile: Indicadores Macroeconômicos, 1978-1982

Indicador	1978	1979	1980	1981	1982
Crescimento do PIB	8,2	8,3	7,8	5,5	-14,1
Inflação	30,3	38,9	31,2	9,5	20,7
Superávit Fiscal ^a	1,5	3,3	4,5	0,8	-3,5
Conta Corrente ^b	-1,1	-1,2	-2,0	-4,7	-2,3
Taxa de Câmbio Real ^c	112,9	126,0	154,0	176,2	158,6

Fonte: Dornbusch, Goldfajn e Valdés (1995)

a) % do PIB.

b) US\$ Bilhões.

c) Índice 1990 = 100

⁵ Dornbusch, Goldfajn e Valdés (1995).

⁶ Edwards (1985).

⁷ Dornbusch, Goldfajn e Valdés (1995).

II.3 ARGENTINA: PERDA DE IDENTIDADE MONETÁRIA

A Argentina possui um extenso histórico de inflação, apresentando altos índices desde a década de 1940. Em 1989 a inflação chegou a atingir 296% ao mês, caracterizando o primeiro caso de hiperinflação no país. Neste momento, em um cenário de hiperinflação e crise econômica do Estado, tentou-se implementar um conjunto de reformas estruturais que solucionassem os problemas vigentes, consistindo fundamentalmente na criação de uma regulamentação que propiciasse a privatização de empresas públicas. Seguiu-se a esta medida a adoção de outros corretivos como confiscos, cortes nos gastos públicos e contração monetária, nenhum dos quais foi capaz de evitar uma crise evidenciada por virtual estagnação do crescimento econômico (PIB cresceu 0,1% em 1990), altos índices de desemprego e o mais baixo índice de investimentos visto em décadas equivalente a 14% do PIB⁸.

A recessão que se observava diminuiu a demanda por importações, aumentando relativamente as exportações e levando a balança comercial a um superávit que, aliado à política monetária restritiva, permitiu uma forte apreciação cambial. A percepção da defasagem cambial gerou uma expectativa de aceleração inflacionária que tornou insustentáveis todos os outros paliativos para conter a crise adotados pelo governo devido à falta de credibilidade.

Em abril de 1991 foi então implementado o mais recente plano de estabilização argentino, o Plano de Conversibilidade do Ministro Domingo Cavallo, no qual foi adotada uma política monetária radical, uma vez que o fracasso de todos os planos anteriores determinou que a credibilidade só voltaria a partir da adoção de um modelo de

⁸ Machinea (1997).

oferta monetária completamente institucionalizado, desta forma se adotou um padrão-dólar extremamente rigoroso, semelhante ao padrão-ouro e implementado por lei, ao qual a Argentina se agarrou vigorosamente.

A Argentina já havia sofrido uma apreciação cambial da ordem de 60% entre 1979 e 1980⁹. Esta foi revertida suavemente sem que houvesse necessidade de uma desvalorização nominal graças a um plano econômico que incluiu a dolarização da economia, implantado em 1981.

O Plano de Conversibilidade consistiu na conversão - por lei¹⁰ - do peso argentino a uma paridade 1:1 em relação ao dólar, com circulação simultânea das duas moedas na economia. A oferta monetária passou a ser obrigatoriamente e integralmente lastreada pelo volume das reservas de moedas internacionais da Argentina.

Estas medidas teriam a finalidade de impedir o financiamento do setor público através da emissão de moeda assim como anular as propriedades das correções cambiais como instrumento de política. Adicionalmente, introduziu-se um artigo proibindo a indexação de contratos, atacando a causa da inércia inflacionária, e passou-se a se aceitar legalmente contratos em moedas estrangeiras.

As reformas estruturais foram continuadas, com a abertura comercial externa, através da derrubada de diversas restrições tarifárias, e desregulamentação de vários setores, somados à aceleração do já iniciado processo de privatização.

O Plano foi eficaz no combate à hiperinflação, reduzindo os níveis de preços ao consumidor domésticos a uma taxa média mensal de 2,8% nos seis primeiros meses do plano¹¹, mas levou, como efeito colateral, a uma forte apreciação do câmbio, acumulada

⁹ Dornbusch, Goldfajn, Valdés (1995).

¹⁰ O Banco Central teria a obrigação de vender as divisas necessárias a preço de mercado.

¹¹ Machinea (1997).

desde os primeiros meses após a estabilização e evidenciada pelos déficits em conta corrente. No caso da Argentina, no entanto, a sobrevalorização era pré-existente ao plano - pouco antes da implantação do plano foi realizada uma desvalorização nominal de cerca de 80%, que recuperou apenas minimamente a defasagem cambial - tendo sido piorada, e não causada, pelo programa de estabilização.

Uma particularidade deste plano foi ter sido implementado em meio a uma conjuntura de queda nas taxas internacionais de juro e recessão internacional, juntamente a uma renegociação da dívida externa argentina, o que possibilitou a entrada de capitais externos no país pela primeira vez em décadas¹². As taxas de juros mais baixas contribuíram para equilibrar as contas públicas, ao passo que a entrada de capitais ajudou a reativação econômica e o aumento nos investimentos diretos.

Tabela 3. Argentina: Indicadores Macroeconômicos, 1990-1995

Indicador	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Crescimento do PIB	1,0	8,9	8,7	6,0	7,1	2,6
Inflação	2.314,0	171,7	24,9	10,6	4,2	4,9
Balança Comercial ^a	6,1	2,0	-1,2	-1,4	-2,1	-1,7
Taxa de Juros Real	24,1	-0,5	13,2	9,0	4,7	7,9
Taxa de Câmbio Real ^b	100,0	83,1	84,6	83,4	86,1	88,5

Fonte: Dornbusch, Goldfajn e Valdés (1995)

a) % do PIB.

b) Taxa efetiva baseada no índice 1990 = 100.

¹² Machinea (1997).

II.4 ISRAEL: IMPORTÂNCIA DE CREDIBILIDADE E *TIMING*

Israel realizou um bem-sucedido plano de estabilização da economia em julho de 1985, alcançando uma redução da inflação de níveis de aproximadamente 500% ao ano para cerca de 10%, que vêm sendo mantidos em uma trajetória decrescente desde então. Dentre os principais fatores a que se atribuiu o sucesso do plano destaca-se a adoção da âncora cambial.

Até 1985, a economia israelense atravessava um longo período de recorrentes crises no balanço de pagamentos, sempre atreladas a altas na inflação a cada tentativa do governo de reestabelecer o equilíbrio na balança através de políticas de choque de preços, como grandes desvalorizações e aumentos nos preços de bens e serviços subsidiados. Em adição a estes problemas, observava-se ainda um contínuo déficit fiscal e uma crescente dívida pública. A conjunção destes fatores levou a economia israelense a sofrer com níveis de produto e de produtividade praticamente estagnados durante mais de uma década¹³.

O programa de estabilização foi então lançado em 1985 com o duplo objetivo de reduzir a inflação e melhorar a balança de pagamentos. Foi um choque heterodoxo, baseado em múltiplas âncoras nominais e corte no déficit fiscal, que buscava criar uma estrutura econômica que permitisse ao país retomar o crescimento.

O corte no déficit foi planejado para estabilizar a balança de pagamentos e dar credibilidade ao processo de fixação da taxa de câmbio ao dólar, enquanto o estabelecimento de diversas âncoras nominais objetivou garantir a redução da inflação sem que houvesse demasiada pressão sobre apenas uma âncora, que levaria a um excesso de custos reais do programa. Esta era uma medida engenhosa, que evitaria por exemplo

¹³ Bruno (1988).

o efeito clássico das estabilizações baseadas em âncora cambial, de perda de competitividade externa e deterioração na balança de pagamentos. Sendo a recuperação da balança um dos grandes focos do programa israelense, a perda de competitividade decretaria a falência do programa.

Entre as principais medidas adotadas destacam-se a redução do déficit através de corte nos subsídios e aumento de impostos; pré-desvalorização nominal de 25% da moeda israelense, o shekel, e fixação do câmbio em relação ao dólar a uma taxa de NIS 1,5¹⁴; fixação de um patamar nominal para os salários, negociado em conjunto com a determinação da taxa de câmbio nominal; congelamento da maior parte dos preços de bens e serviços; e controle do crédito bancário, através do aumento das taxas de juros e dos requerimentos de reserva.

Para garantir a eficácia das medidas, buscou-se trazer as âncoras nominais a níveis reais sustentáveis antes de sua fixação, sem este cuidado, estas variáveis devem ser ajustadas ao longo do plano para que estejam compatíveis com seus objetivos, o que pode arranhar a credibilidade do programa. Observando esta condição, o governo israelense permitiu um aumento geral nos preços da economia antes do congelamento - erodindo os salários reais - e altíssimas taxas de juros, que resultou em um baixo nível de crédito.

O programa apresentou sinais de sucesso logo nos primeiros meses, com uma queda na inflação de uma média de 15% ao mês antes da implantação do programa para um patamar entre 3% e 4% durante os três primeiros meses, caindo para 1,5% no quarto mês após o início do plano; a balança de pagamentos apresentou melhorias evidenciadas pela melhora nos termos de troca, enquanto as reservas internacionais cresceram

¹⁴ NIS = Novo Shekel Israelense. Ver Bruno (1988).

significativamente¹⁵. Boa parte desta melhora pode ser creditada à credibilidade do programa, que, juntamente com o aumento nas taxas de câmbio, levou à repatriação de um considerável volume de capitais que antes eram mantidos no exterior.

Ao longo do primeiro ano, durante o qual o shekel esteve fixado ao dólar, este último sofreu uma desvalorização real em relação à cesta de moedas européias, o que por consequência depreciou o shekel em relação a esta cesta, aumentando o preço dos importados em Israel, uma vez que o comércio exterior do país é significativamente maior com a Europa do que com os Estados Unidos. Este aumento pode ser considerado o principal fator altista sobre os preços israelenses, não permitindo uma redução ainda maior da inflação após mais de um ano de estabilização. Em agosto de 1986 o shekel foi fixado à uma cesta de cinco moedas¹⁶, mantendo o patamar nominal, em detrimento da fixação ao dólar.

A moeda israelense manteve-se sobrevalorizada ao longo de quase dois anos, tempo durante o qual o Governo se ateve rigidamente à âncora proposta no início do plano.

De acordo com o projeto traçado, que previa a apreciação real da moeda devido a se manter fixa perante os aumentos que ocorreriam nos outros preços reais da economia ao longo do processo de estabilização, o primeiro ajuste cambial ocorreu em 1987, com uma desvalorização nominal de 7%, que seria seguida de outra após 12 meses. Por questões políticas, a segunda desvalorização foi adiada, resultando em um mini-ataque especulativo ao apreciado shekel no final de 1988, diminuindo em US\$ 300 milhões as reservas do país, o que obrigou as autoridades monetárias israelenses a realizar uma desvalorização de emergência de 5%, seguida imediatamente de outra desvalorização, de 8%, devido à falta de credibilidade que o ataque lançou sobre a política monetária.

¹⁵ Bruno (1988).

Até o momento do ataque, o shekel havia acumulado, entre a implantação do plano de estabilização em julho de 1985 e o final de 1988, uma apreciação real de 40% - limite altíssimo, sem incorrer em um colapso cambial¹⁷.

De 1989 em diante, Israel passou a adotar uma política cambial mais flexível, com um regime de banda cambial, com um “*spread*” de 5% para cima e para baixo e eventuais ajustes à banda central.

Tabela 4. Israel: Indicadores Macroeconômicos, 1980 - 1989

Indicador	1980- 1984*	1985	1986	1987	1988	1989
Crescimento do PIB	2,8	5,3	5,8	7,2	1,8	1,5
Inflação	189,2	304,6	48,1	19,9	16,3	21,0
Conta Corrente ^a	-1,7	1,1	1,6	-0,9	-0,6	1,2
Taxa de Juros Real ^b	23,0	100,0	33,0	39,0	26,0	11,0
Taxa de Câmbio Real ^c	n.a.	n.a.	45,0	16,0	2,4	16,1

Fonte: Bruno (1988) e (1991)

* Média dos cinco anos.

a) US\$ Bilhões.

b) Taxa média de curto prazo.

c) Variação média percentual em relação à cesta de moedas.

¹⁶ A cesta era composta das seguintes moedas: Dólar (peso = 60%), Marco Alemão (20%), Libra Esterlina (10%), Franco Francês (5%) e Yen (5%).

¹⁷ Dornbusch, Goldfajn e Valdés (1995).

III. APRECIÇÃO CAMBIAL E TRAJETÓRIA ESPERADA DAS TAXAS DE CÂMBIO: TEORIA E EVIDÊNCIA EMPÍRICA

III.1 APRECIÇÃO CAMBIAL: O QUE VEM DEPOIS? A TEORIA NOS DIZ O QUE ESPERAR

Esta seção consiste na exposição dos resultados de estudos empíricos realizados, objetivando constituir um instrumental para a análise posterior do questão central deste trabalho, indo da definição de apreciação cambial e determinação das expectativas de trajetória das taxas de câmbio até as conclusões *ex post* a respeito de desvalorizações ocorridas no passado.. A seção é baseada fundamentalmente no *working paper* “The Aftermath of Appreciations” de Goldfajn e Valdés (1996), que procurou analisar uma série de episódios de apreciação cambial com o objetivo de estudar a dinâmica das apreciações e os mecanismos pelos quais estas podem ser corrigidas, sendo o último de maior interesse para este trabalho.

Primeiramente, deve-se definir um episódio de apreciação. Goldfajn e Valdés definem sobrevalorização ou apreciação como sendo um desvio do PPP¹⁸ no curto ou médio prazo. Este cálculo pode ser feito deflacionando-se o câmbio nominal pela inflação doméstica, inflacionando pelo PPI dos Estados Unidos, obtendo-se então uma série de câmbio real, a partir da qual, convencionando-se um dado período (aquele mais próximo de um equilíbrio na conta corrente) como base, adota-se o câmbio real vigente

no mesmo como a taxa de câmbio de equilíbrio. A partir desta taxa é fácil mensurar indicações de sobrevalorização cambial.

Goldfajn e Valdés definem o início do episódio de apreciação como sendo o momento em que a diferença entre a taxa de câmbio real vigente e aquela definida como base extrapola um dado limite percentual, que pode ser estipulado arbitrariamente em uma faixa de 15% a 25%. A apreciação terminaria no período em que esta diferença caísse abaixo de um limite inferior, também estipulado arbitrariamente, de 5%. Esta oscilação é classificada como apreciação se for sustentada por um período maior do que dois meses consecutivos.

Uma taxa de câmbio sobrevalorizada conspira contra a economia do país gerando déficits em conta corrente insustentáveis através da perda de competitividade no mercado externo, que pode em última instância levar o país a perdas de reservas e recessão - cenário nem um pouco distante do Brasil neste final de 1998. O mecanismo natural de ajuste da sobrevalorização é a pressão que todos os fatores descritos acima exercem sobre os preços domésticos expressos em moeda estrangeira, no sentido de convergência para os níveis internacionais, ou seja, o ajuste se dá em função do diferencial na inflação, estimulado pela perda de competitividade. A alternativa é o reequilíbrio através de desvalorização nominal. Como então pode terminar um período de apreciação?

Os autores conduziram um teste empírico para analisar a volta ao equilíbrio das taxas de câmbio através de desvalorizações nominais, com o objetivo de isolar e definir casos de depreciação real vitoriosos e auferir seus determinantes. Em resumo, foram definidos (arbitrariamente) de sucesso os episódios em que a depreciação nominal foi responsável por menos de 50% da depreciação real observada entre o pico e o fim do

¹⁸ PPP - Paridade do Poder de Compra, é o conceito de equilíbrio utilizado pelos autores. De acordo com a Lei do Preço Único, abstraindo-se de custos de frete e tarifas, bens idênticos devem ter o mesmo preços

episódio de apreciação, ou seja, o que se mediu foi a probabilidade de uma economia com câmbio sobrevalorizado se reequilibrar sem precisar lançar mão de uma (maxi)desvalorização cambial.

O estudo demonstrou no entanto que os casos considerados de sucesso sistematicamente fugiam da definição convencional de apreciação, significando que seu sucesso não infere nada em termos da probabilidade de um país com câmbio sobrevalorizado conseguir reverter a situação com sucesso.

Concluiu-se a partir dos casos observados que apreciações grandes, de 25% ou mais, provavelmente não serão revertidas sem uma desvalorização nominal em algum momento, e, ainda, que sobrevalorizações de 35% ou mais simplesmente não poderão ser revertidas sem uma desvalorização. Quanto aos regimes cambiais, observou-se que sob políticas de câmbio flexível e flutuante há menor tendência de retorno ao equilíbrio através do mecanismo de ajuste do diferencial de inflação do que sob regimes de taxa de câmbio fixo. Observou-se também que não há relação aparente entre volta ao equilíbrio e o tempo de duração do episódio de apreciação.

Adicionalmente à análise dos casos de sucesso, os autores procederam à análise da relação entre o nível percentual de apreciação e o retorno ao equilíbrio. Neste caso observou-se uma tendência à inércia nos níveis de apreciação das taxas de câmbio, principalmente no curto prazo. A conclusão mais interessante deste exercício é no entanto a de que, dado o atingimento de níveis relativamente altos de apreciação (algo como 30%), a probabilidade de se migrar para um patamar levemente inferior de apreciação é mínima, ao passo que reverter completamente (ou quase) a sobrevalorização apresentou uma alta probabilidade. Isto significa que reequilíbrios

suaves são muito improváveis em casos de sobrevalorização elevada, e se tornam ainda menos atingíveis conforme aumenta o nível de apreciação.

Goldfajn e Valdés procederam a uma análise gráfica da matriz de probabilidades de transição para um nível de 5% de apreciação ao longo de diversos períodos de tempo que demonstrou haver um limite a partir do qual aumentar o nível de apreciação aumenta também a probabilidade de retorno aos níveis mais baixos. Notadamente, quanto maior o período observado, maior a probabilidade de se retornar aos patamares de equilíbrio.

Devido às pressões que uma forte apreciação exerce sobre a taxa real de câmbio para que esta retorne ao equilíbrio, de acordo com a definição exposta no início desta seção, a preocupação com os episódios de sobrevalorização se deve menos à dúvida quanto à reversão da apreciação e mais à maneira como esta se dará. Definindo-se um colapso cambial como uma depreciação real causada 95% por uma desvalorização nominal, os autores concluem que esta é uma função crescente do nível de apreciação¹⁹.

A conclusão geral do estudo de Goldfajn e Valdés é a de que é altamente improvável obter uma reversão suave no caso de apreciações maiores que 25% em relação à taxa de câmbio considerada de equilíbrio.

Seguindo um passo adiante, encontra-se estudos empíricos que analisam economias que já sofreram crises de desvalorização cambial, buscando isolar seus determinantes. Através de análises econométricas²⁰ e testes observou-se que a maior parte dos principais episódios de desvalorização cambial ocorridos nos países entre as décadas de 1960 e 1980 foram resultado de políticas macroeconômicas -notadamente fiscais- inconsistentes.

¹⁹ Tomando um período de 24 meses como referência, observa-se que a probabilidade de um colapso passam, respectivamente, de 36% para 57% quando o nível de apreciação aumenta de 10% para 30%.

²⁰ O economista Sebastian Edwards conduziu um estudo compreendendo dados de 39 graves crises de desvalorização cambial ocorridas entre 1962 e 1982, utilizando técnicas econométricas para analisar a forma como diferentes variáveis, como a própria taxa de câmbio real, estariam relacionadas a crises cambiais e desvalorizações. Ver Edwards (1989).

Tais políticas acarretaram, na maior parte dos casos observados, deterioração do balanço de conta corrente, esvaziamento do estoque de reservas internacionais e severa apreciação cambial, tornando a taxa de câmbio real sobrevalorizada. As análises indicaram uma forte relação entre a evolução dos níveis de reservas, a trajetória da taxa de câmbio real e indicadores de política fiscal e a probabilidade de ocorrer uma desvalorização.

Em suma, é possível afirmar que apreciação real da taxa de câmbio, deterioração na posição das reservas e políticas fiscais expansionistas aumentam consideravelmente a probabilidade de desvalorizações cambiais²¹.

III.2 A EXPERIÊNCIA INTERNACIONAL: TRAJETÓRIA DAS TAXAS DE CÂMBIO NO CHILE, ARGENTINA E ISRAEL, APÓS BEM-SUCEDIDOS PLANOS DE ESTABILIZAÇÃO

Tendo em mente as observações acima, buscaremos agora investigar o que se seguiu à apreciação nos três casos relevantes - Chile, Argentina e Israel - buscando isolar os fatores determinantes da trajetória seguida.

Como terminaram os episódios de apreciação? Houve uma desvalorização nominal forte? A apreciação foi revertida por fatores endógenos (recessão/deflação)?

CHILE

A economia chilena passou por dois momentos distintos nas últimas décadas, uma primeira fase, entre 1973 e 1981, marcada por grandes reformas, incluindo a abertura comercial e a implantação de tentativas de estabilização baseadas na política cambial,

²¹ Edwards (1989).

coforme foi descrito na seção II.2. Esta fase se encerrou com uma severa recessão, atribuída por muitos a inconsistências na política cambial, conforme investigaremos a seguir. A segunda fase, entre 1982 e 1989 foi marcada por políticas comerciais e cambiais menos liberais.

A taxa de câmbio chilena, que já estava apreciada desde 1976, antes mesmo do início do plano de tablita em 1978, que, como visto acima, apreciou ainda mais a moeda, foi fixada ao dólar em 1979. Esta medida acabou por apreciar mais o peso, em parte devido à apreciação real do próprio dólar durante o período entre 1980 e 1983²².

Tabela 5. Chile: Taxa de Câmbio Nominal Trimestral (Pesos/US\$), 1980-1983.

Período	Câmbio
1980:1	39,0
1980:2	39,0
1980:3	39,0
1980:4	39,0
1981:1	39,0
1981:2	39,0
1981:3	39,0
1981:4	39,0
1982:1	39,0
1982:2	46,5
1982:3	67,4
1982:4	73,4
1983:1	73,4
1983:2	77,7
1983:3	82,3
1983:4	87,5

Fonte: International Financial Statistics; Edwards (1985).

²² Edwards (1985).

Fator adicional para a apreciação real do peso foi o alto volume de entrada de capital estrangeiro no país após a abertura do país para a entrada de capitais de médio e longo prazo, no segundo trimestre de 1980, que gerou um superávit na conta capital de US\$ 3,2 bilhões em 1980 (equivalente a 8,5% do PIB chileno à época), e US\$ 4,8 bilhões (14,4% do PIB) em 1981²³.

Entre o terceiro trimestre de 1979 e o primeiro trimestre de 1982 o peso teve uma apreciação real de 27%.

A crise da economia chilena começou em 1981 quando, em função da apreciação cambial, o país já havia sofrido grande perda de competitividade no exterior, a que se somou um grande aumento na dívida externa, principalmente privada, impulsionada pelo alto volume de entrada de capitais. Este último, por sua vez, começou a perder o fôlego já no segundo semestre de 1981. A conta capital teve no último trimestre deste ano um superávit de apenas US\$ 800 milhões, caindo posteriormente para um déficit de US\$ 170 milhões no terceiro trimestre de 1982²⁴.

Os desequilíbrios incorridos pediam uma desvalorização real do peso para serem corrigidos, mas como a política cambial determinava que se mantivesse sua paridade fixa em 39 pesos por dólar, o ajuste não poderia ser no câmbio nominal, mas sim através de reduções nos outros preços reais da economia, incluindo os salários. Estes, no entanto, não poderiam ser reduzidos, de acordo com as leis trabalhistas, e conseqüentemente os preços relativos não puderam ser ajustados, e a pressão acabou resultando em uma redução na produção e no emprego.

²³ Edwards (1985).

²⁴ Edwards (1985).

De acordo com o economista Sebastian Edwards o que se seguiu, conforme a situação econômico-financeira do país se tornou mais séria no final de 1981 foi uma perda de credibilidade da população em relação às políticas governamentais.

“(…) A sustentabilidade da taxa de câmbio foi questionada, e a despeito de diversos anúncios oficiais, desenvolveu-se uma forte especulação contra o peso. Agentes econômicos reajustaram seus portfólios em direção a uma proporção maior de ativos estipulados em moedas estrangeiras. É claro, as crescentes expectativas quanto à uma desvalorização se traduziram em mais altas taxas de juros domésticas, piorando a situação. Em junho de 1982 o Governo decidiu finalmente abandonar a postura de ‘ajuste automático’ e buscar uma política mais ativa. O peso foi desvalorizado em 18%, e a cláusula de indexação da lei trabalhista sofreu uma emenda. No entanto, isso foi muito pouco e muito tarde. Neste ponto a perda de credibilidade nas medidas governamentais já era quase completa, e a desvalorização acelerou a especulação contra o peso, com uma resultante grande perda de reservas internacionais nas semanas seguintes. A comunidade financeira internacional reagiu negativamente a estas medidas, e o influxo de capitais externos para o Chile foi ainda mais reduzido. A desvalorização de junho foi seguida por um breve experimento com taxas flexíveis e por um sistema de dupla paridade. No início de 1983 o novo ministro das finanças declarou a inconvertibilidade do peso, impôs severos controles cambiais, e implementou um (temporário) aumento sobre as tarifas de importação para um nível uniforme de 20%. Em 12 meses - entre junho de 1982 e junho de 1983 - o peso chileno fora desvalorizado em 99%. Como a inflação neste período alcançou apenas 32,7%, uma desvalorização real havia ocorrido, ajudando o setor de exportações a recuperar um pouco da competitividade perdida durante os anos anteriores. Existem alguns observadores no entanto, que acreditam que o ajuste na taxa não estava

completo em junho de 1983, e que uma política monetária restritiva foi requerida para garantir o sucesso da medida de desvalorização. (...)”

Como se pôde observar, no caso chileno não foi possível prescindir de uma forte desvalorização nominal para reajustar o câmbio real, devido principalmente a um problema de credibilidade.

ARGENTINA

A Argentina vem mantendo o regime de taxa de câmbio fixa desde a implantação do Plano de Conversibilidade, mesmo em face a uma apreciação real de cerca de 50%²⁵ entre 1990 e 1995.

Poucos meses após a implantação do plano, a Argentina já se encontrava diante de um dilema em relação à sobrevalorização cambial, evidenciada pelo agravamento da perda de competitividade dos produtos argentinos no mercado internacional. Para contorná-la, o Governo poderia tentar induzir o país a uma recessão, colocando em jogo o sucesso da estabilização, ou então realizar uma desvalorização nominal, que também colocaria a estabilização a perder por atingir um de seus principais sustentáculos, a credibilidade.

A alternativa que se mostrou foi seguir um regime que associava a redução dos custos do país a um aumento na produtividade, gerando um choque de produtividade e tentar impactar o câmbio via políticas tarifárias e de reembolso às exportações.

Em relação ao choque de produtividade, a política era simples: reformas estruturais e estabilidade macroeconômica, que melhoraria a confiança em relação ao país, diminuindo o prêmio de risco associado ao mesmo, o que aumentaria a oferta de

recursos externos e reduziria as taxas de juros. Estes fatores, associados aos negócios gerados pelas reformas estruturais, particularmente privatizações, aumentariam o nível de investimentos. Paralelamente, a abertura comercial estaria gerando incentivos adicionais para que houvessem investimentos em setores nos quais a Argentina contasse com uma vantagem comparativa, posteriormente melhorando as exportações. No lado da demanda, foi adotada uma política de expansão apoiada na entrada de capitais externos. O objetivo era um só: manter um alto nível de atividade que garantisse um aumento de arrecadação tributária e incentivasse os investimentos e a atualização da tecnologia, de forma que o país pudesse compensar em parte a perda de competitividade.

A curto prazo, as medidas adotadas não surtiram os efeitos desejados²⁶. A diminuição no risco-Argentina sob o ponto de vista da comunidade internacional levou à entrada no país de capitais externos em um momento em que os juros internacionais se encontravam relativamente baixos, como já foi mencionado na seção II.3, permitindo que os juros internos também fossem reduzidos. Ainda assim, houve em novembro de 1992 um mini ataque especulativo contra o peso argentino que obrigou o Governo a vender US\$ 420 milhões em uma semana²⁷.

O Governo lançou mão então neste mesmo mês de novembro de 1992 de outro artifício para recuperar a defasagem cambial, modificando a taxa de câmbio efetiva de importação e exportação. Tal efeito foi obtido através do aumento de 7% sobre as alíquotas de importações e eliminação dos impostos sobre as exportações do setor agropecuário, além de subsidiar as exportações de produtos industriais através de reembolsos. Estas medidas melhoraram a taxa de câmbio de exportação em 4,4%²⁸, e a

²⁵ Amadeo (1996).

²⁶ Machinea (1997).

²⁷ Machinea (1997).

²⁸ Machinea (1997).

defasagem cambial continuou sustentável graças à entrada de capitais no país, que financiavam o déficit em conta corrente, mesmo sem que a defasagem tenha sido corrigida.

ISRAEL

Israel sofreu uma apreciação cambial real como consequência de seu plano de estabilização de 1985 baseado em múltiplas âncoras nominais, entre as quais a taxa de câmbio, de acordo com o descrito na seção II.4. A apreciação cambial foi considerada responsável por aumentos nos custos reais de produção, que contribuíram para um processo recessivo que se avizanhava.

Em 1987 a economia israelense entrou em um processo de recessão, evidenciado por uma queda na produção e aumento no desemprego, configurando uma nova etapa do processo de estabilização, de acordo com o ponto de vista de alguns economistas²⁹.

A política cambial adotada durante a estabilização foi a de uma taxa de câmbio “estável”, atrelada ao dólar mas não necessariamente fixa a este, de forma que pudesse responder a eventuais variações nos níveis de salários. A taxa permaneceu fixa em relação ao dólar durante 20 meses, tendo sido realinhada pela primeira vez em janeiro de 1987, como resposta a um aumento real nos salários ocorrido em 1986. Após esta desvalorização, de 7%, foi anunciado que haveria novo reajuste dali a doze meses e que não seriam realizados realinhamentos cambiais a cada novo ajuste salarial, mas a mensagem geral entendida pelos agentes econômicos foi a de que haveriam desvalorizações eventuais se necessário³⁰.

²⁹ Bruno (1991).

³⁰ Bruno (1991).

A estratégia das autoridades monetárias era gradualmente aumentar os períodos entre as desvalorizações e também ir tornando estas cada vez menores, de forma que o câmbio se reequilibrasse através da estabilização dos preços e salários, dando credibilidade ao governo.

O reajuste seguinte ocorreria em março de 1988, quatorze meses após o primeiro, consistentemente com a estratégia desejada, e seria na ordem de 6% a 7%. Este reajuste, no entanto, foi postergado por um motivo político, as eleições de outubro de 1988. O Governo então se ateu a esperar pelas eleições, sem sinalizar para o mercado que a desvalorização estava descartada. A expectativa da desvalorização causou um mini ataque à moeda israelense em dezembro daquele ano, levando a uma perda de reservas da ordem de US\$ 300 milhões e à imediata desvalorização do shekel em 5%³¹. Por falta de credibilidade do Governo, foi necessário realizar outra desvalorização, de 8%, logo em seguida e a política cambial foi por terra.

A partir de janeiro de 1989 Israel passou a contar com uma política cambial mais flexível, com um regime de bandas com *spread* de inicial de 6%³². Este *spread* passou posteriormente para 10%, e em 1991 o regime passou a ser de *crawling band*, uma banda diagonal, pré-anunciada que persiste até hoje. A adoção destas medidas resolveu a questão da credibilidade, permitindo a eficácia da estabilização de um modo geral.

³¹ Dornbusch, Goldfajn e Valdés (1995).

³² Bruno (1991).

IV. BRASIL, HOJE E AMANHÃ: COMPORTAMENTO ESPERADO DA TAXA DE CÂMBIO

IV.1 POLÍTICA CAMBIAL

O Plano Real introduziu uma política cambial de banda assimétrica, na qual o Banco Central se obrigava a intervir no caso de o Real tender a se desvalorizar em relação ao dólar além da paridade estipulada inicialmente de 1:1, deixando o mercado flutuar livremente caso a tendência fosse de apreciação. Como já foi mencionado nos capítulos iniciais, esta política permitiu uma apreciação nominal inicial do câmbio, apesar de a inflação não ter sido completamente eliminada. Ao deixar que o câmbio fosse determinado pelo fluxo de recursos externos, sem intervir no mercado cambial, o Banco Central acabou por permitir uma valorização do Real maior do que aquela prevista inicialmente, atingindo em menos de um ano uma apreciação real acumulada de 15%, tendo passado da paridade inicial de 1:1 para R\$ 0,846 por US\$ 1,00 em dezembro de 1994.

A apreciação impactou as contas externas favorecendo as importações, aliviando os preços domésticos das pressões de aumentos de custos e demanda subseqüentes à estabilização.

Após a crise cambial no México, em fins de 1994, o Real sofreu, em março de 1995, um ataque especulativo gerado pelas expectativas dos agentes econômicos em relação à

condução da política cambial. Esperava-se uma desvalorização da moeda face ao dólar como resposta à crise mexicana. Para desviar as expectativas dos investidores o Banco Central interviu fortemente no mercado de câmbio para reequilibrar a oferta e demanda de divisas de forma que a discrepância não causasse uma desvalorização, tirando a taxa de câmbio do patamar pré-estabelecido.

Após esta crise, o Governo reavaliou algumas de suas posições, entre elas a condução da política cambial, anunciando uma desvalorização nominal de 5% do real em relação ao dólar e a adoção de um regime de banda cambial deslizante. Este sistema funcionaria através da definição pelo Banco Central de uma banda larga de flutuação, que seria gradualmente realinhada ao longo do tempo, enquanto o Bacen interveria regularmente dentro desta banda, criando minibandas que provocariam pequenas mas sucessivas desvalorizações entre os ajustes maiores, na banda larga. As intervenções nas minibandas ocorreriam em datas e magnitudes não anunciadas. Como as margens de flutuação eram relativamente pequenas, tornaria-se mais difícil realizar algum tipo de especulação contra a moeda.

Desde a adoção deste o Governo vem sistematicamente desvalorizando o Real em relação ao dólar a uma taxa mensal de cerca de 0,6%, ou aproximadamente 7% ao ano, mas esta não foi ainda suficiente para reequilibrar o câmbio em relação a sua taxa de equilíbrio, ou seja, o Real continua sobrevalorizado, como veremos mais adiante.

A tabela a seguir mostra as bandas largas ajustadas desde a implantação desta política.

Tabela 6. Brasil: Alterações da Banda Cambial Larga, 1995 - 1998.

Data	Compra	Venda	Correção do Piso	Correção do Teto	Spread
06/03/95	0,8600	0,9000	-	-	4,65%
10/03/95	0,8800	0,9300	2,33%	3,33%	5,68%
22/06/95	0,9100	0,9900	3,41%	6,45%	8,79%
30/01/96	0,9700	1,0600	6,59%	7,07%	9,28%
18/02/97	1,0500	1,1400	8,25%	7,55%	8,57%
20/01/98	1,1200	1,2200	6,67%	7,02%	8,93%

Fonte: MCM Consultores Associados.

IV.2 TAXA DE CÂMBIO EFETIVA

Após o realinhamento da condução da política cambial, o câmbio permaneceu fluando suavemente dentro das bandas estabelecidas pelo Banco Central, mesmo durante as turbulências dos últimos meses, notadamente agosto e setembro, quando mesmo pressionado por novas expectativas de desvalorização e maciças saídas de capital estrangeiro que impactaram fortemente as reservas internacionais, o Bacen não cedeu e manteve a banda larga intacta.

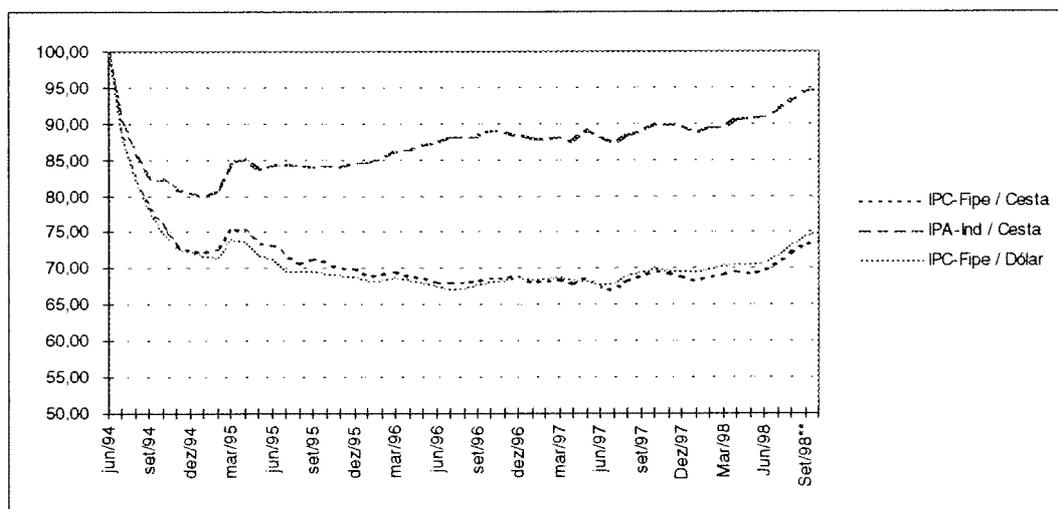
Esta postura em uma situação limite como a que foi vivida não deixa dúvidas quanto à manutenção da política cambial, assegurando o fator credibilidade, mas ainda assim é inegável que a moeda está sobrevalorizada em face ao dólar e cestas de moedas.

Podemos observar esta apreciação se tomarmos como base o mês de Junho de 1994, imediatamente anterior à implantação do Plano Real, e deflacionar o câmbio em relação a diferentes índices para obtenção de uma taxa de câmbio efetiva.

Deflacionando o câmbio tanto em relação ao dólar quanto em relação a uma cesta de moedas³³ pelo IPC-Fipe, observa-se uma apreciação real de cerca de 25% no mês de outubro de 1998. Utilizando o IPA industrial como deflator temos como resultado uma apreciação bem menor, de apenas 5% em relação à cesta de moedas para o mês de outubro.

Os resultados estão sumarizados no gráfico abaixo, que indica uma tendência de depreciação real após o realinhamento da condução de política cambial em março de 1995, mas deixando perceber claramente a apreciação real em relação ao período base.

Brasil: Taxa De Câmbio Real - Índice: Média Junho/94 = 100



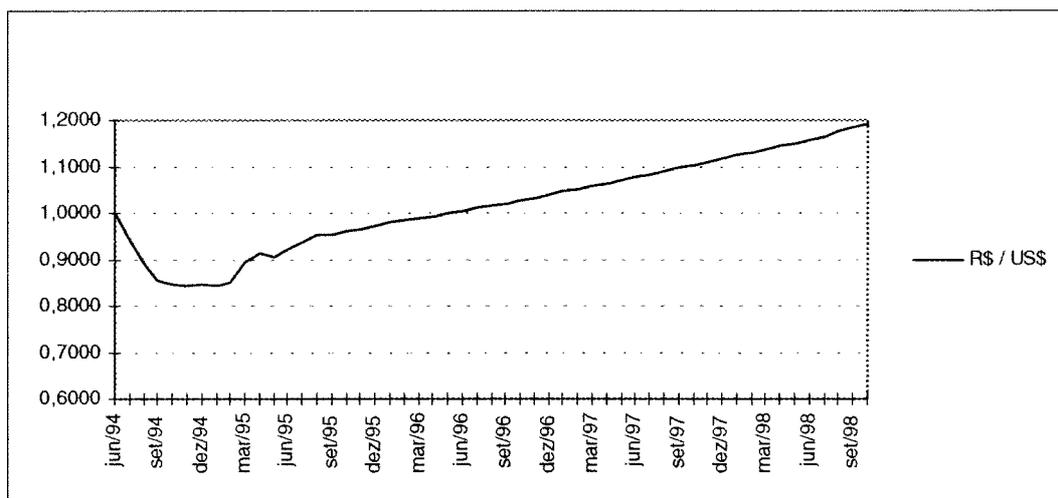
Fonte: MCM Consultores Associados

Como ilustração apresentamos a seguir o gráfico da taxa de câmbio nominal em relação ao dólar, aonde se pode perceber nitidamente a desvalorização gradual causada

³³ CESTA - Média ponderada das moedas de 22 países segundo a participação de cada país no comércio com o Brasil, em 1997. Esses países cobrem 77,43% da nossa pauta comercial. Cálculos elaborados pela MCM Consultores Associados.

pelas bandas cambiais deslizantes desde sua adoção em março de 1995, após a apreciação inicial que se deu em seguida à implantação do Plano Real.

Brasil: Taxa De Câmbio Nominal - R\$/US\$



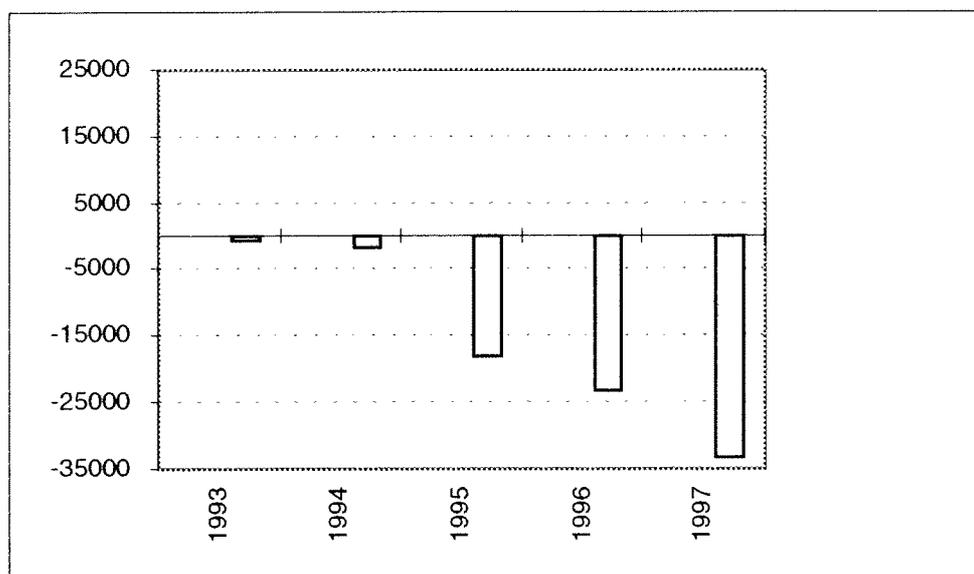
Fonte: Banco Central do Brasil

Existe uma ressalva em relação aos cálculos expostos acima, que é a de que o fato de a moeda estar apreciada em relação ao início do Plano Real não significa que esta esteja sobrevalorizada em relação ao seu valor de equilíbrio. Para calcular a apreciação efetiva da moeda seria necessário antes estipular o seu valor de equilíbrio.

Alternativamente, podemos simplesmente olhar para a conta corrente do país, o que nos dará uma indicação do sentido do câmbio real, embora não nos mostre a magnitude de sua defasagem.

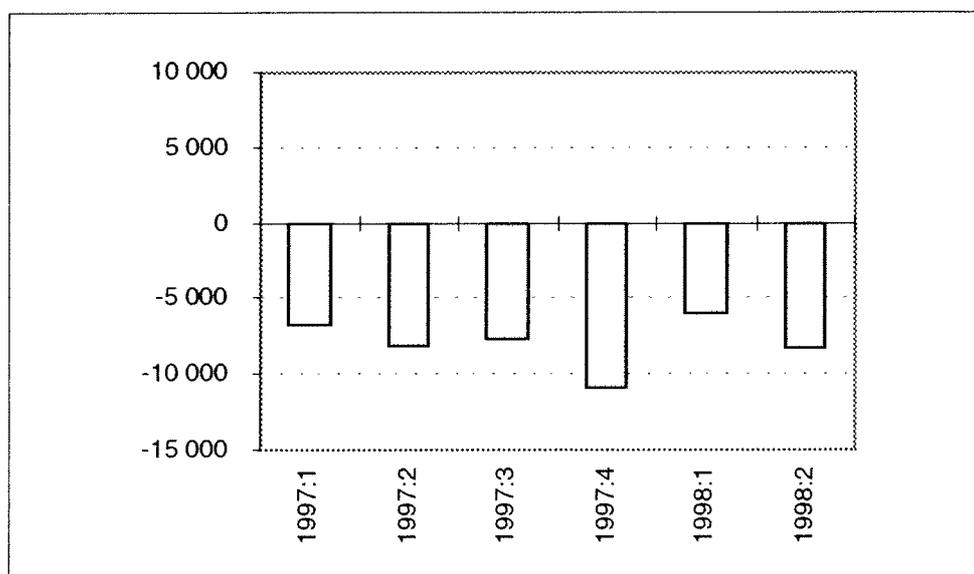
Os gráficos abaixo mostram as transações correntes do Brasil em milhões de dólares, em termos anuais desde 1993 e em termos trimestrais para 1997 e 1998.

Brasil: Transações Correntes (US\$ MM), 1993-1997.



Fonte: Banco Central do Brasil

Brasil: Transações Correntes (US\$ MM), 1997:1-1998:2.



Fonte: Banco Central do Brasil

O déficit em conta corrente apresentado evidencia uma sobrevalorização da taxa de câmbio. Particularmente, pode-se notar uma significativa piora após a implantação do Plano Real, consistente com a apreciação real que se observou em relação a junho de 1994, de acordo com os resultados descritos anteriormente.

IV.3 TRAJETÓRIA ESPERADA DO CÂMBIO REAL

Com base nos dados apresentados, é possível afirmar que a trajetória futura da taxa efetiva de câmbio seguirá o padrão atual de depreciação até a apreciação seja toda, ou quase toda revertida. É possível conviver com algum grau de apreciação cambial dependendo de fatores como a capacidade de financiamento das contas externas, mas uma apreciação de 20% ou 25%, como se observa no Brasil hoje, é insustentável, de acordo com as evidências descritas no capítulo III.

Desta forma está respondida a questão inicial, que perguntava se especificidades da economia brasileira podem sugerir um comportamento diferente, no qual o Real se manteria sobrevalorizado. Na seção abaixo está apresentada uma conclusão geral que vai um passo além e tenta deduzir de que forma irá se completar o processo de depreciação real do câmbio.

V. CONCLUSÃO

O ciclo macroeconômico que se segue a um plano de estabilização baseado em âncoras cambiais já é conhecido: o ciclo se inicia com um boom de consumo, com expansão da demanda agregada, particularmente demanda por importados, relativamente mais baratos graças à apreciação da moeda doméstica; o aumento nas importações não é acompanhado por um aumento proporcional nas exportações, o que leva a economia a uma situação de déficits comerciais e em conta corrente, que precisam ser financiados através da entrada de capital estrangeiro no país; o capital estrangeiro é atraído quanto maiores forem as taxas de juros domésticas, estas são, portanto, aumentadas e/ou mantidas em níveis elevados, o que causa uma redução na ponta da demanda agregada doméstica, reduzindo conseqüentemente as importações. O boom inicial se transforma em recessão, e a pressão exercida pela redução na demanda agregada pode levar a uma deflação.

Em um ciclo de ajuste sustentável, a redução na demanda agregada torna-se um importante mecanismo para garantir a sustentabilidade de uma transição de volta ao equilíbrio de uma taxa de câmbio sobrevalorizada com a manutenção da baixa taxa de inflação obtida inicialmente, no sentido em que a própria pressão baixista exercida pela redução na demanda sobre preços e salários na economia pode reduzir o nível de apreciação cambial. Ou seja, idealmente, a própria recessão pode levar a uma

desvalorização real da taxa de câmbio, trabalhando para ajustar os déficits comerciais através da redução nas importações³⁴.

O Brasil hoje se encontra em algum ponto inicial de recessão no ciclo descrito acima. O programa de estabilidade fiscal anunciado em outubro último objetiva gerar um superávit primário equivalente a 2,6% do PIB em 1999, 2,8% em 2000 e finalmente 3,0% em 2001, através da redução de gastos governamentais, redução do déficit previdenciário (via modificação do Regime Geral da Previdência Social) e elevação das receitas, buscando impedir que as altas de juros mantidas causem uma aceleração ainda maior da taxa de crescimento da dívida pública. Este programa é obviamente recessivo, e economistas tanto da Grécia quanto de Tróia concordam que o ano de 1999 trará uma forte recessão, na ordem de 1% a 3% de redução do PIB, de acordo com os números mais recorrentes na imprensa e entre analistas financeiros.

Esta recessão, associada à contínua queda na inflação, irá conseqüentemente gerar uma desvalorização real do câmbio de algum grau, atendendo à preferência da equipe econômica de não interferir na atual política cambial através de uma grande desvalorização nominal.

É possível que o Governo esteja certo, e que a atual política de pequenas desvalorizações nominais através de ajustes na banda cambial associada à recessão que o país estará atravessando no futuro imediato sejam suficientes para realinhar a taxa de câmbio real sem que haja um grande colapso, e esta é certamente a torcida de todos nós. A eficácia desta política, no entanto, depende ainda de fatores exógenos, como a normalização do mercado internacional de capitais, sem a qual a fuga de capitais irá esterilizar o aporte de recursos externos em sua função de financiar o déficit em conta corrente.

³⁴ Amadeo (1996).

Em face aos dados empíricos colhidos e expostos nos capítulos acima, fica evidente que não existe apreciação sustentável a longo prazo, uma vez que esta pode provocar distorções de preços relativos através da perda de competitividade dos produtos domésticos em relação aos estrangeiros, tanto internamente quanto externamente. A perda de competitividade por sua vez leva a déficits nas transações em conta corrente que precisam ser financiados através do aporte de capitais externos, os quais são atraídos por taxas de juros elevadas, dado um nível de juros internacionais. Estas taxas agem, em última instância como uma restrição monetária. Devido a estes fatores, a única resposta possível para a questão inicial deste trabalho, se especificidades da economia brasileira poderiam sugerir um comportamento diferente, no qual o Real se manteria sobrevalorizado, é um categórico não. Não, o Real não se manterá sobrevalorizado. A moeda irá convergir de volta para seu nível de equilíbrio, aquela capaz de realinhar as transações em conta corrente, de fato, como se observou no capítulo IV, o Real já está sofrendo uma depreciação real.

Dadas as observações acima, eu poderia concluir este trabalho afirmando que a evidência conspira contra a sustentabilidade da atual política cambial brasileira, em grande parte em função da atual deterioração do cenário externo, e que a atual condução da política cambial será no médio prazo abandonada em nome de uma maxidesvalorização. Tal afirmação pode ser sustentada se considerarmos, para efeito de cálculo, que o Real esteja apreciado em cerca de 20%, como faz supor a apreciação real acumulada em relação ao início do plano de estabilização, vista no capítulo IV. Baseada neste nível de apreciação real e na taxa de desvalorização real atingida pela política de bandas deslizantes, de cerca de 7% ao ano segundo estimativas “por alto” de analistas financeiros, seriam necessários entre dois e três anos de manutenção da atual política cambial para reverter completamente a apreciação do câmbio.

Esta estimativa implica em mais dois a três anos de taxas reais de juros elevadas, para garantir o financiamento externo dos déficits em conta corrente, deteriorando ainda mais as contas públicas, o que mina diretamente as medidas do programa de estabilidade fiscal.

Deve-se no entanto fazer outras considerações importantes antes de concluirmos. Primeiramente, de acordo com as experiências analisadas e baseada apenas no nível de apreciação cambial, o Brasil poderia estar de fato à beira de sofrer um colapso cambial, mas o ajuste fiscal que está sendo implementado é muito abrangente e, mesmo no pior cenário, aquele de o Governo não conseguir se ater à todas as medidas previstas, aliado a uma deterioração ainda maior do cenário externo, o ajuste terá no mínimo trabalhado em favor da credibilidade da política cambial.

Tomando-se como comparação os casos do Chile e Israel, que foram vítimas da falta de credibilidade acerca da política econômica, pode-se afirmar que esta manutenção da credibilidade da nossa política cambial pode ser suficiente para nos manter longe da necessidade de incorrer em um desvalorização nominal, visto que no Brasil há relativamente menor rigidez no ajuste dos outros preços relativos do que na economia chilena do início da década de oitenta, além de não haver uma pressão de contratos salariais sobre a determinação da taxa de câmbio como havia em Israel até 1989.

Mesmo que o ajuste não alcance todas as suas metas, a própria manutenção da atual política cambial terá afastado o Brasil do padrão desenhado pelos estudos elaborados acerca de comportamento pós-apreciação, segundo o qual o atual grau de apreciação cambial (continuamos supondo aqui que cerca de 20% é um número razoável para o Real hoje) colocaria o país à beira de uma (maxi)desvalorização, o que não significa que

o Real não irá convergir para seu nível de equilíbrio, mas sim que esta convergência deverá se dar de forma gradual.

Finalmente, *concluding remarks*: se levarmos em conta o alto nível dos juros reais, o volume de reservas internacionais, o processo de saneamento financeiro de bancos estaduais e o acelerado ritmo do programa de privatizações, podemos concluir que, a despeito do fato de as reformas ainda não terem sido completamente aprovadas, o cenário de curto prazo não clama por uma desvalorização.

VI. BIBLIOGRAFIA

AMADEO, Edward J.. “The Knife’s Edge of Exchange Rate Based Stabilization: Impacts on Growth, Employment and Wages”, *Texto para Discussão n° 361*, Departamento de Economia PUC-Rio, Novembro 1996.

BRUNO, Michael, FISCHER, S., HELPMAN, E., LIVIATAN, N. e MERIDOR, L.. “Lessons of Economic Stabilization and its Aftermath”, *MIT Press*, 1991.

BRUNO, Michael e PITERMAN, Sylvia. “Israel’s Stabilization: A Two-Year Review” em BRUNO, Michael e outros, editores. “Inflation Stabilization: The Experience of Israel, Argentina, Brazil, Bolivia and Mexico”, *MIT Press*, 1988.

DORNBUSCH, Rudiger, GOLDFAJN, Ilan e VALDÉS, Rodrigo O.. “Currency crises and Collapses”, *Brookings Papers on Economic Activity*, 2:1995.

EDWARDS, Sebastian. “Real Exchange Rates, Devaluation and Adjustment: Exchange Rate Policy in Developing Countries”, *MIT Press*, 1989.

EDWARDS, Sebastian. “Stabilization with Liberalization: An Evaluation of Ten Years of Chile’s Experiment with Free-Market Policies, 1973-1983”, *Economic Development and Cultural Change* 33:223-49, 1985.

GOLDFAJN, Ilan e VALDÉS, Rodrigo O.. “The Aftermath of Appreciations”, Working Paper nº 5650, *National bureau of Economic Research*. Julho 1996.

MACHINEA, José L.. “Uma Reflexão a Meio Caminho: Dois Anos de Conversibilidade”, em _____. “O Plano Real e Outras Experiências Internacionais de Estabilização”, *IPEA/CEPAL*. Fevereiro 1997.

Dados macroeconômicos conseguidos junto ao BANCO CENTRAL DO BRASIL, à MCM Consultores Associados e ao FMI - Fundo Monetário Internacional.