



# ECONOMIA APLICADA

**VOL. 3 Nº ESPECIAL**

**Março, 1999**

ISSN 1413-8050

## **PLANO REAL — CÂMBIO**

### ***Opções de Política Econômica***

Antonio Delfim Netto

### ***Current Account Balance and the Real Exchange Rate: The Brazilian Case in the Last Two Decades***

Denisard Alves, Vera L. Fava, Simão D. Silber

### ***Os Efeitos Negativos da Política Cambial sobre a Agricultura Brasileira***

Fernando Homem de Melo

### ***A Política Cambial do Plano Real***

João Sayad

### ***Políticas Econômicas e Estabilização no Plano Real***

Joaquim Elói Cirne de Toledo

### ***Plano Real: do Sucesso ao Impasse***

Luiz Gonzaga Belluzzo

### ***O Brasil Depois do Plano Real***

Paulo Nogueira Batista Jr.

### ***Observações sobre o Plano Real***

Persio Arida

### ***O Desequilíbrio Externo e a Taxa de Câmbio***

Ruben D. Almonacid, Gabriel Scrimini

*ea*

# ECONOMIA APLICADA

Vol. 3 - N° Especial

Março 1999

ISSN 1413-8050

DEPTO. ECONOMIA FEA-USP/ FIPE



# ECONOMIA APLICADA

A Revista ECONOMIA APLICADA é uma publicação trimestral do Depto. de Economia da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo e da FIPE - Fundação Instituto de Pesquisas Econômicas.

## Editores:

Carlos Roberto Azzoni (cazzoni@usp.br), Armênio de Souza Rangel (armenio@usp.br), Dante Mendes Aldrighi (aldrighi@usp.br)

## Conselho Editorial:

Affonso Celso Pastore (USP),  
 Antônio Barros de Castro (UFRJ), Cássio F. Camargo Rolim (UFPR),  
 Cláudio Monteiro Considera (UFF), Clélio Campolina Diniz (CEDEPLAR),  
 Denisard C. de Oliveira Alves (USP), Eleutério F. S. Prado (USP),  
 Fernando de Holanda Barbosa (FGV-UFF), Geoffrey J. D. Hewings (University of Illinois),  
 Geraldo Sant'ana de Camargo Barros (ESALQ/USP), Gustavo Maia Gomes (IPEA),  
 José Marcelino da Costa (NAEA/PA), José A. Scheinkman (University of Chicago),  
 Juan Hersztajn Moldau (USP), Marcelo Portugal (UFRGS), Maria José Willumsen (Flórida University),  
 Márcio Gomes Pinto Garcia (PUC/RJ), Mário Luiz Possas (UFRJ), Paulo César Coutinho (UnB),  
 Paulo Nogueira Batista Júnior (FGV/SP), Pierre Perron (Université de Montreal),  
 Pedro Cezar Dutra Fonseca (UFRGS), Ricardo R. Araújo Lima (UnB),  
 Robert E. Evenson (Yale University), Roberto Smith (UFCE), Rodolfo Hoffmann (ESALQ/USP),  
 Rogério Studart (UFRJ), Russell E. Smith (Washburn University), Sérgio Werlang (FGV/RJ),  
 Tomás Málaga (FGV/SP), Victor Bulmer-Thomas (University of London),  
 Werner Baer (University of Illinois), Wilson Suzigan (Unicamp).

**Secretaria:** Rute Neves

**Divulgação:** Maria de Jesus Antunes Soares, Luzia Ribeiro da Silva

**Revisão:** Eny Elza Ceotto (português) e John Milton (inglês)

**Editoração:** Sandra Vilas Boas

**Projeto Gráfico:** Christof Gunkel

**Gráfica:** Gráfica Editora Camargo Soares

## Endereço para correspondência:

Revista de Economia Aplicada  
 Depto. de Economia FEA/USP • FIPE - Fundação Instituto de Pesquisas Econômicas  
 Av. Prof. Luciano Gualberto, 908 • FEÁ I - Ala Rosa - s/16 • Cidade Universitária • São Paulo • SP • CEP 05508-900  
 Fone: (011) 818-6072 • Fax (011) 818-6073 • E-mail: revicap@edu.usp.br • Home Page: www.revicap.com.br

## Assinaturas:

Brasil: R\$ 40,00

Exterior: Individual - US\$ 80,00 • Instituições - US\$ 100,00 (incluído porte aéreo)

A assinatura anual dá direito a 4 números de revista ECONOMIA APLICADA e a eventuais números especiais. A revista também atende a pedidos de exemplares avulsos.

## Nota dos editores

Esse número especial da revista *Economia Aplicada* trata da política cambial do Plano Real. Ele foi concebido em outubro de 1998, quando tornou-se claro, para amplos segmentos da sociedade brasileira, a insustentabilidade da política cambial perseguida pelo Governo Federal e a necessidade de desvalorização da taxa de câmbio, como forma de corrigir o acentuado desequilíbrio externo do Plano Real. A partir de outubro, as expectativas, de muitos segmentos do mercado financeiro, aguçaram-se com relação a uma iminente mudança da política cambial. Naquele momento, as expectativas apontavam para os meses de março e abril de 1999 como data limite para a mudança do regime cambial. No entanto, os acontecimentos precipitaram-se no mês de janeiro, obrigando o Governo Federal a introduzir o regime de livre flutuação da taxa de câmbio.

Em outubro, a editoria da revista *Economia Aplicada* tomou a decisão de organizar o seu primeiro número especial e elegeu como tema a sustentabilidade da política cambial do Plano Real. Na medida em que os acontecimentos passaram a se precipitar a partir de outubro, a editoria da revista desenvolveu um grande esforço para colocar o número especial à disposição de seus leitores o mais rápido possível. Entretanto, a mudança do regime cambial ocorreu antes que a revista estivesse concluída. Portanto, a maioria dos artigos aqui publicados foram concluídos antes da mudança do regime cambial. Os artigos dos professores Pêrsio Arida e Ruben Dario Almonacid começaram a ser escritos antes da mudança e só foram concluídos posteriormente. Da mesma forma, o artigo dos professores Denisard Alves, Simão Silber e Vera Lúcia Fava só foi concluído recentemente. Os demais artigos foram escritos anteriormente.

Dado esse quadro, os artigos aqui publicados despertarão o interesse dos leitores da revista seja por sua qualidade, seja porque espelham o relativo consenso que havia se formado sobre a necessidade da mudança do regime cambial.

## Sumário

<b>Opções de Política Econômica .....</b>	<b>5</b>
Antonio Delfim Netto	
<b>Current account balance and the real exchange rate: the Brazilian case in the last two decades .....</b>	<b>15</b>
Denisard Alves, Vera L. Fava, Simão D. Silber	
<b>Os Efeitos Negativos da Política Cambial sobre a Agricultura Brasileira .....</b>	<b>35</b>
Fernando Homem de Melo	
<b>A Política Cambial do Plano Real .....</b>	<b>47</b>
João Sayad	
<b>Políticas Econômicas e Estabilização no Plano Real .....</b>	<b>61</b>
Joaquim Elói Cirne de Toledo	
<b>Plano Real: do Sucesso ao Impasse .....</b>	<b>79</b>
Luiz Gonzaga Belluzzo	
<b>O Brasil Depois do Plano Real .....</b>	<b>95</b>
Paulo Nogueira Batista Jr.	
<b>Observações sobre o Plano Real .....</b>	<b>109</b>
Persio Arida	
<b>O Desequilíbrio Externo e a Taxa de Câmbio .....</b>	<b>117</b>
Ruben D. Almonacid, Gabriel Scrimini	

Revista Economia Aplicada/Departamento de Economia da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo e Fundação Instituto de Pesquisas Econômicas.

--v. 3, n. especial (1999)-

--São Paulo: FEA/USP-FIPE, 1999-

Trimestral

ISSN 1413-8050

1. Economia. I. Universidade de São Paulo. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade. Departamento de Economia. II. Fundação Instituto de Pesquisas Econômicas.

**CDD - 330**

## **Opções de política econômica\***

Antonio Delfim Netto<sup>§</sup>

### **RESUMO**

Este trabalho identifica e avalia criticamente através de evidências empíricas e teóricas quatro equívocos relevantes da política econômica seguida durante o Plano Real. O primeiro foi a crença de que a moeda forte ajuda a construir uma economia forte; o segundo foi a desconfiança de que a memória de um longo processo inflacionário transfere para os preços todas as desvalorizações provocadas no câmbio; o terceiro diz que num mundo globalizado existem poupanças externas suficientes para financiar qualquer nível de déficit em conta corrente e ; quarto, que o aumento da produtividade da economia brasileira pode ser promovido pela valorização cambial e sua crescente absorção pelas empresas multinacionais. Estas concepções contribuíram para aumentar as limitações impostas pelo setor externo, historicamente a principal restrição da economia brasileira para o desenvolvimento.

**Palavras-chave:** Plano Real, política cambial, contas externas.

### **ABSTRACT**

Through empirical and theoretical evidences, this article identifies and appraises four relevant policy mistakes incurred during the Real Plan. The first mistake was the common belief that strong currency means strong economy; the second, because of the inflationary memory of the recent past, was the fear that devaluation of the exchange rate would be translated fully into price increases; the third error asserts that, in a globalized world, the existence of sufficient foreign savings would finance any level of current account deficit; the fourth misjudgment asserts that the increase of the overall productivity of the Brazilian economy could be pursued by the overvaluation of the exchange rate and by the expanding insertion of the multinational corporations. Those mistakes contributed to increase the foreign constraints, historically the main restraint to Brazilian development.

**Key words:** Real Plan, exchange rate policy, external accounts.

---

\* O autor agradece as observações dos economistas Paulo Yokota, Marcelo Tsuji, Julio Cesar Callegari, e a colaboração da estagiária Cassiana Y. Hayashi Fernandez.

§ Professor aposentado da FEA-USP.

Desde Adam Smith, o objetivo principal dos que se preocupavam com a economia política costumava ser a melhoria do nível de bem-estar da população. Recentemente, os economistas, com sua aparente sofisticação, parecem ter perdido o seu problema.

Nas economias atualmente chamadas de emergentes costumava-se perseguir o máximo de desenvolvimento possível com os recursos disponíveis, observando, simultaneamente: um **equilíbrio interno**, expresso por contas fiscais balanceadas, estabilização da relação dívida/produto em nível razoável, taxas de juros e inflação condizentes com um satisfatório crescimento do produto; e um **equilíbrio externo sustentável** a longo prazo, mediante financiamentos e investimentos estrangeiros e estabilização da relação passivo externo/PIB em níveis aceitáveis.

A restrição externa sempre mereceu a atenção dos responsáveis pela formulação da política econômica nos países emergentes. Nunca se supôs que qualquer déficit externo pudesse ser facilmente financiado pelo sistema financeiro internacional. Nem se acreditava que as empresas multinacionais fossem, por definição, mais eficientes que as locais. Se elas possuíam tecnologias mais competitivas e poderiam estimular a produção interna, não se ignorava que sempre havia um custo a ser pago na sua utilização. Como consequência, atribuíam-se uma elevada importância ao crescimento das exportações, como mecanismo de geração das divisas necessárias para o pagamento das importações e dos encargos decorrentes da utilização das poupanças estrangeiras.

O grande sucesso obtido na implementação do Plano Real fez com que o governo ficasse prisioneiro da estabilidade monetária, que se tornou praticamente o objetivo único, perseguido com taxas de juros escorchantes, impedindo a criação das condições para a recuperação do desenvolvimento.

A ideologia prevalecente entre os principais responsáveis pela política econômica conduziu a alguns equívocos relevantes: 1) que a moeda forte ajuda a construir uma economia forte; 2) que a memória de um longo processo inflacionário transfere para os preços todas as desvalorizações provocadas no câmbio; 3) que no mundo globalizado existem poupanças externas suficientes para financiar qualquer nível de déficit em conta corrente e; 4) que o aumento da produtividade da economia brasileira pode ser promovido pela valorização cambial e sua crescente absorção pelas empresas multinacionais.

Estas concepções contribuíram para aumentar a vulnerabilidade da economia brasileira com relação ao exterior.



Os problemas econômicos enfrentados pelas economias do Sudeste Asiático e da Rússia desencadearam restrições no sistema financeiro internacional, fragilizado pelos excessivos riscos assumidos e pelos descontrolados fluxos financeiros internacionais que não correspondem à evolução da produção e do comércio. Os financiamentos para as economias emergentes acabaram sofrendo uma brusca contração, principalmente para aquelas que apresentavam significativos desequilíbrios em seus fundamentos, como a economia brasileira.

Passou a ser imperativo o ajuste destas economias, começando pela necessidade de reverter seus déficits fiscais. Muitos estudos foram efetuados sobre o assunto. Entre eles, o de Roberto Perotti,<sup>1</sup> baseado em pesquisa de mais de 66 casos de ajuste fiscal em países membros da OECD, indica que somente 14 podem ser considerados de sucesso, ou seja, após três anos a relação dívida/PIB decresceu um mínimo de 5%. Nestes, os esforços foram concentrados principalmente nos cortes das despesas relacionadas com o pessoal público e transferências governamentais e não em aumentos de impostos e cortes de investimentos.

No caso brasileiro, o governo, num entendimento com o FMI, hoje preocupado com a propagação da recente crise pelas Américas, acabou por propor um forte ajuste fiscal concentrado no aumento de impostos com viés antiexportador e na promessa de cortes de verbas orçamentárias. Ele já tinha provocado, nos últimos anos, um brutal aumento da carga tributária, sem conseguir controlar as suas despesas, sobrecarregadas com os juros da dívida pública. De outro lado, o conjunto de medidas tem um forte sentido centralizador, numa economia com ampla diversidade regional, e onde as maiores necessidades estão concentradas nos municípios, principalmente com o aumento do desemprego. São evidentes as tendências recessivas de tais ajustes, além de caminharem na direção oposta da reforma fiscal desejável para aumento da eficiência da administração pública e da economia.

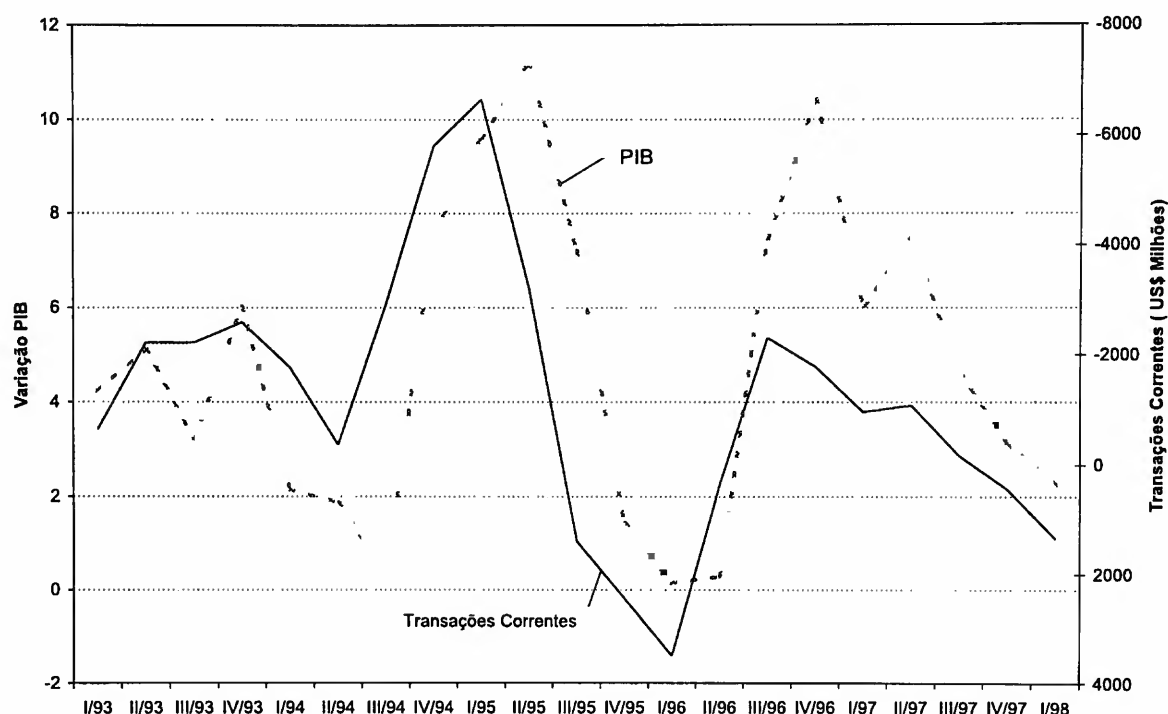
A principal restrição da economia brasileira para o desenvolvimento tem sido, historicamente, a limitação imposta pelo setor externo. A opção pelo ajuste fiscal com uma política monetária contracionista, sem um ajuste cambial, não garante a consistência dinâmica no financiamento do gigantesco déficit externo em contas correntes, principalmente diante do volume já atingido pela dívida pública interna e pelo passivo externo. Esta opção, além de provocar uma forte pressão recessiva, acaba por determinar um horizonte de crescimento econômico extremamente modesto, incompatível com a disponibilidade de mão-de-obra no Brasil.

---

1 Perotti, R. The political economy of fiscal consolidations. *Scandinavian Journal of Economics* 100, p. 367-394, 1998.

Sempre que a economia brasileira encontra limitações no financiamento do seu balanço em conta corrente, dada a falta de crescimento de suas exportações, acaba sendo obrigada a elevar a sua taxa de juros, provocando uma diminuição do seu nível de atividades, o que ocorreu nos últimos anos, como se observa no Gráfico I.

**Gráfico I**  
**Saldo em Transações Correntes & Variação do PIB**



Fonte: IBGE, Bacen.

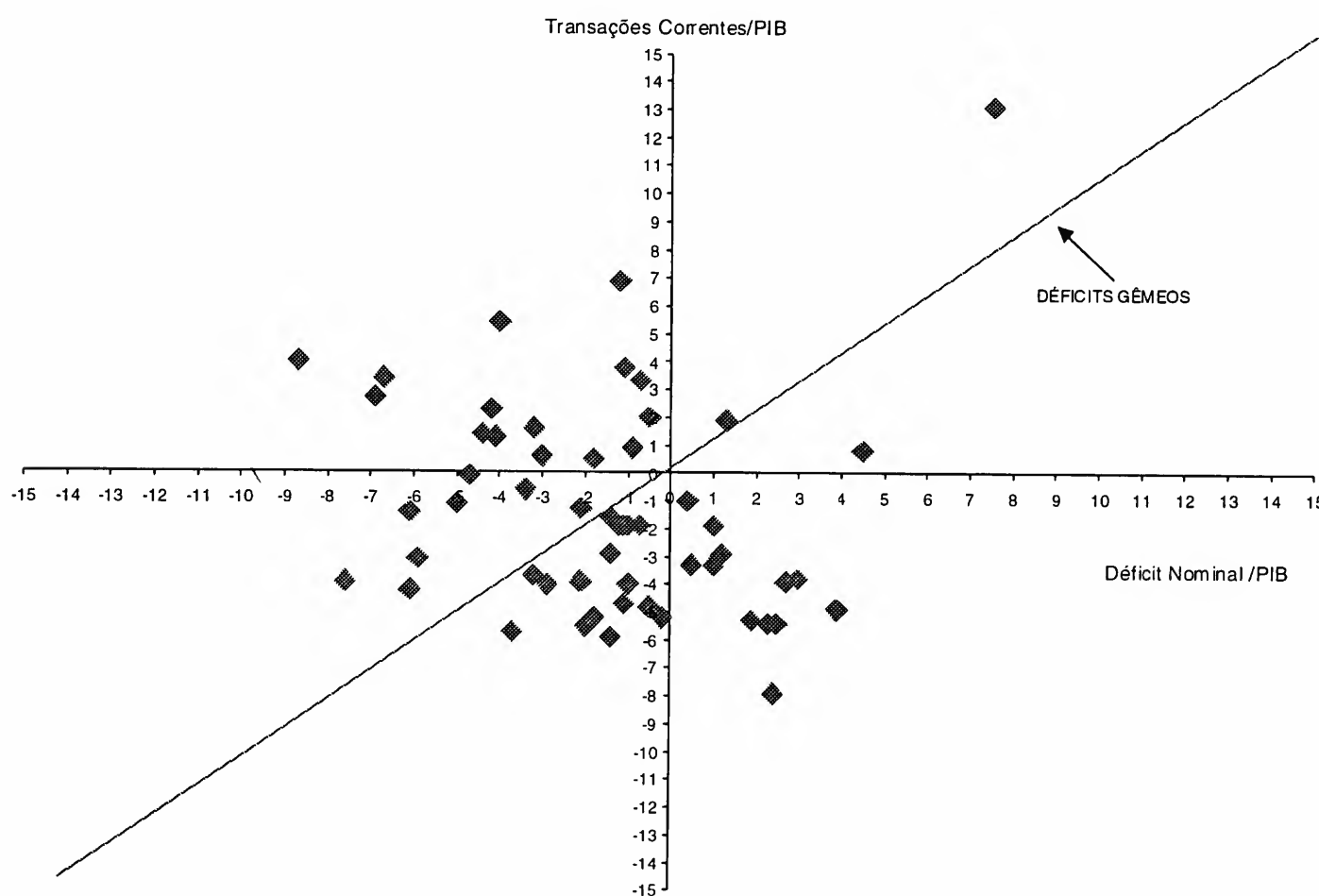
Com base na experiência colhida no Sudeste Asiático, o Banco Mundial apresenta, hoje, uma posição crítica a este tipo de ajuste. O sacrifício imposto aos mais desfavorecidos seria excessivo e, ainda que conveniente para as instituições financeiras internacionais, não garantiria a retomada do processo de desenvolvimento nas economias emergentes e a solução dos seus problemas fundamentais.

A propalada concepção dos “déficits gêmeos”, que ligava os déficits governamentais aos do setor externo, acabou por ser destruída pelos fatos.<sup>2</sup> O caso mais gritante foi o da economia norte-americana, que mesmo com a eliminação do déficit fiscal, em função da

2 A rigor, os déficits gêmeos seriam produzidos por uma identidade contábil. Nela o déficit fiscal deve ser cuidadosamente estipulado devido às exigências da contabilidade nacional. Ele não é o déficit “primário”. Aqui, aproxima-se, grosseiramente, o déficit da definição contábil pelo déficit nominal.

brilhante performance do seu crescimento econômico nos últimos anos, continua registrando os mais altos déficits em conta corrente. Num grande número de outras economias observa-se, igualmente, que não existe uma relação clara entre os dois fenômenos, como pode ser observado no Gráfico II, o que sugere que o ajuste fiscal pode resolver somente parte do problema.

**Gráfico II**  
**Déficit em Transações Correntes/Déficit Fiscal 1996-1997**



Fonte: FMI.

Importantes economistas do passado sempre apontaram que o câmbio valorizado acaba fragilizando a economia, assunto que tem sido retomado recentemente por Paul Krugman. Ainda que a orientação que vem sendo adotada pela equipe econômica proporcione uma significativa vantagem para os credores externos, que se beneficiaram das arbitragens de juros e não correram riscos cambiais até agora, a competitividade externa brasileira ficou muito comprometida nos terceiros países, diante das generalizadas desvalorizações que ocorrem no mundo, notadamente após as crises asiáticas.

O câmbio, além de determinar as relações entre moedas, representa um preço relativo entre os produtos “*tradeables*” e “*non-tradeables*”. A valorização dos setores voltados para o mercado interno os tornam atrativos para novos investimentos, enquanto os orientados para o aumento das exportações acabam sendo desestimulados, agravando o desequilíbrio do setor externo. Todo o fluxo de investimentos externos, inclusive os que adquiriram ativos internos no processo de privatização, tende a aumentar os encargos externos futuros de forma permanente, sem gerar as divisas necessárias para o seu atendimento.

Como a percepção no exterior é de que o Brasil, num momento qualquer, acabará realizando um ajuste cambial, os custos dos financiamentos externos embutem a margem para a sua cobertura, mesmo ela não ocorrendo. Assim, por exemplo, os financiamentos externos acabaram tornando-se mais custosos após o “*default*” da Rússia. Isto resulta em custos totais proibitivos, que são transmitidos para os juros internos pelos mecanismos dos fluxos financeiros e arbitragem internacional. O problema tornou-se mais complexo quando os mercados passaram a preferir a qualidade dos riscos aos ganhos mais elevados.

Os patamares mínimos de juros internos ficaram extremamente elevados, o que é agravado pela existência de arcaicos depósitos compulsórios no Banco Central e cunhas fiscais adicionais que estão sendo impostas pelo governo, aprofundando as tendências recessivas da economia. Na medida em que a dívida pública necessita ser financiada, os recursos do setor privado acabam sendo transferidos para os setores governamentais de menor eficiência no conjunto da economia.

As desvalorizações cambiais provocadas nas mais variadas economias do mundo, em diferentes situações, comprovaram que elas não guardam uma relação com a inflação, como propalado pelo governo. O efeito da flutuação cambial, mesmo quando ela é determinada pelas forças de mercado (e não por uma “desvalorização” arbitrada) é o de modificar na direção oposta o salário real. Não se deve confundir a queda do salário expressa em moeda estrangeira, o salário em dólares, por exemplo, que é importante fator de competitividade, com a queda dos salários reais em moeda nacional. Esta última será determinada pela participação das mercadorias transacionáveis na cesta que define o índice de custo de vida.

Suponha-se, para esclarecer, um salário nominal de 5.000, uma taxa de câmbio inicial de 10% e uma participação dos transacionáveis de 15% no índice do custo de vida. Qual o

efeito de uma modificação de 20% na taxa de câmbio? O salário em dólares cai de 500 (5.000/10) para 417 (5.000/12), uma queda de 17%, mas o salário real em moeda nacional cairá 3% (20% de aumento sobre os 15% de bens transacionáveis), o que levaria a um aumento da taxa de câmbio real de 17%.<sup>3</sup>

Fica evidente que a flutuação cambial não pode produzir efeito se: 1º) os salários nominais na moeda nacional tiverem uma correção automática e imediata pelo custo de vida, porque aí o salário real não pode ser reduzido e a desvalorização se consumirá em inflação; ou 2º) se a transmissão do aumento da taxa de câmbio para os bens não-transacionáveis for integral, o que elevaria todos os preços em 20%. Ora, nenhuma dessas condições existe plenamente, de forma que as manobras cambiais têm os seus efeitos divididos entre um aumento do câmbio real e um aumento dos preços. A repartição entre eles depende não apenas do mercado de trabalho mas também das políticas monetária e fiscal.

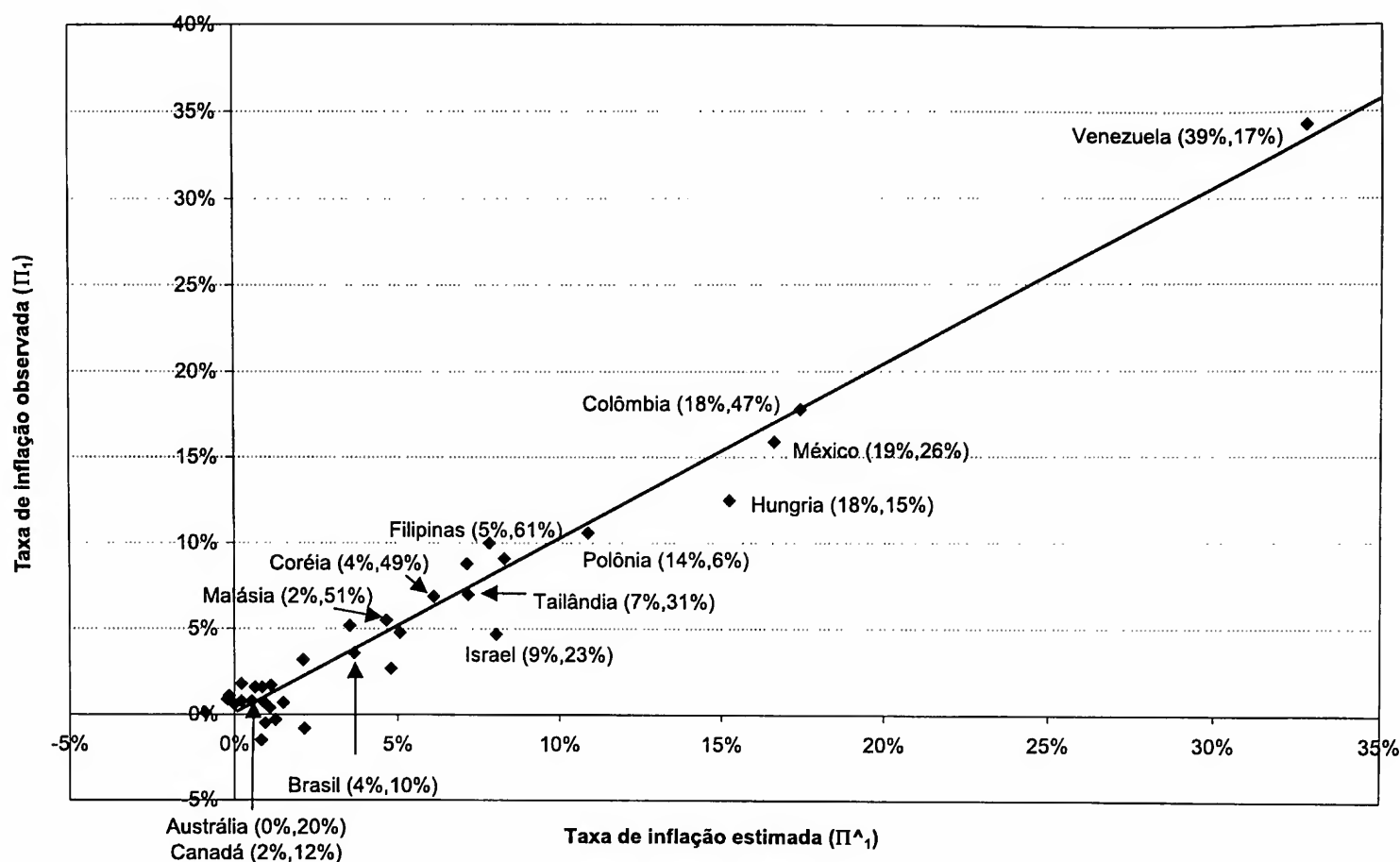
Há hoje uma tendência generalizada de queda da inflação que absorve parte dos efeitos das desvalorizações cambiais. A Venezuela, com uma inflação de 39% em julho de 1997, desvalorizou 17% e em outubro de 1998 sua taxa de inflação era menor. Algo parecido aconteceu com a Colômbia, que com uma taxa de inflação de 18% desvalorizou 47% e a inflação permaneceu a mesma. Israel, com uma inflação de 9%, desvalorizou 23% e a inflação caiu.

Tomando-se uma amostra de 34 países entre julho de 1997 e outubro de 1998, representada no Gráfico III, chega-se a uma fórmula na qual a taxa de inflação anual no fim do período pode ser aproximada pela soma de 83% da taxa de inflação do início do período com 7% da desvalorização realizada no período. Essa amostra exclui Rússia e Indonésia, onde o problema foi político, assim como a Índia e a Turquia (que tiveram condições especiais), mas inclui todos os asiáticos. No caso do Brasil, por exemplo, a inflação inicial era de 4,4% e a desvalorização no período de 10%. A fórmula chega à inflação final de 3,7% (83% da inflação inicial mais 7% da desvalorização), que se compara com a inflação observada de 3,6%.

---

3 Uma análise mais sofisticada pode ser vista em Buiter, W. *Principles of budgetary and financial policy*. 1990, p. 445.

**Gráfico III**  
**34 Países - Julho 97/Outubro 98**  
**Inflação Estimada = 83 % (inflação inicial) + 7 % (desvalorização cambial)**



Fonte: The Economist.

Os recentes estudos da Cepal<sup>3</sup> acabaram por mostrar, também, que o crescimento da produtividade nos diversos setores econômicos não ocorre pela penetração dos investimentos externos. O fenômeno que provocou maior concorrência no mercado interno brasileiro, antes fortemente protegido, foi a abertura para o exterior, com as significativas baixas das tarifas de importação, até de forma unilateral e descuidada. Agora, diante dos déficits comerciais insustentáveis, estão sendo implementadas medidas restritivas de importação. No futuro, estas novas dificuldades acabarão por criar limitações para a expansão das exportações, porque todo “imposto ou restrição sobre as importações são um imposto sobre as exportações”

Ainda que a economia mais globalizada tenha acirrado a concorrência internacional, o Brasil já deu mostras, no passado, da flexibilidade que possui para adaptar-se às novas

<sup>3</sup> Bielchowsky, R. (coord.). *Investimentos na transição brasileira dos anos 90*. Brasília: CEPAL, 1998.

condições vigentes. Os seus empresários são capazes de mobilizar os fatores de produção disponíveis e responder aos desafios que são colocados pela política econômica. E na medida em que muitos destes fatores estão ociosos, existem amplos espaços para o aumento da produção e da produtividade, com baixos custos sociais. Basta que as opções corretas de política econômica sejam adotadas.





# **Current account balance and the real exchange rate: the Brazilian case in the last two decades**

Denisard Alves  
Vera L. Fava  
Simão D. Silber<sup>§</sup>

## **ABSTRACT**

This paper focus on the existence of a long-term equilibrium between real exchange rate and current account balance. It applies a structural model to understand the relationship among the movements of current account deficit, real exchange rate, national income and world trade. Thus, it will be possible to test for a long-run relation among these variables movements as well as the short-term disequilibrium effects on the current account deficit. The empirical part of this paper applies the Johansen procedure with the objective to find cointegration relations among the variables mentioned. This analysis will permit to separate long-run relation from short-term dynamics in such a way as to permit to understand the impact of shocks on the equilibrium relation among the variables.

**Key words:** exchange rate, Real Plan, stabilization, trade deficit.

## **RESUMO**

Este estudo analisa a existência de um equilíbrio de longo prazo entre a taxa real de câmbio e a conta de transações correntes do balanço de pagamentos. Foi aplicado um modelo estrutural para entender a relação entre o déficit em transações correntes, taxa real de câmbio, renda nacional e comércio mundial. Assim, foi possível testar a relação de longo prazo entre essas variáveis bem como os efeitos do desequilíbrio de curto prazo no déficit em conta corrente. A parte empírica aplica a metodologia de Johansen com o objetivo de encontrar as relações de cointegração entre as variáveis mencionadas. Esta análise permite separar a relação de longo prazo da dinâmica de curto prazo de modo a permitir o entendimento do impacto de choques no equilíbrio dessas variáveis.

**Palavras-chave:** taxa de câmbio, Plano Real, estabilização, déficit comercial.

---

<sup>§</sup> Department of Economics, University of Sao Paulo, Brazil.

## 1 Introduction

The relationship between the exchange rate and the current account balance has been an important topic of empirical research. Recent events in the world economy beginning with the Mexican crisis of 1994 and followed by the Asian turmoil of 1997 and the Russian default on the domestic and foreign debt in 1998, led to additional questioning about devaluation of currencies as a tool to correct trade unbalances. The preoccupation in the literature has been with each issue separately. Many studies on the exchange rate have only relied upon the purchasing power parity conditions. (Abuaf and Jorian, 1990; Cheung and Lai, 1993; Baxter, 1994; Alves, Cati and Fava, 1997; Edison, Gagnon and Melick, 1997; and Lothian, 1997)

The overvaluation of the Brazilian currency increased sharply after the 1994's "Real Plan", due to the use of a exchange rate "anchor" to curb inflation. Similar to other stabilization attempts based on the exchange rate, the current account deficit soared leaving the country vulnerable to speculative capital movements.

Brazil in recent months appeared as one more emerging market entering in the turmoil of currency confidence. From September 1997 to November 1997 close to US\$ 30 billions were spent to defend the currency against speculative attacks. The preoccupation with current account balance and exchange rate entered the research agenda. The determination of the real exchange rate and trade balance became an important issue to be addressed as trade unbalance and exchange rate overvaluation entered the political and economic debate. The down turn in stock exchange market prices and short term capital movement have led to increasing worries about the capacity of Brazil and other Latin American countries to defend their currencies. The capital inflow requirements to close huge deficits in current account were reaching insurmountable magnitudes. Developed countries, worried with possible impediments to trade, started to make arrangements to supply the necessary capital inflow to finance the external deficits under an agreement with the IMF, under the traditional conditionalities necessary to cut excess demand for foreign exchange and to maintain exchange rate policies in such a way as to prevent large movement in exchange rates.

In the research arena a recent work by Pastore, Blum and Pinotti (1998) attempts to shed light on the exchange rate impact on trade deficit looking on short run movements of real exchange rate and its impact on Brazilian trade.

This paper focus on the existence of a long-term equilibrium between real exchange rate and current account balance. Specifically, it applies a structural model to understand the

relationship among the movements of current account deficit, real exchange rate, national income and world trade. Thus, it will be possible to test for a long-run relation among these variables movements as well as the short-term disequilibrium effects on the current account deficit.

The empirical part of this paper applies the Johansen procedure with the objective to find cointegration relations among the variables mentioned. This analysis will permit to separate long- run relation from short-term dynamics in such a way as to permit to understand the impact of shocks on the equilibrium relation among the variables.

## 2 Current account balance and the real exchange rate

Brazil started to face growing current account deficits after 1994. It coincides with the beginning of the stabilization program which was based in the exchange rate overvaluation to keep inflation down. As a price stabilization program the Real Plan, as it became known, was a success. For the first time in fifty years inflation rates were bellow the two digit mark. However current deficits soared. Figure 1 presents the current account deficit and the real exchange rate behavior. It is possible to observe a down turn of real exchange rate followed by a growing current account deficit after the middle of 1994.

Figure 1 shows a pattern of current account balance and real exchange rate where deficits coincides with appreciation of the currency. Starting in the third quarter of 1994 the deficit was growing and the currency was appreciating. Before that, Brazilian current account was characterized by surpluses with short periods of deficits of small magnitude. It is clear that after the Real Plan, the Brazilian current account presented growing deficits and at the same time the exchange rate appreciated when compared to the exchange rate before the third quarter of 1994.

Under quasi-fixed exchange rate - the main anchor for the stabilization program - the necessary foreign capital requirements grew steadily and high domestic interest rates were the tool to maintain a steady inflow of foreign capital. The program ran smoothly until the Mexican crisis of 1994 when some adjustment in the stabilization program was implemented. Domestic interest rate went up and some restriction on imports were imposed. The nominal exchange rate was devaluated at a faster rate but still not enough to compensate for the difference between domestic and external inflation rate. The second round of problems began with the Asian and Russian exchange rate crisis of 1997/1998. The successive exchange rate crisis in emerging countries brought about a reshuffling of capital movements due to increasing risk of currency devaluation.

Figure 2 presents a schematic view of the current account of Brazil's balance of Payment.  $txc_0$  can be interpreted as the exchange rate after the Real program. It is an exchange rate out of equilibrium. The equilibrium exchange rate is  $txc_1^e$

Figure 1

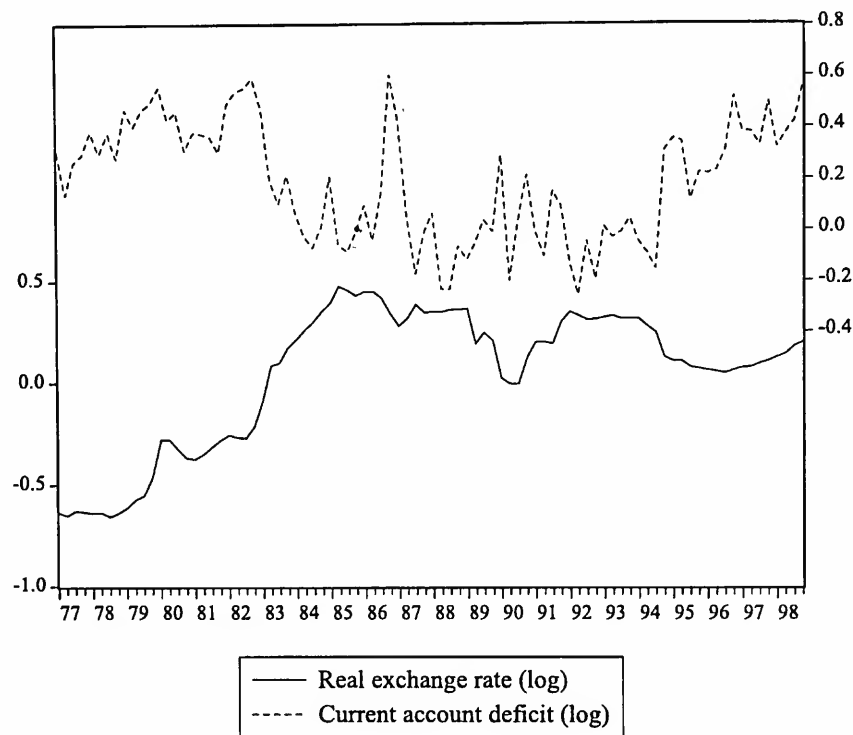
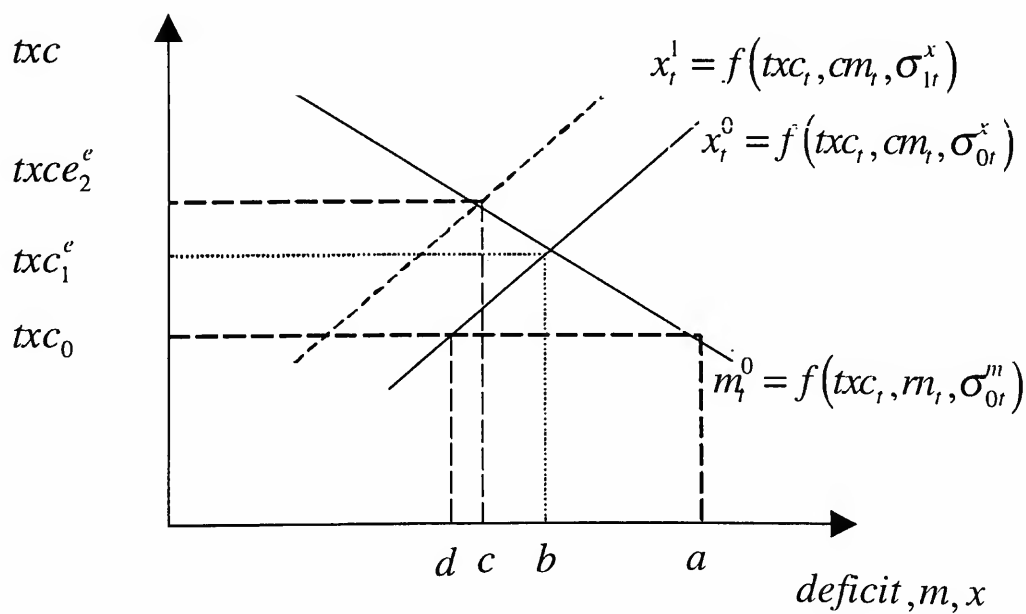


Figure 2



At the  $txc_0$  exchange rate the demand for foreign exchange is larger than the quantity supplied by the  $da$  amount. Before July 1994 the exchange rate was closer to the equilibrium exchange rate. The stabilization program brought an increasing overvaluation of the currency. The result was increasing deficits in current account. Before the Mexican crisis there were enough financial capital to finance the current account deficits and at the same time reserves were increasing. But the advent of the international crises in Asia and Russia increased the risk of devaluation and capital losses in emerging markets and led to the need for very high domestic interest rate in order to attract foreign capital to finance the current account deficit. Beginning in September of 1998, the outflow of foreign capital started to be larger than the inflow, reducing foreign reserves and leading to a IMF rescue package in order to reestablish the confidence in the Brazilian currency. In Figure 2 this new situation is depicted by the shift in the supply of foreign exchange from  $x_i^0$  to  $x_i^1$ . This movement can be interpreted as if the argument of the supply of foreign exchange,  $\sigma_i$ , had shifted. This shift is given by the movement of  $\sigma_i$ , from  $\sigma_i^0$  to  $\sigma_i^1$ . The net outcome of the world financial markets turmoil can be interpreted by the movement of the supply of foreign currency from  $x_i^0$  to  $x_i^1$  due to an increase in risk leading to a smaller quantity of foreign currency to be supplied for the same exchange rate and same level of interest rate. In Figure 2 this result is represented by a higher current account deficit for the undervalued and still overvalued exchange rate and for the same level of interest rate. The recent past has shown that there is a limit for the effectiveness of interest rate rising to cope with current account deficits in a high-risk environment. The IMF agreement seems to confirm this hypothesis. High interest rate is a strong tool to reduce domestic demand and thus to lower import demand; however, it seems to be ineffective after a certain level to attract foreign capital. Figure 2 is an exercise in comparative static. It has no dynamics. It helps to understand reality but it assumes that only one variable would change at each time. The reality is dynamic. The nominal exchange rate moves, as well as domestic and external prices. World commerce, represented by the  $cm_i$  variable as well as the domestic income represented by the  $rn_i$  variable also move, in general rising their values over time. The new equilibrium exchange rate is given by  $txc_2^e$  which shows a higher equilibrium exchange rate than the original one. At this new equilibrium the deficit would be higher than the starting one,  $da$ . After the adjustment to the new external market conditions the deficit will rise to  $fa$ . One might ask if this deficit is too large. The answer to this question is very simple and there is another question: Is there a way to finance it sustainable? If there is a way it is not too large. In other words if at a reasonable level of interest rate there is a way to finance the current account deficit without increasing the Brazilian external vulnerability, then it is not too large. In the

Brazilian case it seems that the ceiling for interest rate has been reached and there is no way to finance current account deficit - in the short run - outside the IMF framework.

Another obvious tool that can be used to curtail current account deficit is through exchange rate devaluation. It is clear in Figure 2 that a change in real exchange rate to make it closer to the equilibrium exchange rate  $txc_2^e$ , would reduce the current account deficit to a manageable amount. The deficit can even disappear when the equilibrium exchange rate is reached. It seems a sensible policy to be followed however there are strong arguments against exchange rate devaluation.

The real exchange rate is defined as the nominal exchange rate times the foreign price level and divided by the domestic price level. Under the assumption that price levels - external and domestic- are given, a nominal depreciation of the currency will lead to depreciation in real terms of the Real. A depreciation of the real exchange rate affects the trade balance and the current account balance through the following mechanism:

Decrease in import expenditure: depreciation makes foreign goods more expensive in the domestic market leading to a shift in domestic demand toward the domestic goods and away from imports. The relative price of imports increases and domestic income decreases, both reducing imports.

Increase in export revenue: the change in relative prices, will make domestic goods relatively cheaper abroad making foreigners to buy more domestic goods. In other words it improves the competitiveness of the domestic goods abroad. Besides that, the reduction of the domestic absorption will lead to higher exports ("vent for surplus" type of result).

Service payments abroad decrease, since now, profits, dividends, international travels and other remittances to the rest of the world are more expensive in the domestic currency.

The model up to now do not take into account the dynamic of the adjustment of the current account balance following a real depreciation of the exchange rate. It is time to introduce it. Let us return to the effects of the exchange rate devaluation on the current account balance. If the Marshall-Lerner condition<sup>1</sup> holds, devaluation would lead to an improvement in the current account balance. But these effects are not instantaneous. They

---

<sup>1</sup> See Blanchard (1997).

take time. For instance, let us look at the possible dynamic effects of a 10% devaluation of the exchange rate in Brazil. In the first months following the depreciation, the effects of the depreciation is likely to reflect much more in prices than in quantities.<sup>2</sup> The domestic prices of imports would go up and the price of Brazilian exports in abroad would go down measured in foreign currency. But the quantity of exports and imports is likely to adjust at a slower pace: it takes some time for consumers to realize that relative prices have changed, it takes a while for firms to find cheaper suppliers and so on. Thus depreciation might in the beginning lead to a deterioration of the current account balance;  $txc$  changes, but neither  $x$  or  $m$  adjusts very much initially, leading to an increase in the deficit.

As time goes on, the effects of the changes in the relative prices of imports and exports became stronger. The response of the quantities of exports and imports eventually becomes stronger than the adverse price effects and the overall result of the depreciation is to reduce the current account deficit. In Figure 1 it can be seen that the real exchange rate has similar movement than the external deficit: the appreciation was associated with a large deterioration of the current account balance after July of 1994 when the Real stabilization program started, and the depreciation after 1983 was followed by the accumulation of current account surplus. The response of the external deficits to changes in real exchange rate is not necessarily instantaneous. Lags in the response of the external deficits to changes in real exchange rate are usual. The empirical part to be presented next is an attempt to introduce dynamics in the analysis of the current account deficit and the exchange rate as a tool to promote adjustment in the Brazilian Balance of Payment.

### 3 Empirical evidence

The empirical verification of a long-term equilibrium relationship among the variables related to the balance of current account is achieved by means of cointegration analysis. The variables considered here are:

---

2 The price of imported goods may not go up by the full amount of the exchange rate devaluation. The importers may have contracts to deliver at some agreed upon real price, they might decide to pass along only a part of the real depreciation and take a reduction on their profit margins. The same logic is valid for exports. We abstract from these problems in this paper.

$DEF_t$  - the deficit in current account is the ratio of the exit of exchange values (goods and services imported plus unilateral transferences) to the entrance of exchange values (goods and services exported plus unilateral transferences);

$RER_t$  - the real exchange rate that corresponds to the nominal rate deflated by IPC-Fipe and inflated by the American CPI;

$GDP_t$  - the Brazilian gross domestic product;

$WTR_t$  - the amount of international trade of the rest of the world.

As there are more than two variables, the procedure proposed by Johansen (1988) will be used, instead of that presented previously by Engle and Granger (1987).

The Johansen method applies to a vector  $X_t$  that contains  $N$  variables integrated of order 1 -  $X_t \sim I(1)$  - and there will, therefore, be cointegration if it is possible to obtain more than one and less than  $N$  linear combinations of these variables that produce a stationary series. In this case, vector  $X_t$  will be cointegrated of order (1,1) -  $X_t \sim CI(1,1)$ . Thus, to implement the procedure it is necessary to test the hypothesis that  $X_t \sim I(1)$ , that is, that all the series contained in the vector have a unit root. Once this condition is met, the existence of cointegrating vectors is tested.

In this article,  $X_t = \{DEF_t, RER_t, GDP_t, WTR_t\}$ . All variables are expressed in logarithms. Quarterly data was utilized and include the period that extends from the first quarter of 1977 to the last quarter of 1998. In order to check the eventual impact of the Real Plan on the long-term relationship among those variables, the period before its implementation is also analyzed.

To test the existence of a unit root, the ADF tests proposed by Dickey and Fuller (1979, 1981) and Said and Dickey (1984) were used. These tests consist in estimating equation (1) by ordinary least squares and the hypothesis of a unit root, indicated by  $H_0: \gamma = 0$ , is tested by means of the t-statistic referring to  $\hat{\gamma}$ :

$$\Delta y_t = \alpha + \beta t + \gamma y_{t-1} + \sum_{i=1}^k \delta_i \Delta y_{t-i} + \varepsilon_t \quad (1)$$

where  $y_t$  is the series whose stationarity is being tested and  $\varepsilon_t$  is a white noise. The estimator  $\hat{\gamma}$  no longer has standard distribution and the appropriate critical values can be found in



Fuller (1976) and MacKinnon (1991). The intercept and trend can be excluded from equation (1) if they are not statistically significant.<sup>3</sup>

The application of the ADF test to the four series that compose vector  $X_t$  produced the results contained in Table 1. The intercept and trend were significant only for variable WTR. The appropriate number of lags ( $k$ ) for each case was defined based on the significance of the highest lag, starting from  $k_{max} = 12$ , and on the autocorrelation of the residuals.

Adopting a 5% significance level, the hypothesis of a unit root is not rejected for any of the variables analyzed. The next step is to verify whether they have only one unit root. For this, the procedure proposed by Dickey and Pantula (1987) is used, as the application of the ADF test to the first difference of the variables is not valid from the statistical viewpoint.

Dickey and Pantula (1987) adopt the ‘general-to-specific’ strategy. The first hypothesis to be tested is  $H_0: d = r$ , that is, there are at most  $r$  unit roots. Keeping in mind that the non-stationary economic series are, in general, integrated of order 1 or 2, it is reasonable to initiate the test taking  $r = 2$ . Thus, the first step has the following hypotheses:  $H_0: d = 2$  and  $H_a: d = 1$ . To test them, equation (2) is estimated by ordinary least squares and the equivalent hypotheses become  $H_0: \beta_1 = 0$  and  $H_a: \beta_1 < 0$ . The test statistic is  $t$  calculated for  $\hat{\beta}_1$  here denominated  $t_1$ , and the critical values are the same utilized in the ADF test.

$$\Delta^2 y_t = \beta_0 + \beta_1 \Delta y_{t-1} + \varepsilon_t \quad (2)$$

If the null hypothesis is rejected, the last step of the procedure is to test  $H_0: d = 1$  against  $H_a: d = 0$ . Equation (3) is now estimated and the hypotheses tested are  $H_0: \beta_2 = 0$  and  $\beta_1 < 0$  against  $H_a: \beta_2 < 0$  and  $\beta_1 < 0$ . The test statistics are  $t$  calculated for  $\hat{\beta}_1$  and  $\hat{\beta}_2$ ,  $t_1$  and  $t_2$ , respectively.

$$\Delta^2 y_t = \beta_0 + \beta_1 \Delta y_{t-1} + \beta_2 y_{t-1} + \varepsilon_t \quad (3)$$

The results of the second step of the Dickey and Pantula test are also found in Table 1. In the first step, the hypothesis of two unit roots is rejected for all variables because the  $t_1$

3 Dickey and Fuller (1981) present the tests for a and b and the corresponding tables of critical values. Enders (1995) suggests a sequence for the realization of the tests with respect to the deterministic terms of equation (1).

statistics are lower than the corresponding critical values.<sup>4</sup> In the second step this result is maintained and the  $t_2$  statistics are higher than the critical values, which leads to the non-rejection of the null hypothesis in this step, that is, the series in question have only one unit root.

**Table 1**  
**Unit Root Tests**

series and period	Augmented Dickey-Fuller test			Dickey-Pantula test	
	model	lags	$t$ statistics	$t_1$ statistics	$t_2$ statistics
DEF					
1977:1-1998:4	Without trend or intercept	3	-0.9656	-9.8880	-2.7217
1977:1-1994:2	Without trend or intercept	3	-1.4605	-9.3897	-2.1121
RER					
1977:1-1998:4	Without trend or intercept	10	-1.8436	-6.7338	1.5067
1977:1-1994:2	Without trend or intercept	10	-1.5713	-6.0467	1.5037
GDP					
1977:1-1998:4	Without trend or intercept	12	1.6797	-10.9113	-1.1585
1977:1-1994:2	Without trend or intercept	12	1.2192	-9.1309	-1.8309
WTR					
1977:1-1998:4	With trend and intercept	12	-3.3938	-17.8175	4.9269
1977:1-1994:2	With trend and intercept	12	-3.1456	-15.6008	4.4528

Note: The variables are expressed in logarithms. At the 5% significance level, none of the null hypotheses of one unit root are rejected and the null hypotheses of two unit roots are rejected. The critical values are from MacKinnon (1991).

Once the unit root tests indicated that vector  $X_t$  is  $I(1)$ , the hypothesis that its variables are cointegrated is tested, following the Johansen procedure, which begins with a VAR (Vector Auto-Regression) specification for  $X_t$ , as proposed by Sims (1980). Equation (4) represents a VAR(p) model

$$X_t = \Pi_1 X_{t-1} + \Pi_2 X_{t-2} + \dots + \Pi_p X_{t-p} + \Psi D_t + \varepsilon_t \quad (4)$$

<sup>4</sup> The values of  $t_1$  statistics were very similar to those obtained in the second step.

where  $D_t$  is a matrix of deterministic terms and  $\varepsilon_t$  is a vector with distribution  $N_p(0, \Omega)$ . Equation (4) can be rewritten as

$$\Delta X_t = \Pi X_{t-1} + \Gamma_1 \Delta X_{t-1} + \Gamma_2 \Delta X_{t-2} + \dots + \Gamma_{p-1} \Delta X_{t-p+1} + \Psi D_t + \varepsilon_t \quad (5)$$

where  $\Gamma_i = -\sum_{j=i+1}^p \Pi_j$ ,  $i = 1, 2, \dots, p-1$  and  $\Pi = -\Pi(1)$

The cointegration issue is decided based on the rank of  $\Pi$ . There are three possible situations: *i*) if  $0 < [\text{rank}(\Pi) = r] < N$ , the variables in  $X_t$  cointegrate; *ii*) if  $\text{rank}(\Pi) = 0$ , there is no cointegration; *iii*) if  $\text{rank}(\Pi) = N$ , the variables in  $X_t$  are not  $I(1)$ , as initially supposed, but rather stationary.

Johansen (1988) proposed an estimator of maximum likelihood for the factorization of  $\Pi$ , subject to the restriction that the matrix has reduced rank. Supposing that  $D_t$  contains only the intercept and trend, equation (5) can be expressed as

$$\Delta X_t = -\alpha\beta' X_{t-1} + \Gamma_1 \Delta X_{t-1} + \Gamma_2 \Delta X_{t-2} + \dots + \Gamma_{p-1} \Delta X_{t-p+1} + \mu + \delta t + \varepsilon_t \quad (6)$$

where  $\mu = \alpha\mu_1 + \alpha_1\mu_2$  and  $\delta = \alpha\delta_1 + \alpha_1\delta_2$ ;  $\beta$  is a matrix ( $N \times r$ ) that contains in its columns the cointegrating vectors and  $\alpha$  is the adjustment matrix, also ( $N \times r$ ). Equation (6) is known as VEC (Vector Error Correction) model.

The rank of  $\Pi$  is equal to the numbers of eigenvalues different from zero given by

$$|\lambda S_{11} - S_{10}S_{00}^{-1}S_{01}| = 0, \quad S_{ij} = T^{-1} \sum_{t=1}^T R_{it}R'_{jt} \quad \text{for } i, j = 0, 1, \quad R_{0t} \text{ and } R_{1t} \text{ are, respectively, the}$$

residuals of the regressions of  $X_t$  and  $X_{t-1}$  against  $\Delta X_{t-1}, \Delta X_{t-2}, \dots, \Delta X_{t-p+1}$ .<sup>5</sup> Putting the

eigenvalues in increasing order ( $\hat{\lambda}_1 > \hat{\lambda}_2 > \dots > \hat{\lambda}_N$ ), the corresponding eigenvectors are

$\hat{W} = \{\hat{W}_1, \hat{W}_2, \dots, \hat{W}_N\}$  normalized by  $\hat{W}' S_{11} \hat{W} = I$ . The estimator of maximum likelihood of  $\beta$

is then given by  $\hat{\beta} = \{\hat{W}_1, \hat{W}_2, \dots, \hat{W}_r\}$  and that of the adjustment matrix  $\alpha$  is  $\hat{\alpha} = -S_{01}\hat{\beta}$

5 For more details on the procedure, consult Johansen (1988, 1995).

Two cointegration tests are formulated by Johansen. The first tests the hypothesis that there are at most  $r$  cointegrating vectors; the test statistic, called the trace statistic, is given

by  $\eta(r) = -T \sum_{i=r+1}^N \ln(1 - \hat{\lambda}_i)$  In the second test, the hypothesis is that there are exactly  $r$  cointegrating vectors; the test statistic, now referred to as the maximum eigenvalue, is  $\zeta(r) = -T \ln(1 - \hat{\lambda}_{r+1})$  The critical values for both tests were tabulated by Johansen (1988), Johansen and Juselius (1990), and Osterwald-Lenum (1992).

Therefore, according to the Johansen procedure, the variables in  $X_t = \{DEF_t, RER_t, GDP_t, WTR_t\}$  will be cointegrated if there is at least 1 and at most 3 cointegrating vectors.

Before applying the cointegration test to the series in analysis, the models orders were determined by means of the estimation of VAR's of orders varying from 1 to 6. The Schwarz and Hannan-Quinn information criteria as well as the joint significance test of the coefficients associated to the largest lag of  $X$  present in each model<sup>6</sup> selected  $p = 3$  as the most appropriate order for the VAR for both periods. However, the residuals were not normally distributed, particularly due to an outlier in the *DEF* series. This outlier occurred in the fourth quarter of 1986 and first quarter of 1987, due to a drastic reduction in the amount of exports. It was decided then to place a dummy variable to capture the outlier effect. When redoing the estimation of the VAR models, the problem of non-normality of the residuals had been corrected and the models orders indicated by the criteria mentioned continued to be 3. So, the models with dummy were adopted, keeping in mind that the critical values of the cointegration tests are no longer completely valid when the model has deterministic variables other than the intercept and trend.

The inclusion of the intercept and trend was defined based on the *Pantula principle*.<sup>7</sup> The specification selected has only the intercept within the cointegrating vector.

The results referring to the model for 1977:1 to 1998:4 are found in Table 2. Neither the trace statistic nor the maximum eigenvalue reject the existence of one cointegrating vector at the 1% significance level. For the 1977:1-1994:2 period, the results can be observed in Table 3. In the latter period, the maximum eigenvalue statistic does not reject the hypothesis of only one cointegrating vector at the 1% significance level, while the trace statistic leads to the existence of two cointegrating vectors at the 5% significance level.

6 See Hatanaka (1996) and Lütkepohl (1991).

7 See Harris (1995).

**Table 2**  
**Johansen Cointegration Test - 1977:1 to 1998:4**

H <sub>0</sub> : there are $r$ cointegration vectors	eigenvalue	test statistics	
		Maximum eigenvalue	Trace
$r = 0$	0.370091	39.29**	64.54**
$r \leq 1$	0.140664	12.39	24.95
$r \leq 2$	0.085567	7.60	12.56
$r \leq 3$	0.054555	4.96	4.96

Note: \*\* denotes the rejection of H<sub>0</sub> at the 1% significance level. The critical values are from Osterwald- Lenum (1992).

**Table 3**  
**Johansen Cointegration Test - 1977:1 to 1994:2**

H <sub>0</sub> : there are $r$ cointegration vectors	Eigenvalue	test statistics	
		Maximum eigenvalue	Trace
$r = 0$	0.443546	39.27**	76.83**
$r \leq 1$	0.269756	21.06	37.56*
$r \leq 2$	0.151211	10.98	16.50
$r \leq 3$	0.078998	5.51	5.51

Note: \* and \*\* denote the rejection of H<sub>0</sub> at the 5% and 1% significance level, respectively. The critical values are from Osterwald-Lenum (1992).

The cointegration tests indicate, therefore, that there is a long-term equilibrium relationship between the current account deficit, real exchange rate, gross domestic product, and the international trade of the rest of the world, in both periods analyzed.

The cointegrating vectors, normalized for the variable DEF, as well as the adjustment coefficients are reproduced in Table 4. All the components of the cointegrating vector present the expected sign: increases in the real exchange rate and in the international trade of the rest of the world lead to a reduction in the current account deficit, while an increase in the gross domestic product exerts the opposite effect. All are also significant at the 1% level. As can be seen, the implementation of the Real Plan, anchored in the exchange rate, did not cause substantial changes in the cointegration vector.

**Table 4**  
**Standardized Eigenvectors and Coefficients of Adjustment**

series	1977:1 to 1998:4		1977:1 to 1994:2 <sup>#</sup>	
	$\beta$	$\alpha$	$\beta$	$\alpha$
DEF	1.0000	-0.2567	1.0000	-0.3209
RER	0.8158	0.0719	0.8919	0.1060
GDP	-2.2389	0.0119	-2.7915	0.0241
WTR	0.4128	-0.0100	0.5727	-0.0198
constant	4.8196		5.2695	

<sup>#</sup> First cointegration vector.

Weak exogeneity tests<sup>8</sup> performed for the variables in  $X_t$  did not reject the hypothesis that only GDP and WTR are weak exogenous. Therefore, the short-run adjustments to deviations from the long-run relationship are achieved by means of both DEF and RER. The speed of adjustment is higher for the variable DEF and for the period before the Real Plan. As RER is not weak exogenous in relation to DEF, it is not correct to estimate a model for this variable, conditional on RER, as done in various empirical works.

It is worth stressing that the values of the coefficients of the cointegrating vector should not be interpreted directly as a measure of the impact of the innovations of each variable isolated from the rest. As Lütkepohl (1991) states, these coefficients do not take into account the relationships between the variables, expressed in the VAR model. Thus, a more appropriate way to evaluate the impact of the innovations is given by the impulse response function.

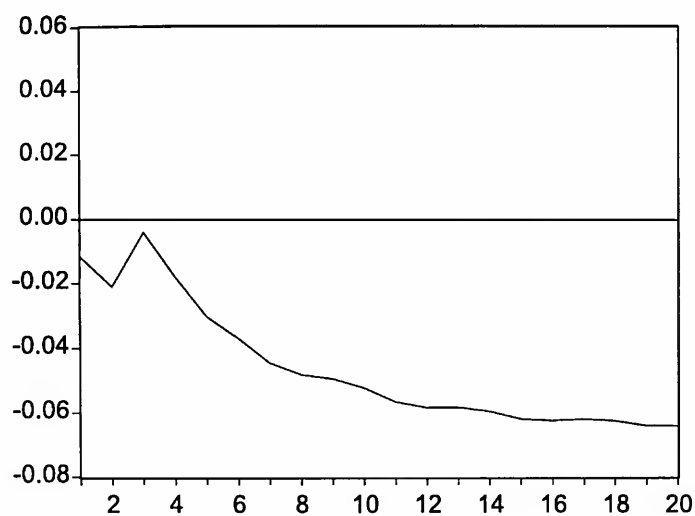
Figures 3 and 4 show the impacts on the current account deficit provoked by the increase in the standard deviation in the innovations of the other variables.<sup>9</sup> A positive shock in the real exchange rate reduces the deficit permanently. The increase of the gross domestic product also has a permanent effect, but in the opposite sense. However, positive shocks in the international trade of the rest of the world initially reduce the deficit, but this effect tends to be extinguished with time.

8 See Engle, Hendry and Richard (1983) and Johansen (1992).

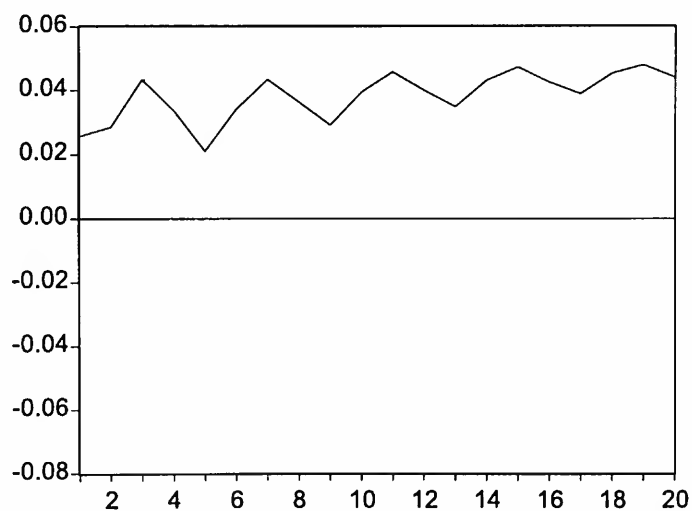
9 The variables were ordered in different ways for the construction of the impulse response function but the results have not changed significantly.

**Figure 3**  
**Impulse Response Functions - 1997:1 to 1998:4**

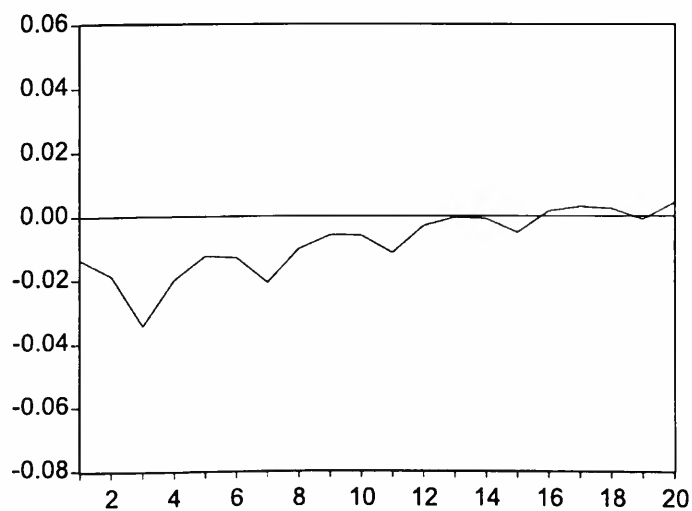
Response to One S. D. Innovations  
Response of LDEFICIT to LCREAL



Response of LDEFICIT to LPIB

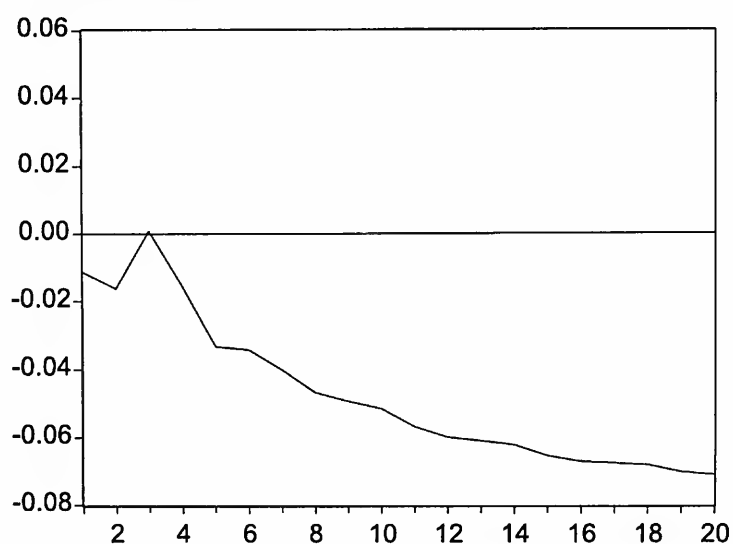


Response of LDEFICIT to LCOMUNDO

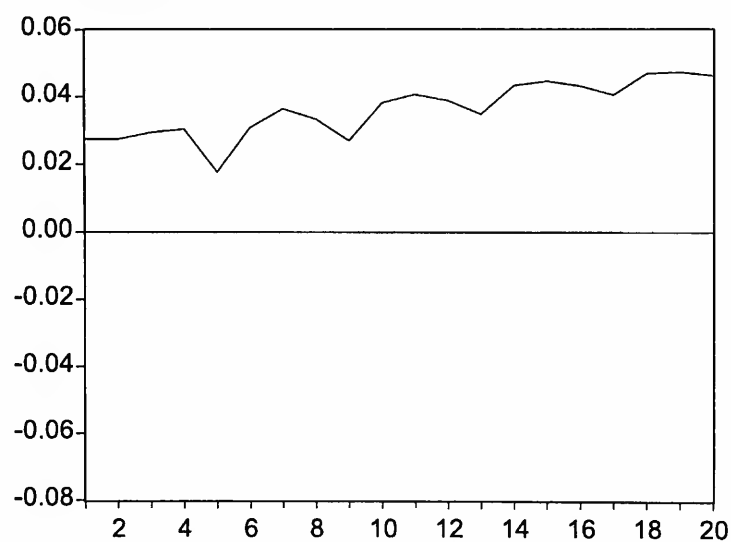


**Figure 4**  
**Impulse Response Functions – 1997:1 to 1994:2**

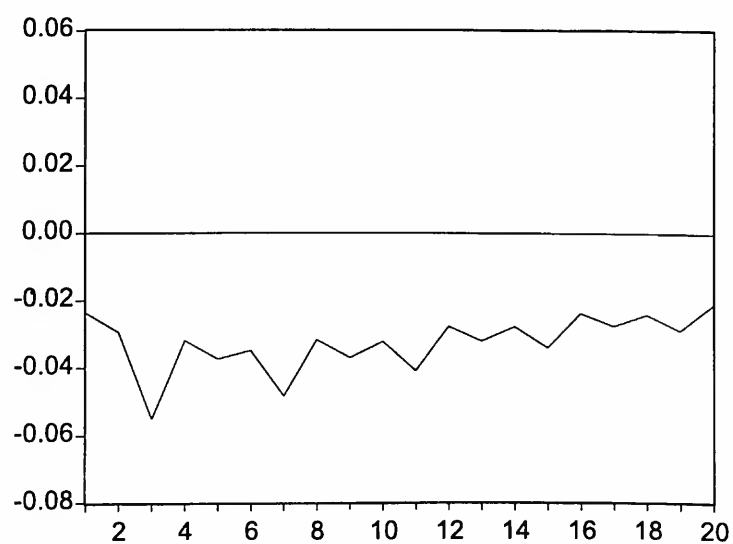
Response to One S. D. Innovations  
Response of LDEFICIT to LCREAL



Response of LDEFICIT to LPIB



**Response of LDEFICIT to LCOMUNDO**





## 4 Conclusions

The relationship between current account deficit and real exchange rate was discussed in this paper.

In the first part we concluded that the exchange rate devaluation might improve the current account balance. However, the dynamics towards equilibrium might be complex. For instance, the devaluation might lead initially to an increase in current account deficit and after a while current account deficit might improve.

In the empirical section the dynamics was introduced in the analysis of the Brazilian case. We applied the Johansen procedure in order to check the existence of a long-term relationship among current account deficit, real exchange rate, gross domestic product and international trade of the rest of the world. We concluded that these variables cointegrated in both period considered.

The impulse response functions indicated that in the first moments the devaluation of the Brazilian currency increases the current account deficit. However, after two quarters, it contributes to a permanent reduction in the current account unbalance. The implementation variables considered. The estimated cointegrating vectors and the impulse response functions estimated for the 1977:1-1998:4 period and for the period before that Plan do not indicate any change in the dynamics of adjustment of the variables toward equilibrium.

## References

- Abuaf, N. & Jorian, P. Purchasing power parity in the long run. *Journal of Finance*, 45, p. 157-174, 1990.
- Alves, D. C. O., Cati, R. C. & Fava, V. L. Purchasing power parity in Brazil: a test for fractional cointegration. *Annals of the 15<sup>th</sup> Latin American Meeting of the Econometric Society*, 1997. CD-Rom.
- Baxter, M. Real exchange rates and real interest differentials: have we missed the business-cycle relationship? *Journal of Monetary Economics*, 33, p. 5-37, 1994.
- Blanchard, O. *Macroeconomics*. Prentice Hall, 1997
- Cheung, Y. W. & Lai, K. S. A fractional cointegration analysis of purchasing power parity. *Journal of Business & Economic Statistics*, 11, p. 103-112, 1993.

- Dickey, D. A. & Fuller, W. A. (1979) Distribution of the estimators for autoregressive time series with a unit root. *Journal of the American Statistical Association*, 74, p. 427-431, 1979.
- \_\_\_\_\_. Likelihood ratio statistics for autoregressive time series with a unit root. *Econometrica*, 49, p. 1057-1073, 1981.
- Dickey, D. A., Bell, W. R. & Miller, R. B. Unit roots in time series models: tests and implications. *The American Statistician*, 40, p. 12-26, 1986.
- Dickey, D. A. & Pantula, S. Determining the order of differencing in autoregressive process. *Journal of Business and Economic Statistics*, 15, p. 455-461, 1987
- Edison, H., Gagnon, J. E. & Melick, W. R. Understanding the empirical literature on purchasing power parity: the post-Bretton Woods era. *Journal of International Money and Finance*, 16, p. 1-17, 1997
- Enders, W. *Applied econometric time series*. John Wiley & Sons, 1995.
- Engle, R. F. & Granger, C. W. J. Cointegration and error correction: representation, estimation, and testing. *Econometrica*, 55, p. 251-276, 1987
- Engle, R. F., Hendry, D. F. & Richard, J. F. Exogeneity. *Econometrica*, 51, p. 277-304, 1983.
- Fuller, W. A. *Introduction to statistical time series*. John Wiley, 1976.
- Harris, R. *Using cointegration analysis in econometric modelling*. Prentice Hall, 1995.
- Hatanaka, M. *Time series based econometrics: unit roots and cointegration*. Oxford: Oxford University Press, 1996.
- Johansen, S. Statistical analysis of cointegration vectors. *Journal of Economic Dynamics and Control*, 12, p. 231-254, 1988.
- \_\_\_\_\_. Cointegration in partial systems and the efficiency of single-equation analysis. *Journal of Econometrics*, 52, p. 389-402, 1992.
- \_\_\_\_\_. *Likelihood based inference in cointegrated vector auto-regressive models*. Oxford: Oxford University Press, 1995.
- Johansen, S. & Juselius, K. Maximum Likelihood estimation and inference on cointegration - With application to the demand for money. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 52, p. 169-210, 1990.

- Lothian, J. R. Multi-country evidence on the behavior of purchasing power parity under the current float. *Journal of International Money and Finance*, 16, p. 19-35, 1997
- Lütkepohl, H. *Introduction to multiple time series analysis*. Berlin: Springer-Verlag, 1991.
- MacKinnon, J. Critical values for cointegration tests. In: Engle, R. F. & Granger, C. W. J. (eds.), *Long-run economic relationships: readings in cointegration*. Oxford: Oxford University Press, 1991.
- Osterwald-Lenum, M. A note on quantiles of the asymptotic distribution of the maximum likelihood cointegration rank statistics. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 54, p. 461-472, 1992.
- Pastore, A. C., Blum, B. S. & Pinotti, M. C. Paridade de poder de compra, câmbio real e saldos comerciais. *Revista Brasileira de Economia*, 52, p. 359-403, 1998.
- Said, S. E. & Dickey, D. A. Testing for unit roots in autoregressive moving average models of unknown order. *Biometrika*, 71, p. 599-607. 1984.
- Sims, C. A. Macroeconomics and reality. *Econometrica*, 48, p. 1-47, 1980.



# Os efeitos negativos da política cambial sobre a agricultura brasileira

Fernando Homem de Melo<sup>§</sup>

## RESUMO

Este artigo enfoca os custos incorridos pelo setor agrícola brasileiro como consequência da política cambial adotada no período 1989/97. A forte apreciação da taxa de câmbio durante aquele período, particularmente com o plano Real, provocou uma queda expressiva dos preços agrícolas recebidos pelos produtores no Brasil. Por outro lado houve um crescimento modesto da produção agrícola brasileira total e apenas um pequeno declínio da produção *per capita*. O aumento dos preços internacionais durante 1994/97, a expressiva redução dos preços internos dos insumos agrícolas e um significativo aumento da produtividade da terra compensaram a valorização cambial no período.

**Palavras-chave:** Plano Real, agricultura, política cambial.

## ABSTRACT

This paper gauges upon the cost paid by the Brazilian agricultural sector due to the exchange rate policy followed during the period 1989/97. The appreciation of the exchange rate during that period, particularly during the Real Plan, originates a considerable decrease in prices received by the producers. Despite this fact, total production increased modestly and the reduction in the *per capita* production was not significant. Increases in international prices of primary products during 1994/97, reductions in the prices of inputs used in the agricultural sector and considerable improvements in land productivity helped the agricultural sector to overcome the cost imposed by the overvaluation of the exchange rate during the period.

**Key words:** Real Plan, agriculture, exchange rate policy.

---

<sup>§</sup> Professor Titular do Departamento de Economia da FEA-USP e Pesquisador da FIPE - Fundação Instituto de Pesquisas Econômicas.

Após a extremamente bem-sucedida combinação de indexação (URV) e desindexação (reforma monetária em 01 de julho de 1994, com a introdução do Real), o sucesso antiinflacionário do Plano Real ficou fortemente dependente das “âncoras” monetária e cambial. Isto é, da combinação de elevadas taxas de juros no mercado financeiro e, conseqüentemente, da valorização real da taxa de câmbio. Nesse contexto, a política foi muito bem-sucedida. Neste final de 1998 não se prevê uma inflação superior a 1,5 a 2,0% no ano na média dos principais índices. A que custo isto está ocorrendo? Como a produção agrícola foi afetada? Este artigo analisará essa questão, baseando-se, para isso, no período 1989/97 e no subconjunto de produtos vegetais.

## 1 Brasil: uma economia agrícola semi-aberta ao exterior

Em uma economia aberta às transações internacionais, o valor de mercado da taxa de câmbio é uma variável muito importante para a determinação da rentabilidade das atividades produtivas. Ela, nesse sentido, não é a única variável, mas, ainda assim, é uma das mais importantes. Sem dúvida, isso é válido na atividade agrícola, pois este setor tem uma longa tradição voltada ao mercado internacional (açúcar, café, cacau e algodão, entre os principais produtos) ao longo de nossa história.

Entretanto, a atividade agrícola brasileira não é um todo homogêneo, no sentido de abertura ao exterior de seus diferentes produtos. Ao contrário, ela é composta de três grupos de produtos, que são os seguintes:<sup>1</sup>

- a) Produtos de Comércio Exterior ou Comercializáveis no Mercado Internacional:** incluem os produtos de exportação (em maior ou menor grau) - soja, café, laranja/suco, cacau, fumo, açúcar, bovinos e frangos -, e os de importação - trigo e algodão (este, mais recentemente); os preços internos desses produtos seriam, predominantemente, determinados pelos preços internacionais e pela taxa de câmbio (além dos custos internos de comercialização, incluindo tributação), com a exceção do açúcar (preços administrados para a cana-de-açúcar); as condições de financiamento também passaram a ser importantes nos últimos anos para os produtos importados;

---

<sup>1</sup> Para maiores considerações de natureza teórica, veja Homem de Melo, F., *Estabilização de Preços: Exportáveis vs. Domésticos*. São Paulo, série Relatório de Pesquisa, IPE-USP, 1986, em especial p. 17-22.

- b) Produtos de Mercado Interno (Domésticos) ou Não Comercializáveis Internacionalmente em Maior Escala:** incluem os produtos perecíveis (batata, tomate, frutas, verduras, e cebola) e aqueles com pouca demanda internacional (feijão e mandioca); os seus preços seriam, predominantemente, determinados por variáveis internas à nossa economia, isto é, as variáveis respectivas de suas ofertas e demandas. A taxa de câmbio teria um efeito indireto, com o passar do tempo, via efeitos dos preços dos produtos do grupo (a) na alocação de recursos dos produtos do grupo (b);
- c) Produtos de Mercado Interno (Domésticos) que são Comercializáveis no Mercado Internacional:** os preços internos desses produtos são, no intervalo entre o preço CIF de importação (limite superior) e o preço FOB de exportação (limite inferior), determinados por variáveis internas à economia, de suas ofertas e demandas: o preço CIF atua como limite superior, e o preço FOB como limite inferior aos preços internos. Os produtos atuais mais importantes nessa categoria são milho, arroz e suínos. Este último, em função de mudanças no mercado internacional, poderá se tornar um produto de exportação a curto prazo. Os preços limites - superior e inferior - desses produtos são diretamente influenciados pela taxa de câmbio (e tarifas de importação), enquanto os seus preços de equilíbrio dependem dos preços dos produtos do grupo (a) e, portanto, da taxa de câmbio, principalmente com o passar do tempo. Basicamente, são produtos em que o Brasil não tem competitividade externa.

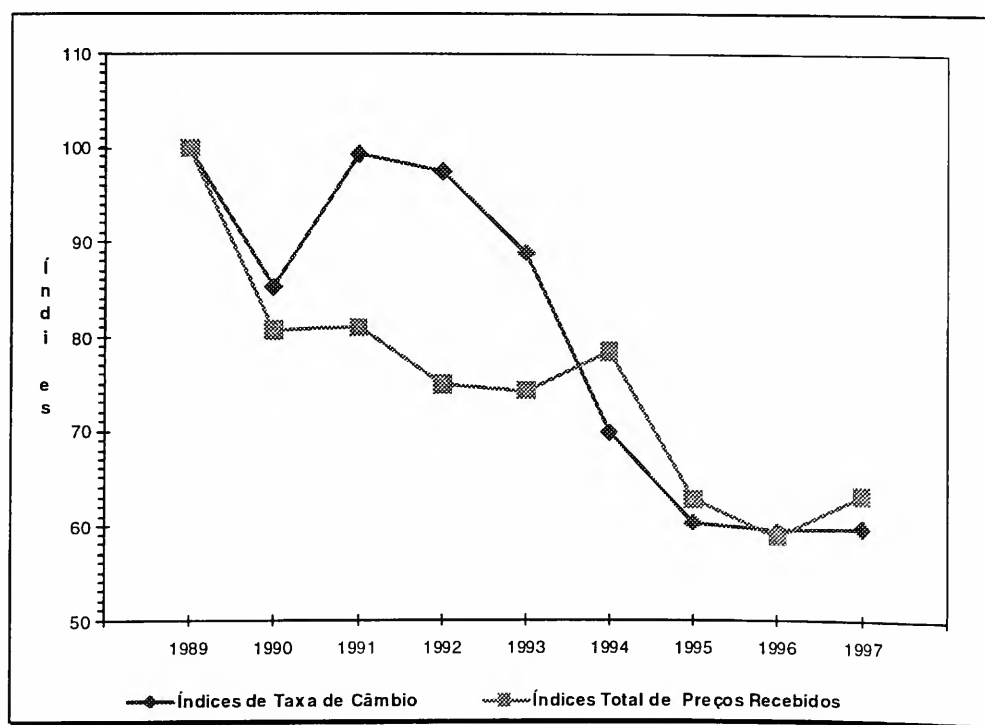
A hipótese a ser testada nesta parte do artigo é a de uma relação causal entre a taxa de câmbio e os preços agrícolas em nível dos produtores, em valores reais. Essa relação seria bem forte para o grupo (a), menos forte para o grupo (c) e praticamente inexistente para os produtos do grupo (b), pelo menos no curto prazo. A médio prazo, todos os preços seriam correlacionados com a taxa de câmbio, por meio dos efeitos-substituição na produção, principalmente na região Centro-Sul.

A linha de causação seria a seguinte: para dados preços internacionais - FOB e CIF -, a valorização da taxa de câmbio provocaria a redução dos preços reais recebidos pelos produtores (em reais), diminuindo, conseqüentemente, a lucratividade da produção interna, constantes as demais variáveis relevantes (preços externos, principalmente). As produções, como resultado, diminuiriam. Neste item analisaremos apenas a primeira parte dessa hipótese, isto é, os efeitos negativos da valorização cambial sobre os preços agrícolas e não sobre a produção. O período escolhido para essa análise é 1989/97. Esse é um período marcado, entre outras importantes mudanças econômicas, por uma enorme valorização real de nossa taxa de câmbio, especialmente após a introdução do Plano Real em 1994. Adicionalmente, ele corresponde ao período da abertura comercial da economia brasileira (reduções tarifárias), abertura essa iniciada em 1990.

## 2 A evolução da taxa de câmbio e dos preços agrícolas reais

A Tabela 1 mostra os dados básicos para o teste da hipótese de um relacionamento entre a taxa de câmbio e os preços agrícolas reais. Os produtos são os onze componentes de nosso acompanhamento sistemático. Soja, algodão, laranja, café, bovinos e frangos estariam no grupo (a); arroz, milho e suínos, no grupo (c), enquanto feijão e batata estariam no grupo (b). Portanto, o Índice Total de Preços Recebidos resulta de uma combinação ponderada (importância de cada um no valor da produção brasileira) de produtos com diferentes processos de formação de preços. O Gráfico 1, por sua vez, mostra as evoluções das duas séries, a dos índices da taxa de câmbio real e a dos valores do Índice Total, ainda que visualmente as duas séries pareçam mostrar um razoável grau de associação. Isto é, a forte tendência de valorização da taxa de câmbio durante 1989/96 foi transmitida aos preços agrícolas na forma de menores valores reais destes. Em 1996 e 1997 o valor da taxa de câmbio estabilizou-se, após mudança de política pelo Banco Central (após a crise do México em 1995). Ao longo do período 1989/96 houve uma valorização real de 40,5% em nossa taxa de câmbio,<sup>2</sup> enquanto os preços agrícolas perderam 41,1% em termos reais. Os dados ainda mostram que a maior parte da valorização cambial ocorreu durante os anos do Plano Real, isto é, 33,1% entre 1993/96. Isso indicaria, em princípio, uma enorme perda de renda e rentabilidade na atividade agrícola nos últimos anos. A “âncora verde” portanto, não teria ocorrido por acaso.

**Gráfico 1**  
**Evoluções dos Índices de Taxa de Câmbio Real e dos Valores do Índice Total de Preços Recebidos, 1989/97 (1989 = 100)**



2 A valorização real de 40,5% é entendida como a redução observada na taxa de câmbio real, utilizando-se o IGP-DI como deflator. Essa é a variável relevante para a formação de preços agrícolas.



**Tabela 1**  
**Evolução dos Índices de Preços Reais Recebidos em São Paulo,**  
**do Índice Total e do Índice da Taxa de Câmbio Real , 1989/97(1989 = 100)**

Anos	Feijão	Milho	Soja	Algodão	Batata	Laranja	Arroz
1989	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
1990	65,6	87,3	77,0	85,6	73,7	83,9	107,7
1991	63,3	91,0	73,6	97,2	78,3	71,0	140,4
1992	49,6	82,2	79,4	79,0	48,9	86,6	107,0
1993	54,7	80,4	75,8	88,0	54,7	52,5	97,4
1994	71,4	68,7	68,5	93,8	131,8	71,2	94,2
1995	34,0	53,6	52,1	78,6	112,1	51,6	73,2
1996	44,6	58,9	65,3	81,6	95,2	24,1	77,4
1997	31,9	48,1	76,9	91,5	90,6	33,2	80,7
	Café	Bovinos	Suínos	Frangos	Índice Total	Taxa de Câmbio	
1989	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	
1990	81,2	85,8	54,8	89,5	80,6	85,2	
1991	69,3	80,9	54,5	90,9	81,0	99,3	
1992	58,5	81,9	47,6	88,7	75,0	97,4	
1993	72,0	84,4	53,5	86,9	74,2	88,9	
1994	122,4	77,9	46,2	79,6	78,4	69,8	
1995	110,7	60,5	40,2	59,1	62,8	60,4	
1996	90,8	51,6	32,2	54,2	58,9	59,5	
1997	140,7	55,1	36,1	48,1	63,3	59,8	

Fonte: IEA, FGV e nossa elaboração. Deflator, IGP-DI.

Para uma melhor percepção dos valores monetários, a Tabela 2 mostra a evolução de alguns preços reais por unidade aos produtores de São Paulo durante 1989/97. Alguns recuperações ocorreram em 1996 e 1997, principalmente para a soja. Este produto foi beneficiado por condições excepcionais do mercado internacional, assim como pela isenção do ICMS em suas exportações a partir de 1997. A tendência geral de declínio dos preços reais, entretanto, é algo impressionante, sinalizando uma preocupante situação agrícola para o futuro, caso não ocorram mudanças compensatórias em outras variáveis relevantes à formação dos seus preços e às suas rentabilidades. Isso será examinado no próximo item.

**Tabela 2**  
**Evolução dos Preços Médios Anuais aos Produtores em**  
**Valores Reais em São Paulo, 1989/97 (R\$/Unidade de 1996)<sup>a</sup>**

Anos	Feijão	Milho	Soja	Algodão	Arroz	Índice Total
1989	94,08	13,59	21,89	8,80	16,16	100,0
1990	61,71	11,86	16,85	7,54	17,41	80,6
1991	59,56	12,36	16,11	8,12	22,69	81,0
1992	46,68	11,17	17,39	6,95	17,29	75,0
1993	51,51	10,92	16,59	7,75	15,75	74,2
1994	67,18	9,33	14,99	8,25	15,22	78,4
1995	31,99	7,28	11,40	6,91	11,82	62,8
1996	41,94	8,00	14,29	7,18	12,51	58,9
1997	30,00	6,53	16,83	8,05	13,04	63,3

Fontes: IEA-SP e nossa elaboração.

(a) R\$/60 kg, exceto algodão, R\$/15 kg.

A Tabela 3, por sua vez, mostra os valores obtidos para os doze coeficientes de correlação - onze produtos específicos e o Índice Total, com a taxa de câmbio. Os coeficientes de correlação são significativamente diferentes de zero nos casos de milho, soja, laranja, arroz, bovinos, frangos e Índice Total. Ao contrário, feijão, algodão, batata, café e suínos apresentam coeficientes não-significativamente diferentes de zero. Os únicos casos que fugiram das expectativas teóricas foram os do café e algodão. Como dissemos, existem várias outras variáveis explicativas das variações dos preços agrícolas. No caso do café, por exemplo, as mais prováveis estão relacionadas ao comportamento dos preços internacionais, estes afetados pela ruptura do acordo internacional em 1989 e pelas duas geadas de 1994 no Brasil. Após 1989 os preços internacionais do café caíram muito, o contrário ocorrendo após as duas geadas de 1994. Em 1997, tivemos preços externos e internos bem mais altos. Aumentos em preços internacionais atuam como compensação à valorização da taxa de câmbio real. Essa favorável situação foi vivida por soja e café em 1996 e 1997, em parte aliviando a crise agrícola recente.

**Tabela 3**  
**Coeficientes de Correlação entre Índices de Taxa de Câmbio**  
**e de Preços Agrícolas Reais, 1989/96**

Produtos	Coeficientes de Correlação	Significância <sup>a</sup> (5%)
Feijão	0,57	Ns
Milho	0,94	S
Soja	0,80	S
Algodão	0,46	Ns
Batata	0,60	Ns
Laranja	0,75	S
Arroz	0,80	S
Café	- 0,64	Ns
Bovinos	0,85	S
Suínos	0,67	Ns
Frangos	0,93	S
Índice Total	0,77	S

(a) As letras s e ns mostram valores significativamente e não-significativamente diferentes de zero para os coeficientes de correlação.

A conclusão, portanto, é de que a forte apreciação real da taxa de câmbio durante 1989/96, particularmente com o Plano Real, provocou uma expressiva redução dos preços agrícolas reais no Brasil. Isso provocaria quedas de rentabilidade na nossa produção agrícola. As magnitudes não são desprezíveis, conforme as evidências apresentadas. De outro lado, elevações dos preços internacionais, diminuições reais dos preços de insumos, menor tributação e ganhos de produtividade poderiam atuar de maneira compensatória em termos de rentabilidade, evitando ou atenuando as quedas em nossa produção agrícola. A situação de nossa produção agrícola, nessas adversas circunstâncias da política cambial, será analisada no próximo item deste artigo.

### 3 Os efeitos da política cambial sobre a produção agrícola

Nos itens anteriores deste artigo analisamos os efeitos negativos de nossa política cambial sobre os preços agrícolas. Agora, analisaremos os eventuais efeitos negativos dessa mesma política sobre a produção agrícola brasileira. A questão da excessiva valorização da taxa de câmbio real tem sido uma das mais polêmicas da execução do Plano

Real. Os crescentes déficits externos - comercial e em transações correntes - evidenciam que pode existir um sério problema à frente para nossa economia.<sup>3</sup>

A linha de causação para os efeitos da valorização real da taxa de câmbio é a seguinte: para dados preços internacionais - FOB e CIF -, a valorização da taxa de câmbio provocaria a redução dos preços reais recebidos pelos produtores, diminuindo, conseqüentemente, a lucratividade da produção interna, constantes as demais variáveis relevantes à formação dos preços e da lucratividade. Como resultado, as produções dos produtos com mais exposição ao mercado internacional tenderiam a diminuir.

A conclusão obtida no item anterior foi de que a forte valorização real da taxa de câmbio durante 1989/96, mas principalmente durante o Plano Real, provocou uma expressiva redução dos preços reais aos produtores. A seguir analisaremos os efeitos em nossa produção agrícola.

A Tabela 4 mostra um resumo dos dados da produção agrícola brasileira. A primeira coluna mostra os dados para o subconjunto de oito produtos vegetais de nosso acompanhamento sistemático. A segunda amplia o conjunto para dezenove produtos vegetais, sempre com 1989 como ano-base. A terceira coluna, por sua vez, para o mesmo conjunto de dezenove culturas, apresenta os índices de quantidade produzida com outro período-base, desta vez o triênio 1987/89 = 100. A razão para isso é evitar-se uma eventual distorção causada pela escolha do ano-base. Lembramos que o ano-base de 1989 foi o escolhido por anteceder a abertura comercial da economia brasileira e o período de acentuada valorização de nossa taxa de câmbio real.

As três séries mostram evoluções muito semelhantes. Aliás, os respectivos coeficientes de correlação são bastante elevados, tendo ficado, nas três combinações, entre 0,96 e 0,99. Basicamente, pode-se concluir que existem muito poucas diferenças entre as três séries de quantidade produzida. O melhor desempenho é o da série com base 1987/89 = 100, pois observa-se algum crescimento da produção (9,8% entre 1989 e 1997). Novamente, a cana-de-açúcar, com preços administrados (não afetados pela taxa de câmbio), explica esse comportamento, e mais a evolução da produção de laranja. A conclusão geral, portanto, é de uma produção agrícola com um muito modesto crescimento durante o período 1989/97 anos marcados pela valorização real de nossa taxa de câmbio.

---

3 A situação da economia brasileira ao final de 1998 foi bem descrita por Martone, C. L., "Ajuda Externa, Contração Fiscal e Desvalorização", *Economia em Perspectiva*, p. 5-6, setembro de 1998.

**Tabela 4**  
**Índices de Quantidade Produzida na Agricultura Brasileira, 1989/97**

Anos	8 Produtos	19 Produtos <sup>a</sup>	19 Produtos <sup>b</sup>
1989	100,0	100,0	100,0
1990	85,8	89,8	92,1
1991	87,0	90,4	92,7
1992	95,7	97,3	99,8
1993	96,2	96,3	98,7
1994	105,5	104,1	106,8
1995	105,4	105,0	107,7
1996	100,4	104,1	106,7
1997	103,9	107,0	109,8

Fonte: IBGE e nossa elaboração. O índice de oito produtos inclui: feijão, milho, soja, algodão, batata, laranja, arroz e café; o de dezenove inclui, além desses oito: amendoim, cacau, cana-de-açúcar, fumo, mamona, mandioca, sisal, tomate, trigo, uva e cebola.

(a) (1989 = 100).

(b) (1987/89 = 100).

A Tabela 5 mostra os três índices de quantidade total produzida *per capita*, correspondendo aos três índices totais da Tabela 4. A taxa anual média de crescimento da população adotada foi de 1,6%, um pouco acima da taxa de 1,4% estimada pelo IBGE para o período 1991/96, pois o nosso período retroage ao final dos anos oitenta.<sup>4</sup> Agora, a conclusão é bem clara: considerando-se os três índices de quantidade total produzida *per capita*, temos uma evolução declinante. Em nenhum ano do período 1989/97 e em nenhuma das três séries a produção total *per capita* superou a de 1989 ou a do triênio 1987/89. Em 1997, adicionalmente, os três índices registraram valores inferiores aos verificados em 1995 e em 1994.

4 Para maiores detalhes, veja Homem de Melo, F., "Agricultura Brasileira nos anos 90: O Real e o Futuro", *Economia Aplicada* v. 2, n. 1, p. 163-82, 1998.

**Tabela 5**  
**Evolução dos Índices de Quantidade Total Produzida**  
**Per Capita, 1989/97 (1989 = 100)**

Anos	Índice 8	Índice 19 <sup>a</sup>	Índice 19 <sup>b</sup>
1989	100,0	100,0	100,0
1990	84,4	88,4	90,6
1991	84,3	87,6	89,8
1992	91,2	92,8	95,1
1993	90,2	90,3	92,6
1994	97,4	96,1	98,6
1995	95,8	95,5	97,9
1996	89,8	93,1	95,4
1997	91,7	94,4	96,9

Fonte: Tabela 4 ajustada pelo crescimento populacional.

(a) (1989 = 100).

(b) (1987/89 = 100).

O resultado básico da análise acima desenvolvida é de que a produção agrícola total não diminuiu com a forte valorização da taxa de câmbio. Ela teve não mais que um crescimento muito modesto. A diminuição, entretanto, ocorreu, de modo claro, para a produção *per capita*. Como a demanda interna cresceu no período 1989/97, além do crescimento populacional, a solução foi encontrada com maiores importações, principalmente de trigo, algodão, arroz e leite. No caso de cereais, as importações passaram de US\$ 463,5 milhões em 1989 para US\$ 2.104 milhões em 1996. As de lácteos, no mesmo período, aumentaram de US\$ 288 milhões para US\$ 539 milhões.<sup>5</sup>

A Tabela 6, por outro lado, mostra os dados básicos para o melhor entendimento do desempenho agrícola durante 1989/97. Os dois índices de preços agrícolas reais (oito e dezenove produtos) tiveram acentuadas quedas até 1995 ou 1996. Em nosso entendimento, a principal (ainda que não a única) variável causadora dessas quedas foi a valorização real da taxa de câmbio no período. Entretanto, esta valorização foi compensada pelo comportamento de três outras variáveis: a) aumentos dos preços internacionais durante 1994/97 (um índice de café, soja, milho, algodão e suco de laranja); b) uma expressiva

5 Esses dados nos foram fornecidos pelo Prof. Marcos S. Jank da ESALQ-USP.

redução dos preços de insumos; e c) um significativo aumento da produtividade da terra. Estas duas últimas variáveis provocaram reduções nos custos de produção por unidade, melhorando nossa competitividade.

**Tabela 6**

**Comportamento dos Índices de Preços Agrícolas Reais, da Taxa de Câmbio Real e de Variáveis Compensatórias, 1989/97 (1989 = 100)**

Anos	Preços Agrícolas (8 Prod.)	Preços Agrícolas (19 Prod.)	Taxa de Câmbio	Preços Internacionais	Preços de Insumos	Produtividade da Terra
1989	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
1990	80,6	78,4	85,2	93,7	97,0	98,7
1991	81,0	83,0	99,3	87,7	94,2	99,4
1992	75,0	78,6	97,4	81,5	91,2	107,0
1993	74,2	79,1	88,9	83,5	81,0	115,7
1994	78,4	80,5	69,8	97,7	74,2	113,2
1995	62,8	69,3	60,4	101,8	78,0	115,1
1996	58,9	71,3	59,5	114,2	78,0	116,6
1997	63,3	72,4	59,8	119,5	77,7	119,5

Fonte: IBGE, IEA, FGV, *Agroanalysis* e nossa elaboração (deflator, IGP-DI).

O comportamento dessas três variáveis salvou a agricultura brasileira. Em 1997 isso foi reforçado por preços bastante favoráveis de soja e café no mercado internacional, e pela isenção do ICMS nas exportações agrícolas. De outro lado, as indicações (Tabela 6) são de que os preços de insumos pararam de cair e a produtividade agrícola está aumentando menos. Na ausência de uma desvalorização cambial, outras medidas terão que ser buscadas. O Quadro 1 lista aquelas que nos parecem as principais. Algumas delas, entretanto, demandam tempo para surtir efeito. Enquanto isso, a valorização de nossa taxa de câmbio real impede que o setor agrícola brasileiro cresça. Como vimos, ele está praticamente estagnado. Com isso, renda e empregos não estão sendo gerados em um setor em que nossas vantagens comparativas são enormes.

### **Quadro 1**

#### **Câmbio Valorizado: Compensações Possíveis**

- 1) Maiores preços internacionais (soja, café);
- 2) Reduções de preços de insumos / menores custos de produção (efeito geral, via tarifas e câmbio);
- 3) Aumentos de produtividade dos fatores de produção / menores custos de produção: EMBRAPA e setor privado;
- 4) Reduções do “custo Brasil”:
  - eliminação do ICMS dos produtos de exportação (implementado);
  - eliminação de importações financiadas;
  - reduções de custos transporte-privatizações.
- 5) Investimentos públicos e privados em infra-estrutura: transporte e portos (soja);
- 6) Política agrícola mais ativa:
  - opções, PEP, EGF, AGF, PRONAF;
  - deficiência: estoques reguladores (PLEs).
- 7) Política comercial mais ativa: tarifas compensatórias;
- 8) Reforma tributária: redução de impostos na produção;
- 9) Redução do protecionismo dos países industrializados;
- 10) Investimentos em capital humano: qualificação dos produtores.

## **4 Considerações finais**

O grande desafio econômico brasileiro neste final de 1998 é retomar o crescimento de maneira sustentada e, com isso, diminuir as taxas de desemprego. Evidentemente, esse desafio precisa ser alcançado preservando a grande conquista da população, que foi a eliminação do processo inflacionário. A agricultura, sem dúvida, pelas suas vantagens comparativas, tem muito a contribuir para a retomada do crescimento econômico brasileiro. Em nosso entendimento, baseado nas evidências deste artigo, esse potencial agrícola deixou de ser explorado nesta década em função da valorização da taxa de câmbio, em especial após o Plano Real. Nesse contexto, um bem feito ajuste macroeconômico, que inclua os lados fiscal e cambial, deverá beneficiar, sobremaneira, o crescimento agrícola.



# A política cambial do Plano Real

João Sayad<sup>§</sup>

## RESUMO

O principal objetivo deste trabalho é analisar os argumentos a favor e contra a política cambial adotada no Brasil desde 1994 e verificar a adaptabilidade desta política à situação brasileira. Os argumentos baseados nos possíveis ganhos de produtividade, na existência de déficit público ou em cálculos contábeis da PPP não são suficientes para justificar a manutenção das taxas de câmbio reais fixas. Teoricamente, a melhor política para induzir o equilíbrio externo e interno seria desvalorizar o câmbio e aumentar a taxa de juros. Entretanto isto não significa caminhar para uma política de câmbio livre.

**Palavras-chave:** Plano Real, estabilização, política cambial.

## ABSTRACT

The main objective of this work is to analyze the arguments in favor and against the exchange rate policy followed in Brazil since 1994 and to question the suitability of this policy to the Brazilian case. The arguments based upon either productivity gains, public deficit or calculations of PPP are not sufficient to justify the continue use of the fixed exchange rate regime. Theoretically the best policy to attain the internal and external balance is to devalue the local currency and to the increase interest rate. This procedure does not mean a free floating exchange rate regime.

**Key words:** Real Plan, stabilization, exchange rate policy.

---

<sup>§</sup> Professor da FEA-USP.

## **Introdução**

Entre outubro e novembro de 1998 o País perdeu US\$ 40 bilhões de suas reservas. O Banco Central manteve a política cambial e elevou os juros para o nível de 45%a.a., ou seja, repetiu a política adotada em setembro de 1997, na época da crise financeira do sudeste da Ásia.

A política cambial adotada desde 1994 é a parte mais importante do Plano Real e tem sido objeto de muita discussão.

Este trabalho tem como objetivo analisar os argumentos a favor e contra esta política, e verificar a adaptabilidade da política cambial à situação brasileira.

A primeira seção resenha os argumentos a favor e contra a política cambial de taxas fixas adotada pelo governo. Esta discussão tem sido feita, basicamente, por meio de artigos de jornais e entrevistas. Por este motivo, a análise ora apresentada pode acabar cometendo injustiça com os argumentos apresentados informalmente. Exatamente por isto, pode ser útil, na presente análise, considerar este aspecto para introduzir as correções necessárias nos argumentos de ambos os lados, contribuindo, assim, para uma discussão mais proveitosa.

A segunda seção investiga quais são as melhores regras de política cambial para equilibrar as contas externas e o nível doméstico de atividades.

A seção 3 avalia os riscos que a desvalorização cambial pode provocar na inflação e a seção 4 apresenta as conclusões do artigo.

## **I A discussão em torno das taxas cambiais do Plano Real**

A estratégia de combate à inflação do Plano Real baseia-se na manutenção da taxa de câmbio. A adoção de câmbio fixo e a liberdade de importar e exportar fizeram com que os preços dos produtos importáveis e exportáveis convergissem para o nível de preços internacional e se mantivessem estáveis.

Por outro lado, os preços dos produtos não-comerciáveis, embora não possam ser influenciados pela arbitragem, acabaram se estabilizando em decorrência da redução da demanda agregada e da estabilidade do valor da nova moeda, o Real.

Sob a óptica do combate à inflação, a estratégia adotada foi muito eficaz. Em quatro anos o Plano Real acumulou mais ou menos 60% de inflação, medida pelo índice de custo de vida, e há um ano as taxas de inflação nacionais, medida por qualquer índice, estão muito próximas de zero ou mesmo negativas. Sob este ponto de vista, a estratégia adotada pelo Plano Real é semelhante à de vários países da América Latina e mesmo dos Estados Unidos no período 1979-1984.

A política monetária aumenta as taxas domésticas de juros, o câmbio flutua e se sobrevaloriza, aumenta a concorrência internacional, enquanto que o grande déficit comercial reduz o nível de atividade interna e a pressão dos preços domésticos, particularmente o salário.

No caso brasileiro, as taxas cambiais foram deixadas livres pelo Banco Central no período imediatamente inicial do plano, ao mesmo tempo que as taxas domésticas de juros mensais eram fixadas em níveis muito altos. Tal política gerou imenso influxo de dólares e sobrevalorização cambial, que chegou a atingir 15% na época.

Em face da crise da economia mexicana, em dezembro de 1994, o governo sustentou a taxa cambial e aguardou para fazer ajuste em março de 1995. De início, tentou definir faixas de valor dentro das quais o câmbio flutuaria livremente. Contudo, devido à indecisão ou conflito entre os encarregados da política econômica, o resultado foi de explosão da taxa cambial, durante uma semana, ao cabo da qual foi definida a política que vigora até hoje.

Desde então, o câmbio flutua dentro de faixa muito estreita, sendo esta definida como parte de uma faixa mais larga que não tem qualquer importância prática, a não ser a de conscientizar os compradores e vendedores de dólar de que em alguma data futura o câmbio flutuará nesta banda mais larga. Além disto, o Banco Central atua fortemente no mercado, fazendo com que as taxas oscilem muito pouco em torno do valor central da pequena faixa. Por fim, o próprio Banco Central aumenta regularmente o valor do câmbio, ou seja, semanalmente e mensalmente, de forma que ao fim de cada ano a desvalorização do câmbio fica entre 6 e 7% a.a.

Do ponto de vista prático, podemos chamar a taxa cambial praticada pelo governo de taxa fixa com correção anual gradativa.

Os defensores desta política apresentam vários argumentos. O primeiro se refere à flexibilidade que a política permite. Enquanto na Argentina a taxa cambial é fixada na Constituição, a definição da taxa brasileira permite várias proposições.

Autoridades do Banco Central afirmam que a taxa é livre, determinada pelo mercado, ainda que atuem eficaz e competentemente todos os dias no mercado. Diante das reclamações de exportadores e industriais, argumentam que a taxa está sendo corrigida lentamente para evitar a volta da inflação.

Ao fim e ao cabo, a taxa cambial está fixa, mas as autoridades têm poder regulatório e legislativo para operar qualquer modificação que deseje.

### **I.1 O argumento do déficit público**

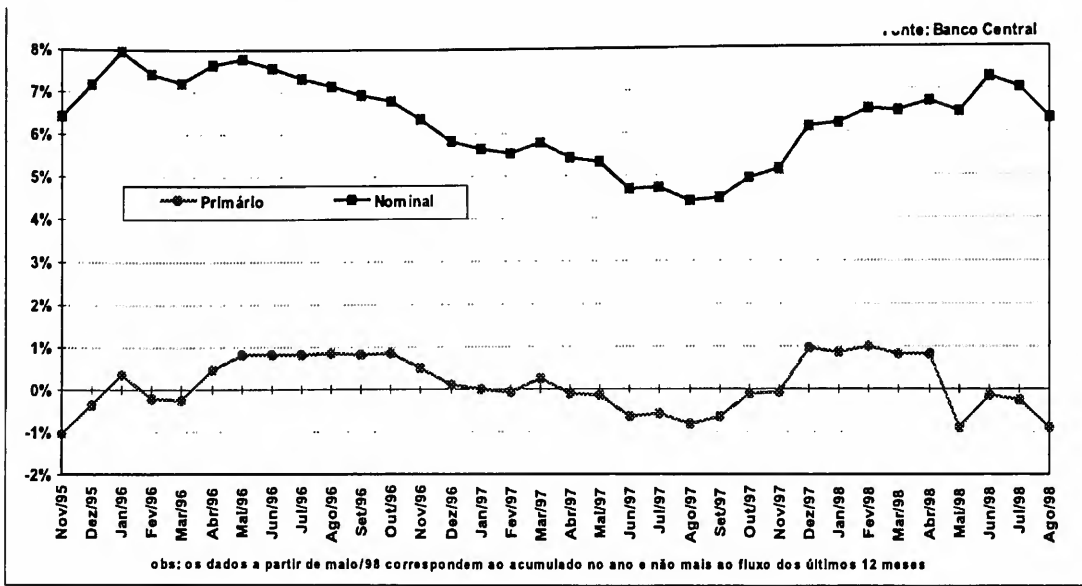
Segundo a imprensa, alguns economistas nacionais e estrangeiros têm argumentado que a taxa cambial não pode flutuar enquanto o déficit público do governo for elevado. Os defensores desta proposição atribuem o déficit externo brasileiro, da ordem de US\$ 30 bilhões em 1998, à existência de déficit público, já que, contabilmente, o déficit em transações correntes deve ser igual ao déficit do setor público mais o déficit do setor privado. Assim sendo, enquanto permanecer o déficit do setor público, permanecerá o déficit do setor externo, e a taxa cambial tenderá a subir, talvez permanentemente, trazendo de volta a inflação.

Ao fixar o câmbio, o governo estaria “bancando” uma taxa cambial menor enquanto aprova emendas constitucionais ou vende ativos públicos que permitiriam a redução do déficit público e, conseqüentemente, a redução do déficit externo. Só após isso poderíamos ter taxa cambial livre e estável sem a intervenção do governo.

O argumento em questão está sujeito a várias críticas. Em primeiro lugar, o déficit externo refletirá o déficit público em situações de pleno emprego e quando acompanhado de déficit ou superávit muito menor do setor privado. No caso brasileiro, a economia tem apresentado taxas de crescimento muito pequenas e nível de desemprego elevado e crescente para que se possa utilizar o conceito de déficits gêmeos que sustenta esta argumentação.

Além disto, antes do Plano Real o setor público apresentava relativo equilíbrio nas contas públicas, superávit primário e equilíbrio nas contas externas. O déficit público cresceu espantosamente após o Plano Real, principalmente por causa do crescimento da despesa com juros elevados, forçada pelo Banco Central. O gráfico a seguir mostra o déficit público nominal e o superávit ou déficit nominal no período recente do Plano Real.

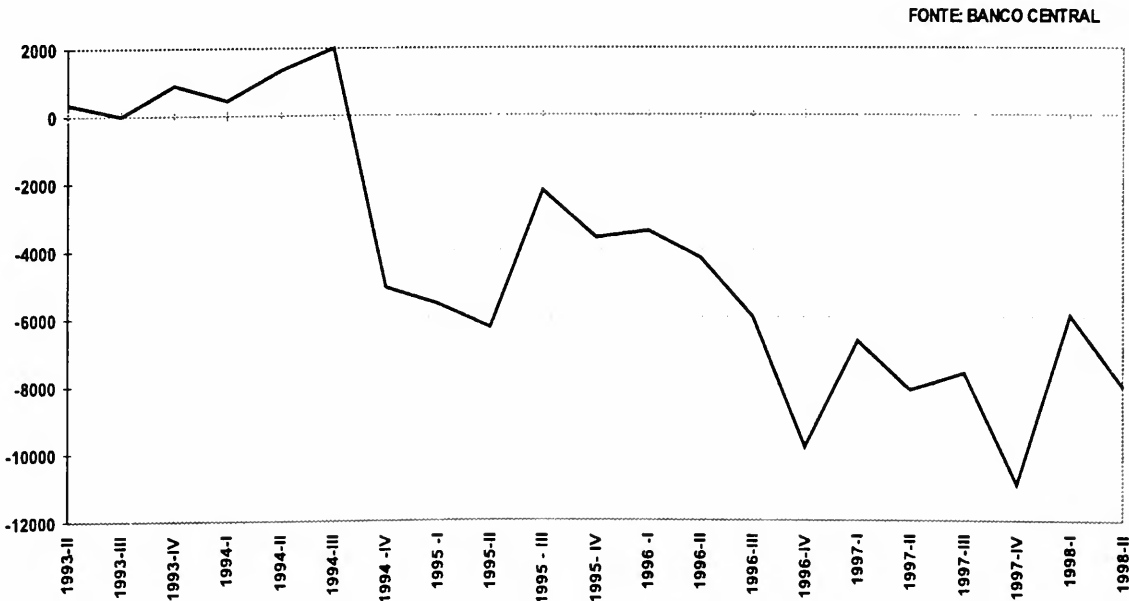
Gráfico 1  
Necessidade de Financiamento do Setor Público



Diferentemente de outros planos de estabilização, particularmente o Plano Cruzado, quando o fim da inflação reduziu os juros nominais e permitiu grande monetização e redução da dívida pública, o Plano Real optou por juros altos que impediram o ganho de monetização e fizeram com que reservas e dívida pública crescessem simultaneamente.

Além disto, o déficit externo tem como fatores explicativos mudanças importantes na economia, como a redução súbita das tarifas em 1994 e a própria sobrevalorização cambial que tornaram a taxa cambial de equilíbrio maior do que a que vigorava em julho de 1994.

Gráfico 2  
Transações Correntes  
(US\$ Milhões)



O resultado foi o crescimento espetacular das importações, enquanto a taxa de crescimento das exportações permanecia constante.

Finalmente, o argumento de déficits gêmeos exige hipóteses macroeconômicas de substitutibilidade entre produtos comerciáveis e não-comerciáveis que parecem pouco realistas no caso da economia brasileira. São estas hipóteses que garantem que os excessos de demanda agregada se transformem em mais importações e menos exportações.

Quando se considera a estrutura das exportações e importações brasileiras, menos especializadas do que nos anos 50, mas ainda especializadas, e a distribuição de renda que faz com que produtos importados sejam importantes no consumo de uma certa classe de renda, e os produtos exportáveis, importantes para outras classes de renda, o argumento macroeconômico dos déficits gêmeos fica novamente prejudicado. É preciso considerar mais produtos do que o modelo macroeconômico básico, e mais preços relativos do que o nível geral de preços.

A explicação mais simples para a relação entre déficit público e déficit em transações correntes poderia se basear na teoria convencional sobre os efeitos da política monetária para economia aberta com mobilidade de capital. Neste caso, política monetária restritiva (altas taxas de juros como as praticadas pelo Real) apenas muda a composição dos ativos do Banco Central, aumentando reservas e diminuindo o crédito doméstico. As taxas de juros tenderiam sempre ao nível internacional se a política monetária deixasse de insistir em juros elevados.

No caso do Real, a política monetária insiste em elevar juros, apesar da pressão descendente sobre estes juros decorrente do influxo de dólares. O crescimento do influxo de dólares é contrabalançado por emissão de dívida pública a taxas altas que compõe a despesa do Tesouro Nacional.

O artigo clássico de Sargent<sup>1</sup> argumenta que a política monetária é incapaz de evitar inflação quando o financiamento do déficit público acaba gerando taxas de juros maiores do que a taxa de equilíbrio de longo prazo.

A “aritmética monetarista desagradável” permitiria concluir que a política monetária do período 79-84 nos Estados Unidos, ou a política de feijão com arroz do período 1988-1989 ou do período 1992-1994, também seriam inflacionárias no Brasil.

---

1 Sargent, T. J. Some unpleasant monetarist arithmetic. *Quarterly Review* 5, Federal Reserve Bank of Minneapolis, 1983, p. 1-17, incluído em Sargent, T. J. *Rational expectations and inflation*. 2nd ed. Nova Iorque: Harpert Collings College Publishers, 1993.

O mesmo argumento poderia ser usado para a política monetária do Plano Real. Da mesma forma que a política monetária não é capaz de neutralizar os efeitos inflacionários de qualquer déficit público, poderíamos argumentar que o déficit público ou o superávit público é incapaz de evitar os efeitos inflacionários de qualquer política monetária independentemente do nível de juros praticados.

## **I.2 A teoria da paridade do poder de compra**

A taxa cambial fixa do Plano Real tem sido defendida a partir da teoria da paridade do poder de compra.

Observando a evolução da taxa doméstica de inflação, medida pelo índice de preço por atacado, e a evolução da taxa cambial, conclui-se que a sobrevalorização cambial é pequena, entre 15 e 20%, ou mesmo nula.

Começemos pela crítica mais forte ao argumento mais fraco. Não é possível utilizar o índice de preços por atacado para avaliar a paridade cambial. O índice de preços por atacado é composto basicamente por produtos comerciáveis cujos preços variam em função dos preços internacionais e da taxa de câmbio. Se a taxa de câmbio não se desvaloriza, os preços dos produtos comerciáveis não se alteram e, portanto, a paridade cambial está garantida. Tal procedimento de cálculo envolve identidade que não permite aferir o nível correto da taxa cambial de acordo com a teoria da paridade.

Além disso, diante das alterações da economia brasileira, principalmente a redução abrupta de tarifas, a comparação entre as taxas de inflação brasileira e internacional não garante que a taxa real assim obtida seja aquela que trará equilíbrio para as contas externas. A taxa cambial sem tarifas deve ser maior do que a taxa cambial com tarifas.

O último argumento, que é muito importante, contra a utilização da teoria da paridade é que com mobilidade de capital e taxas de juros altas a taxa cambial de equilíbrio pode assumir valores muito diferentes daqueles obtidos pela comparação das taxas de inflação, particularmente no Brasil, onde as taxas de juro foram fixadas de forma a induzir grande ingresso de dólares e onde o câmbio ficou a mercê do “mercado livre” de câmbio.

Às vezes o argumento a favor do câmbio fixo baseia-se no conceito clássico de que a taxa cambial é um preço nominal. Em economias com preços flexíveis e substitutibilidade na produção e no consumo a taxa cambial pode ser fixada em qualquer nível. Preços nominais

se reajustarão para obter o preço relativo de equilíbrio nas contas externas. Se a taxa cambial se alterar para fazer face ao desequilíbrio externo, gerará apenas inflação e terá pouca influência no ajuste de preços relativos.

Esse argumento depende de hipóteses pouco realistas, sendo que as evidências empíricas indicam que variações da taxa cambial não geram variações em salários nominais de igual proporção, nem no Brasil nem em vários países do mundo.

### **I. 3 O custo Brasil**

O câmbio fixo não representa problema para o reequilíbrio das contas externas, já que haveria ganhos significativos de produtividade decorrentes de novas formas de organização das empresas, investimentos em infra-estrutura e reformas constitucionais que garantiriam a rentabilidade das exportações.

Se houver ganho geral de produtividade da economia brasileira, esta induzirá aumento de exportações e redução de importações somente sob hipóteses especiais.

O reequilíbrio do balanço comercial ocorreria se o ganho de produtividade fosse maior na produção dos produtos comerciáveis do que na produção de não-comerciáveis. Se for aumento geral de produtividade, não há por que esperar reequilíbrio no balanço de pagamentos.

Se considerarmos que a economia trabalha com produtos comerciáveis e não-comerciáveis, onde se destaca a mão-de-obra, a redução do custo Brasil se traduz em redução do salário real, o que garantiria a validade da proposição, que poderia, entretanto, ser formulada da seguinte forma: com a redução do salário real e taxa de câmbio fixa, a conta comercial externa tenderá ao equilíbrio.

O resultado não depende, necessariamente, do aumento da produtividade dos fatores, mas sim da redução dos valores nominais dos salários para produtividade constante ou real, para produtividade crescente.

Desta forma, o argumento requer que a economia nacional passe por deflação ou ganhos de produtividade que não se transfiram aos preços. Em especial, a deflação deve garantir que os salários se reduzam relativamente à taxa cambial.



Se este for o caso, a questão relevante não se refere à redução do custo Brasil, mas à comparação dos custos de manutenção da taxa de câmbio fixo com deflação relativamente à desvalorização cambial.

#### **I.4 Conclusões**

A fixação da taxa cambial em nível que cause desequilíbrios nas contas externas e nas contas do setor público não pode ser totalmente justificada pelos argumentos analisados.

Isto não quer dizer que estamos concluindo pela proposta de deixar a taxa de câmbio ser fixada livremente no mercado ou em função dos desequilíbrios do balanço de pagamentos.

Para uma economia com mobilidade de capital, a melhor política cambial deverá ser então, segundo os argumentos tradicionais, a política de câmbio fixo.

## **II A escolha da política cambial para o Real**

Nesta seção do trabalho vamos analisar se a política cambial adotada desde 1995 é adequada, ou seja, se leva à solução estável para a taxa cambial, taxa de inflação e nível de atividade.

Esta política pode ser assim descrita: a taxa cambial é fixa, relativamente ao desequilíbrio das contas externas, embora o Banco Central desvalorize o câmbio em 7% ao ano.

O câmbio pode ser chamado de fixo, pois é modificado levando-se em conta a taxa de inflação ou o nível de atividades, e não as contas externas, e a taxa de juros é fixada considerando o desequilíbrio externo e não o nível de atividades.

Do ponto de vista do modelo de Mundell, esta é a política correta do ponto de vista dinâmico para uma economia onde existe mobilidade de capital com o Resto do Mundo. O resultado de Mundell pode ser explicado pelo princípio das vantagens comparativas dos instrumentos de política econômica.

A sensibilidade do balanço de pagamentos relativamente à taxa de juros depende do grau de mobilidade de capital.

No que tange à taxa cambial, esta sensibilidade depende das elasticidades de exportação e importação, no lado da oferta e do lado da procura.

A sensibilidade do nível de atividades com relação à taxa de juros depende da sensibilidade da demanda agregada às taxas de juros.

No caso do câmbio, a sensibilidade da demanda agregada depende da participação das exportações e importações no produto nacional e das elasticidades de demanda e de produção de ambas as atividades.

Assim, se a elevação da taxa de juros afetar relativamente mais as reservas do que o nível de atividades, este deve ser corrigido levando em conta apenas o setor externo.

Se a taxa cambial afetar relativamente mais o nível de atividade do que o balanço de pagamentos, deve ser utilizada para controlar o nível de atividade e não o balanço de pagamentos.

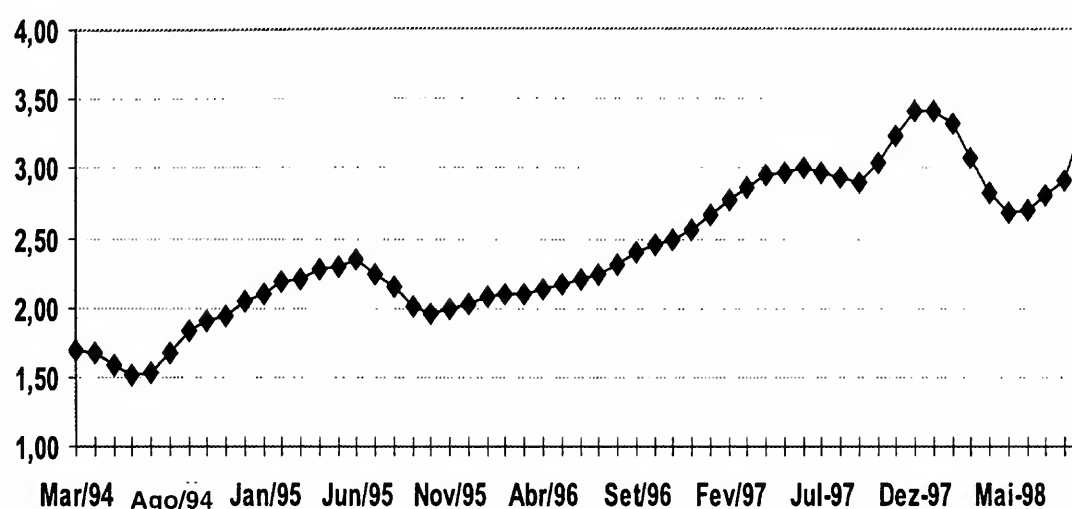
Se este for o caso, a estabilidade requer taxas de câmbio fixas. Caso contrário, os instrumentos devem ser trocados, e a taxa cambial deve ser fixada em função do balanço de pagamentos, e as taxas de juros em função do nível de atividades, ou seja, deveria ser escolhido o regime de câmbio variável.

A adoção do princípio das vantagens comparativas garante que o ajustamento é dinamicamente estável, ou seja, a correção do câmbio e da taxa de juros deve levar ao equilíbrio interno e externo.

Podemos analisar esta possibilidade discutindo como o ajuste dos juros e a manutenção da política cambial devem afetar a oferta e demanda de dólares para que a taxa cambial permaneça igual. Teremos equilíbrio se a taxa de crescimento do estoque de ativos em dólares e do saldo dos ativos financeiros em reais for igual.

Como no Brasil apenas o setor público pode ter ativos em dólares, e o agregado dos ativos financeiros do setor privado é igual à base monetária mais a dívida pública, podemos dizer que a taxa cambial estará em equilíbrio quando as reservas líquidas do governo (reservas em dólares menos dívida externa governamental) estiverem crescendo a taxa igual à taxa de crescimento dos ativos financeiros emitidos pelo setor público. O gráfico a seguir mostra os dados para esta análise.

**Gráfico 3**  
**M2 / Reservas - Média Móvel de 3 Meses (Em US\$ Bilhões )**



Deixamos de lado os ativos financeiros indexados em dólar (como títulos da dívida pública indexados ao dólar, títulos privados ligados ao dólar e derivativos) por razões de simplificação. Os resultados devem se alterar quando estes ativos são considerados.

O crescimento das reservas internacionais líquidas é dado pelo superávit em transações correntes mais o influxo de capital (dado pela movimentação de capital financeiro mais investimentos diretos mais empréstimos internacionais tomados pelo governo).

O crescimento dos ativos financeiros emitidos pelo governo, por sua vez, é dado pelo montante de juros sobre a dívida interna e externa, menos o superávit primário.

Do ponto de vista de consistência temporal, a política será sustentável se o crescimento das reservas internacionais líquidas (menos a dívida externa do governo) for acompanhado pelo crescimento do superávit primário do governo menos os juros pagos sobre a dívida interna.

Com câmbio fixo, em face do desequilíbrio externo o governo eleva os juros internos para atrair reservas e tenta aumentar o superávit primário do governo.

Em 1998, o impacto do aumento de juros representa um valor da ordem de US\$ 40 bilhões e o aumento planejado do superávit primário é de US\$ 25 bilhões.

O impacto da elevação dos juros domésticos sobre o nível de reservas não é constante. Depende da situação da economia internacional, das expectativas dos investidores

internacionais sobre a estabilidade do País e da própria situação do saldo de transações comerciais, que, em prazo maior, é a garantia de liquidez que o País pode oferecer aos investimentos estrangeiros.

Em 1998, sem dúvida, a eficácia do aumento de juros é menor do que em 1997 e muito menor do que em 1994 e 1995. Assim, a política de aumento de juros perde sua eficácia quando é utilizada em situações de crescimento da dívida interna, desequilíbrio maior das contas externas e situação de instabilidade financeira internacional.

Poderíamos dizer que a eficácia da taxa de juros é menor para situações mais distantes do equilíbrio. Por outro lado, a produção de superávits fiscais primários em situação de crescimento negativo na produção e no emprego é pouco provável diante da queda do nível de arrecadação.

Assim, a política cambial e de juros adotada agora tem probabilidades pequenas de restabelecer o equilíbrio. Isto não quer dizer que a política cambial deva abandonar a taxa de câmbio fixo e caminhar para uma política de taxa cambial variável.

Diante da situação da economia brasileira, com excesso de oferta e desequilíbrio externo, teoricamente a melhor política deveria ser a de aumentar os juros e desvalorizar o câmbio. Neste caso, a política de câmbio e de juros tenderia a induzir o equilíbrio externo e interno, e teria condições de estabelecer o equilíbrio entre crescimento de ativos em reais e ativos em dólares.

### **III Desvalorização cambial e inflação**

Existem riscos elevados de que as desvalorizações cambiais possam provocar inflação. A estabilidade da moeda depende da rigidez de alguns preços básicos, como o salário nominal e a taxa cambial. Depende também da possibilidade de converter a moeda nacional em moeda estrangeira, assim como da estabilidade política.

A inflação brasileira anterior a 1994 decorria da conjugação de três fatores. Em primeiro lugar, salários comprimidos pelas leis salariais do período 64-84 foram sendo corrigidos cada vez mais freqüentemente com a democratização do País. Depois, a crise da dívida externa, a partir de 1982, criou incertezas sobre as regras de conversão da moeda nacional na moeda estrangeira. A partir da renegociação da dívida externa, em abril de 1994, e do fim da indexação em julho do mesmo ano, ambos os fatores deixaram de estar presentes.

A desvalorização cambial, se fosse única e estável, ou seja, se produzisse a perspectiva de estabilização da dívida externa, não tenderia a causar inflação. Riscos inflacionários seriam maiores se a desvalorização cambial fosse provocada por esgotamento das reservas e a desvalorização cambial não produzisse efeitos estabilizadores sobre as contas externas.

No tocante a salários, a elevação do nível de desemprego e o convívio com estabilidade de preços não devem provocar pressões inflacionárias.

Podemos, pois, concluir que uma desvalorização cambial que garantisse a conversibilidade e a estabilidade da nova taxa de câmbio deveria ter riscos inflacionários menores do que a inflação causada por desvalorizações cambiais insuficientes e sucessivas que trouxessem incerteza sobre a conversibilidade e o preço em dólares da moeda nacional.

#### **IV Conclusões**

A estratégia adotada de elevação das taxas de juros e manutenção da taxa cambial tem pequena probabilidade de sucesso. Até mesmo as autoridades econômicas têm pressa em reduzir as taxas de juros para que a perspectiva de equilíbrio seja restabelecida.

A escolha da taxa de juros como variável de ajuste não reconhece que a situação de desequilíbrio externo com desemprego, mesmo em regime de taxas cambiais fixas, exigiria correção cambial.

A política econômica atual também parece desconhecer o alto nível de desemprego, associando-o a problemas estruturais, e teme que qualquer alteração de preço relativo traga de volta a inflação.

Além disto, a estratégia adotada, de elevação da taxa de juros, gera custos elevadíssimos em termos de crescimento da dívida pública, redução de serviços públicos e concentração de gastos do governo em pagamento de juros. Tudo isto em nome do receio da inflação!

A política antiinflacionária, apesar de apresentada como política com efeitos redistributivos favoráveis é, na realidade, extremamente concentradora de renda. Ademais, reduz emprego, gera falências, aumenta a remuneração dos rentistas e pressiona salário nominal e real. É impossível imaginar que estes custos possam ser ao menos compensados pelo esotérico conceito de imposto inflacionário.



# Políticas econômicas e estabilização no Plano Real

Joaquim Elói Cirne de Toledo<sup>§</sup>

## RESUMO

O objetivo deste artigo é esboçar, sem a pretensão de originalidade, um referencial simples de análise e um conjunto de dados sobre o desempenho recente de certos indicadores macroeconômicos da economia brasileira. Argumentar-se-á, assim, que a política cambial do Plano Real - tão criticada - pode ser considerada como integralmente adequada. Por outro lado, a política fiscal deve ser julgada como fortemente inadequada. Finalmente, a política monetária - de juros - deve ser avaliada como inadequada - e, até mesmo, um verdadeiro desastre, pela herança que deixa, na forma de uma elevada dívida pública interna.

**Palavras-chave:** Plano Real, estabilização, política cambial, política monetária.

## ABSTRACT

The purpose of this article is to sketch a simple framework of analysis of the macroeconomic performance of the Brazilian economy. We show that the exchange policy of the Real Plan was completely right, in contradiction to many annalists who have always pointed its inadequacy. The weakness of the Real Plan must be search in the fiscal policy, which was highly inconsistent. Finally, the monetary policy can be seen as a great disaster. The reason was that with the extremely high interest rates the public debt increased enormously.

**Key words:** Real Plan, stabilization, exchange rate policy, monetary policy.

---

<sup>§</sup> Ph.D. Professor do Departamento de Economia da FEA-USP e FIPE.

## 1 Introdução

Uma avaliação segura do programa de estabilização implementado no Brasil a partir de 1994, o “Plano Real”, é claramente inviável. Primeiro, pela renitente incerteza, entre analistas e agentes econômicos relevantes, sobre sua sustentabilidade no longo prazo. Segundo, pelas crises financeiras e cambiais recorrentes, especialmente a detonada pela moratória da Rússia, no meio da crise asiática e da instabilidade da (possível) bolha especulativa nos mercados de ativos mundiais. Finalmente, pela ausência de distanciamento histórico, que permite um grau mais razoável de isenção para quem pretenda discutir o tema, como este autor.

Aceitando-se, então, o caráter altamente preliminar de qualquer avaliação das políticas adotadas e dos resultados obtidos ao longo desses quase cinco anos, deve-se reconhecer, de qualquer modo, a necessidade do debate. O objetivo deste artigo é esboçar, sem a pretensão de originalidade, um referencial simples de análise e um conjunto de dados sobre o desempenho recente de certos indicadores macroeconômicos da economia brasileira, que levam o presente autor a algumas conclusões tentativas. Argumentar-se-á, assim, que a política cambial - tão acerbamente criticada por gregos e troianos - pode ser considerada como integralmente adequada. Por outro lado, a política fiscal deve ser julgada como fortemente inadequada. Finalmente, a política monetária - de juros - deve ser avaliada como inadequada - e, até mesmo, um verdadeiro desastre, pela herança que deixa, na forma de uma elevada dívida pública interna.

O artigo está organizado da seguinte forma. As duas próximas seções reproduzem, com pequenas alterações, o “*framework*” básico de análise desenvolvido em Cirne de Toledo (1992), que é uma variante do conhecido “modelo australiano” da pequena economia aberta dependente. A seção 4 discute a correta alocação de instrumentos e objetivos de política econômica, obtida a partir do “*framework*” de análise. A seção 5 avalia as políticas econômicas adotadas ao longo do Plano Real, sob os critérios de aplicação na direção requerida, de suficiência de intensidade, e, finalmente, de alcance do objetivo desejado. Algumas considerações finais concluem o artigo.



## 2 O modelo<sup>1</sup>

O referencial básico de análise, ou o *framework* teórico, é um modelo macroeconômico<sup>2</sup> simples e popular, amplamente conhecido na literatura econômica. O modelo considera dois tipos de bens, *tradeables* e *non-tradeables*. Há dois equilíbrios (ou objetivos) simultâneos: o do Balanço de Pagamentos e o da economia doméstica.

### 2.1 Balanço de pagamentos

A estrutura do Balanço de Pagamentos (BoP) é muito simples. A Balança de Transações Correntes (T) depende simultaneamente da taxa real de câmbio e da demanda agregada doméstica. A Balança de Capitais (BK) depende do diferencial de juros interno e externo (ajustado pela desvalorização esperada, que é uma função da estrutura do BoP), e das percepções de risco/retorno dos investidores. Assume-se, realisticamente, que a estabilização de uma economia cronicamente inflacionária melhora tais percepções, induzindo, “*ceteris paribus*” a um aumento nos fluxos de capitais para o País.

$$\text{BoP} = T + \text{BK} \quad (1)$$

$$\begin{aligned} T &= T(e, A) \\ \partial T / \partial e &> 0, \partial T / \partial A < 0 \end{aligned} \quad (2)$$

$$e = P_t / P_n \quad (3)$$

$$P_T = E \cdot P^* \quad (4)$$

$$\text{BK} = \text{BK}(r - r^* - e); \text{BK}' > 0 \quad (5)$$

onde

Bop = Balanço de Pagamentos

T = Balança de Transações Correntes

1 Esta seção reproduz quase integralmente as seções 2 e 3 de Cirne de Toledo (1992).

2 Este é o “modelo da economia dependente”, originado na literatura australiana sobre comércio exterior, de Wilson (1931), Salter (1959) e Swan (1960, 1963). O leitor interessado encontrará uma clara exposição, bem como extensas referências, em Dornbusch (1980). O modelo aqui apresentado difere do *standard*, pela inclusão do efeito kaleckiano dos salários reais, sobre a demanda agregada, e pela descrição da inflação.

BK - Balança de Capitais

$e$  = taxa de câmbio

$P_t$  = preço doméstico (em moeda nacional) de *tradeables*

$P_n$  = preço doméstico de *non-tradeables*

$P^*$  = nível nominal de preços internacional

$A$  = demanda agregada doméstica

Equilíbrio no BoP significa, obviamente,

$$\text{BoP} = 0 \quad (6)$$

## 2.2 Equilíbrio doméstico

O equilíbrio no mercado de *non-tradeables* (exclusivamente doméstico) é dado pela equação (7):

$$\begin{aligned} D_n(e, A) &= S_n(e) \\ \partial D_n / \partial e &> 0; \partial D_n / \partial A > 0; dS_n/de < 0 \end{aligned} \quad (7)$$

onde

$D_n$  = Demanda por *non-tradeables*

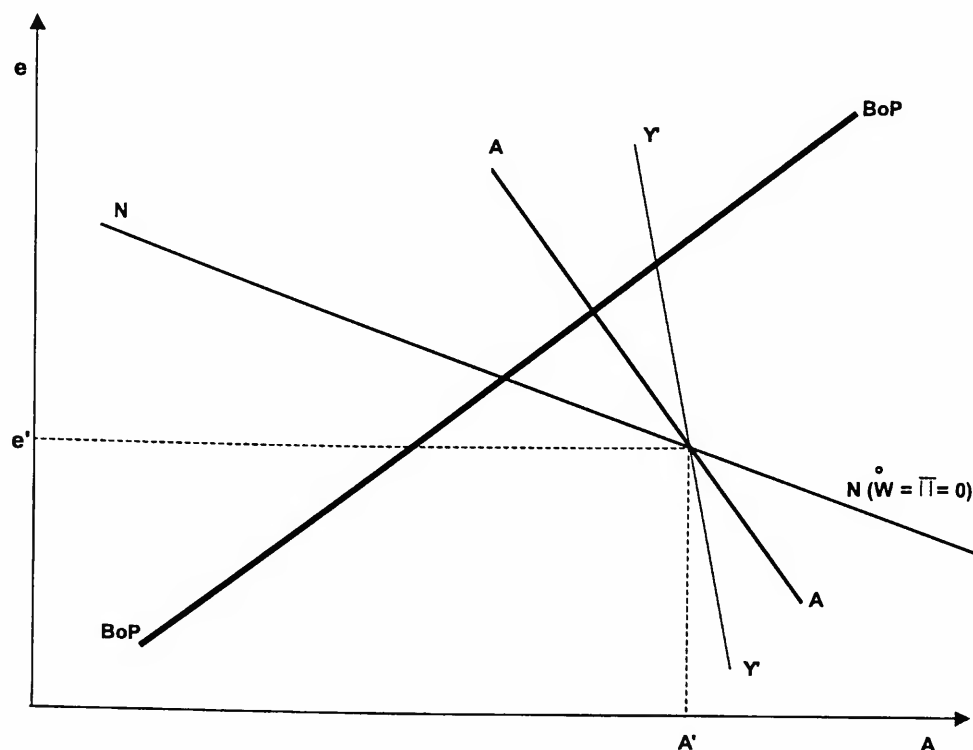
$S_n$  = Oferta de *non-tradeables*

Como é óbvio, a demanda por *non-tradeables* varia diretamente com a demanda agregada doméstica e com a taxa real de câmbio (ou seja, o inverso do preço relativo de *non-tradeables*). A oferta, por sua vez, cresce quando aumenta o preço relativo  $P_n/P_t$  (ou seja, quando cai a taxa real de câmbio).

## 2.3 Equilíbrio simultâneo

O Gráfico 1 mostra a solução do modelo. No gráfico, o equilíbrio simultâneo externo-interno é obtido no ponto E.

Gráfico 1



A curva BoP é o *locus* dos pontos de equilíbrio no BoP. Ela é positivamente inclinada: um aumento na demanda agregada doméstica deteriora a Balança de Transações Correntes; para restabelecer o equilíbrio é necessária uma taxa real de câmbio mais elevada. No Gráfico, a curva BoP está construída para  $r = r^*$ , ou seja, com  $e = 0 = BK$ .

A curva NN, negativamente inclinada, é o *locus* dos pontos de equilíbrio no mercado de *non-tradeables*. Um aumento na demanda agregada doméstica aumenta a demanda por *non-tradeables*; para atingir o equilíbrio, o preço relativo dos *non-tradeables* deve subir (a taxa real de câmbio deve cair).

## 2.4 Demanda agregada doméstica

Do lado da demanda, é preciso complementar o modelo *standard* com a relação kaleckiana: maiores salários reais aumentam a demanda agregada doméstica. Salários reais, por sua vez, são uma função inversa da taxa real de câmbio.

$$A = A(w, F); \partial A / \partial w > 0, \partial A / \partial F > 0 \quad (8)$$

$$\omega = W/P \quad (9)$$

$$P = P_t \ P_n \quad (10)$$

$$P_n = (1 + b)W/C \quad (11)$$

$\omega$  = salário real

$P$  = nível geral (doméstico) de preços

$W$  = salário nominal

$b$  = *mark-up*

$C$  = produtividade marginal física do trabalho

$F$  = indicador de política fiscal expansionista

Dado o *mark-up* doméstico (para bens *non-tradeables*) e a produtividade do trabalho, está fixado o salário-produto, em termos de *non-tradeables*. Nesse caso, o que ocorrer com o preço relativo de *non-tradeables/tradeables* também ocorrerá com o salário-produto, em termos de *tradeables*. Assim, uma redução da taxa real de câmbio aumentará o salário real: sobe o preço de *non-tradeables*, em termos de *tradeables* e, logo, sobe o salário-produto, em termos de *tradeables*.

$$\omega = w(e); \omega' < 0 \quad (12)$$

A equação (12), como é óbvio, é resultante das equações (9), (10) e (11).

Finalmente, temos:

$$A = A(\omega(e)) = A(e); A' < 0 \quad (13)$$

Assume-se, realisticamente, que apesar do efeito positivo da redução da taxa real de câmbio sobre os salários reais e, logo, sobre a demanda doméstica, o mercado de *non-tradeables* tem um ponto de equilíbrio. Graficamente, isso significa que a curva que relaciona demanda agregada doméstica e taxa real de câmbio (AA) é mais (negativamente) inclinada que a curva NN.

## 2.5 Inflação

Uma das causas de inflação (ou de sua aceleração) é a pressão de custos salariais (dados o *mark-up* e a produtividade). Como a curva NN é o *locus* dos pontos de equilíbrio no mercado de *non-tradeables*, é também o *locus* de pontos tais que o salário nominal esteja estável, ou seja:

$$W = 0 \text{ ao longo de NN} \quad (14)$$

O comportamento sindical é descrito pela equação (15):

$$W = W(\omega, u); \partial W / \partial \omega < 0, \partial W / \partial u < 0 \quad (15)$$

onde

$W = dW/dt$  = variação nominal de salários, no tempo

Em outras palavras, quanto menor o salário real, maior a pressão sindical e, logo, maiores serão os aumentos de salários nominais e, então, a inflação. Por outro lado, quanto maior o desemprego, menor a pressão salarial (menor a inflação). Logo, descendo ao longo de NN, temos simultaneamente zero inflação ( $W = 0$ , por construção de NN) e maior nível de atividade econômica, pois a taxa real de câmbio sendo menor, o salário real é maior, viabilizando menor desemprego (maior nível de atividade) sem pressão inflacionária.

## 2.6 Atividade econômica

Realisticamente, assume-se que a produção de *tradeables* requer tempo. Ou seja, o nível de atividade no setor *tradeables* é pouco afetado pela taxa real de câmbio, no curto prazo, aumentando a resposta positiva a médio/longo prazos.

Em termos gráficos, isso significa que, ao longo da curva AA, o nível de atividade é crescente a curto/médio prazos.

No Gráfico 1,  $y^*$  é aquele nível de renda compatível com inflação-zero, e com o nível de demanda doméstica  $A^*$ , quando  $\omega = \omega(e^*)$ , e  $A = A^* = (w^*)$

Pelas hipóteses acima, a curva  $y^*$   $y^*$  é mais inclinada do que a curva AA.

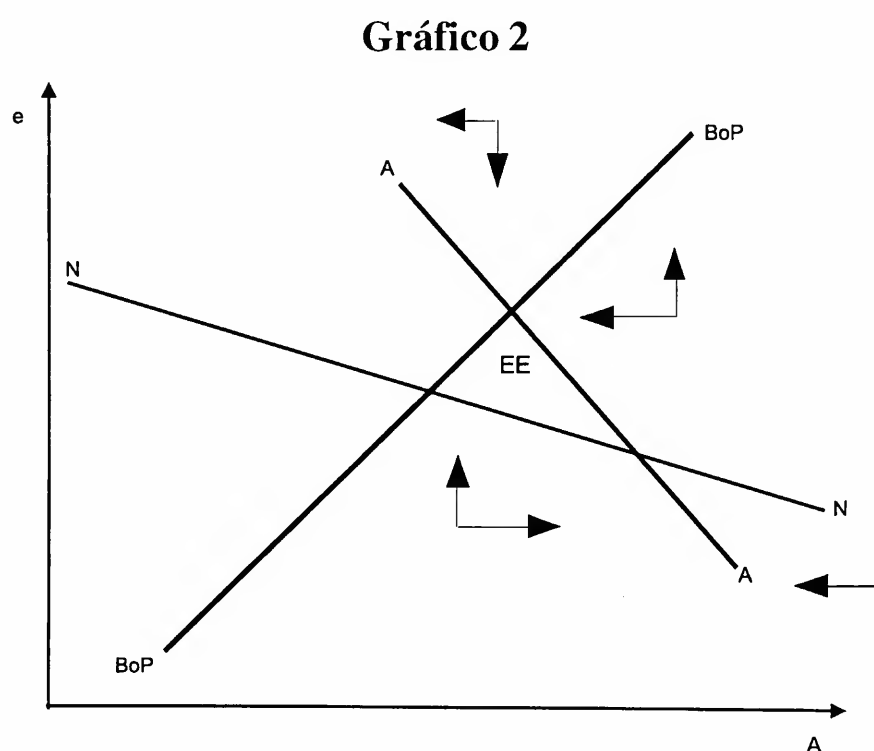
## 3 Dinâmica, regimes cambiais e estabilização

A dinâmica da economia, neste modelo, depende do regime cambial: taxa “fixa” de câmbio ou taxa flutuante. O regime de taxa fixa implica a determinação da taxa real de

câmbio pelo equilíbrio doméstico. Simetricamente, o regime de taxa flutuante implica a determinação da taxa real de câmbio pelo equilíbrio do BoP.<sup>3</sup>

### 3.1 Taxas flutuantes

No regime de taxa flutuante, o BoP está permanentemente equilibrado (ou seja, a economia encontra-se sempre sobre a curva  $\text{BoP} = 0$ ). No Gráfico 2, as setas indicam a dinâmica da taxa real de câmbio e do nível de demanda agregada doméstica.



A dinâmica da demanda agregada doméstica é simples e comum a ambos os regimes cambiais. Considere-se um plano abaixo e à esquerda da curva  $AA$ , como ponto  $B$ , no Gráfico 2. Nesse ponto, a demanda agregada efetiva é inferior àquela correspondente à demanda “de equilíbrio” (por construção, sobre a curva  $AA$ ). Dados o salário real (ou seja, dada a taxa real de câmbio) e a política fiscal, a demanda só pode ser mais baixa se o nível de atividade e de renda for inferior ao de equilíbrio. Ou seja, existe excesso de demanda, e a atividade econômica (a renda) está se expandindo.

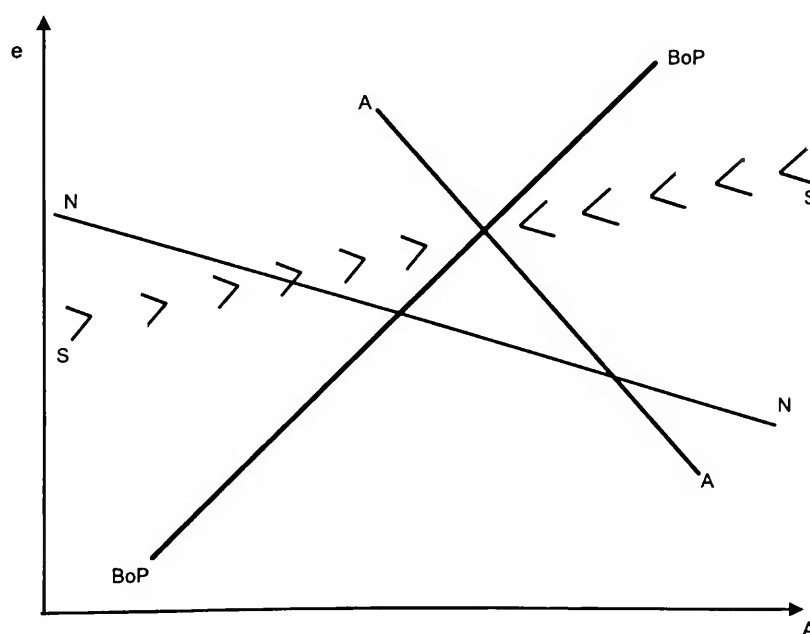
3 A associação entre (i) taxa flutuante de câmbio, e a dicotomia equilíbrio externo/desequilíbrio doméstico e (ii) taxa fixa de câmbio e a dicotomia desequilíbrio externo/equilíbrio interno também aparece em Franco (1991), mas a partir de um referencial teórico diferente. O *paper* de G. Franco não era conhecido pelo autor quando da elaboração de Cirne de Toledo (1992).

Pelo efeito sobre o consumo, a demanda agregada também se expandirá, mas em menor proporção (pois aumentam a poupança e o déficit externo, como é óbvio). Logo, a partir do ponto B, a demanda cresce, até atingir a curva AA. Simetricamente, à direita e acima de AA, a demanda se contrai (pois cai a atividade, pelo excesso de oferta agregada).

A dinâmica da taxa real de câmbio, por outro lado, é simples e óbvia. Sob um regime de câmbio flutuante, qualquer situação de déficit “incipiente” (ou potencial) leva à imediata desvalorização cambial. Ou seja, acima e à esquerda da curva BoP a taxa real de câmbio cai (aprecia-se). Simetricamente, abaixo de BoP a taxa sobe (deprecia-se). Com o rápido ajuste do mercado de ativos a economia estará “sempre” sobre  $BoP = 0$ . O ponto de equilíbrio da economia, então, será o ponto EE (de equilíbrio externo).

Na realidade, a afirmação acima deve ser qualificada. É preciso levar em conta os efeitos da mudança da taxa de câmbio sobre a Balança de Capitais. Fora do ponto EE, há expectativa de apreciação ou depreciação cambial; logo, haverá movimentos endógenos de capital, que deslocam a curva  $BoP = 0$ . A posição final da curva não é afetada quando o ajuste é atingido, mas o caminho de aproximação do equilíbrio será fora de  $BoP = 0$  (como o caminho SS, no Gráfico 3). A curva SS fica acima de  $BoP = 0$ , à esquerda do ponto EE, e abaixo daquela curva, à direita de EE (ou seja, SS passa por EE e é menos positivamente inclinada que a curva  $BoP = 0$ ).

**Gráfico 3**



À esquerda de EE, a taxa de câmbio está abaixo do equilíbrio de longo prazo (EE); logo, haverá uma depreciação real esperada (tanto maior quanto menor for a taxa real de câmbio). A expectativa de desvalorização real induz à fuga de capitais (há muita demanda pelo ativo “dólar”), requerendo um superávit compensatório na Balança de Transações

Correntes. Logo, a taxa real de câmbio tende a estar acima de BoP. Simetricamente, à direita de EE se espera uma apreciação real, logo, há entrada de capitais, que financiam o déficit em transações correntes.

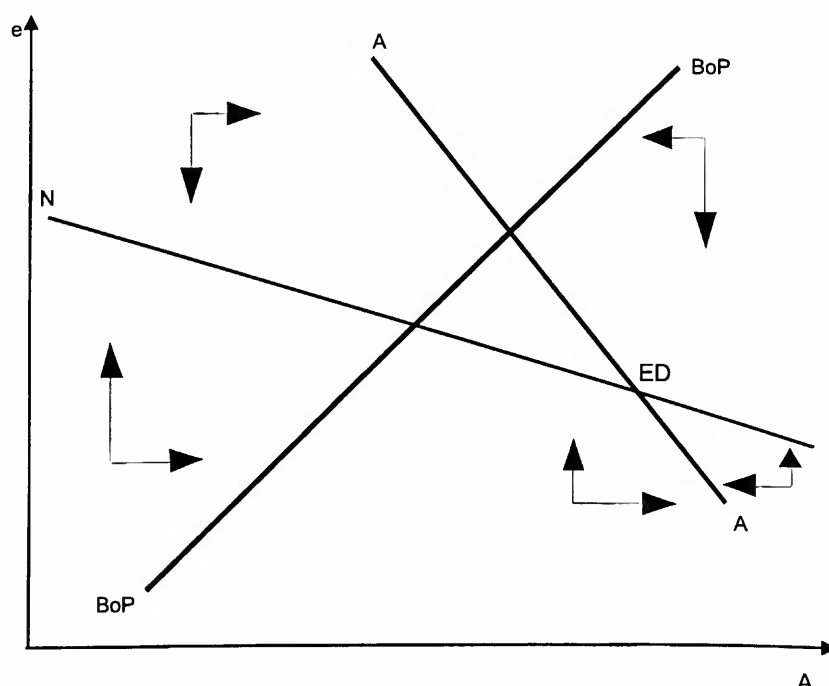
O ponto EE, portanto, indica a posição final da economia. Neste ponto o BoP está equilibrado e a Balança de Transações Correntes ajustada ao fluxo “natural” de capitais (compatível com a estabilidade da taxa real de câmbio). Do lado doméstico, porém, não há equilíbrio. A demanda agregada é igual à “oferta” agregada, é verdade; mas o nível de salário real é muito baixo, dados os níveis de atividade e emprego, para obter estabilidade de salários e preços (ou seja, está-se à esquerda da curva de Phillips de longo prazo). Obviamente, há inflação e, com expectativas, aceleração inflacionária.

O equilíbrio de demanda, renda, salário real, taxa real de câmbio e BoP, então, é obtido à custa do equilíbrio do nível de preços, sob um regime de taxas de câmbio flutuantes.

### 3.2 Taxas fixas

No regime de taxas (nominais) fixas de câmbio, a dinâmica da taxa real de câmbio é comandada pela situação doméstica, ou seja, pela curva NN. No Gráfico 4, as setas indicam as forças dinâmicas. Acima e à direita de NN o salário real é baixo demais, dado o nível de atividade, para haver estabilidade de salários/preços. Os salários estarão subindo e, com eles, os preços de *non-tradeables*. Dada a taxa de câmbio, o preço relativo  $P_t/P_n$  estará caindo. Simetricamente, abaixo e à esquerda de NN a taxa real de câmbio tenderá (talvez muito lentamente) a subir, pela deflação doméstica.

Gráfico 4



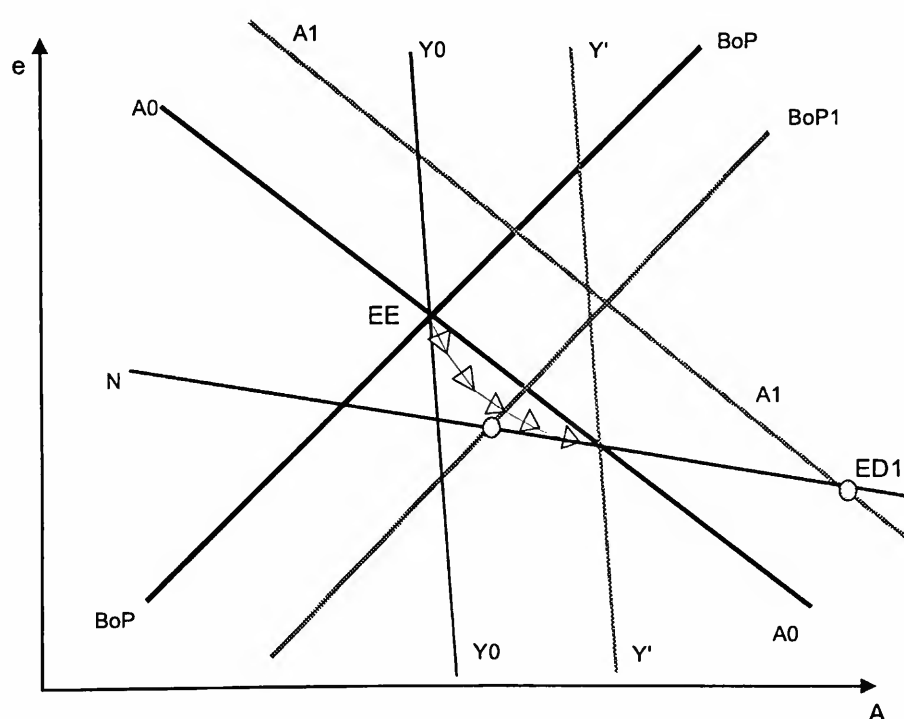


O ponto de “equilíbrio” final da economia será o ponto ED. Nessa situação, as variáveis reais são estáveis e não há inflação. No entanto, há um déficit potencial no BoP (à taxa de juros original), requerendo um aumento no diferencial de juros doméstico, ajustado pela expectativa de desvalorização futura.

### 3.3 Estabilização

Supondo que a estabilização amplia o fluxo de capitais para a economia, a curva  $\text{BoP} = 0$  será então deslocada para baixo (vide Gráfico 5). Por outro lado, os ganhos reais de salário ampliam a demanda e o déficit externo, podendo torná-lo excessivo (como no ponto C, no Gráfico 5). Em outras palavras, a apreciação endógena da taxa real de câmbio pode levar a economia a uma trajetória insustentável de déficit externo.

Gráfico 5



Suponha que, além disso, a economia ainda experimente uma política fiscal expansiva (que desloca  $AA$  para cima e à direita). Sob um regime de taxa “fixa” de câmbio, o déficit externo se expandirá, ao mesmo tempo que a taxa real de câmbio se apreciará - ou seja, veremos o clássico problema dos “déficits gêmeos”

Se o déficit externo for excessivo, haverá um “*overshooting*” na apreciação cambial. No longo prazo, então, o câmbio se desvalorizará. A desvalorização não será inflacionária se e

somente se ocorrer junto com o deslocamento da curva AA (de demanda agregada), provocado pela adoção de políticas fiscais restritivas. A desvalorização, por outro lado, terá tão menores efeitos de redução do nível de salário real (e, logo, do nível de atividade econômica não-inflacionário), quanto maiores forem os ganhos de produtividade sistêmica na economia, em ambos **ou** em qualquer um dos dois setores. Finalmente, em geral a desvalorização será inevitável (ajustada por ganhos diferenciais de produtividade entre os dois setores) devido tanto à inviabilidade - especialmente, do ponto de vista fiscal - da manutenção de juros reais “excessivos”, como também à necessidade de geração de maiores superávits de comércio futuros, para servir o passivo externo líquido adicional gerado ao longo do processo.

Claramente, é preciso evitar um “*boom*” de demanda ao longo do processo de estabilização, sob risco de destruir sua sustentabilidade de longo prazo. Primeiro, porque quanto maior o “*boom*” (quanto mais à direita ao longo de NN estivermos), maior terá que ser a apreciação real da taxa de câmbio, para não haver inflação. Segundo, porque também tanto maior será, então, o déficit na Balança de Transações Correntes, requerendo maiores juros, que agravam eventuais desequilíbrios fiscais. Finalmente, como já discutido acima, tanto maior será também a desvalorização futura (e sua expectativa), devido à acumulação de passivo externo líquido.

#### **4 Alocação de instrumentos e objetivos na estabilização**

A correta alocação de instrumentos e objetivos de política econômica ao longo de um programa de estabilização, como o Plano Real, pode ser obtida do “*framework*” acima, complementado por algumas hipóteses macroeconômicas generalizadamente aceitas.

Assim, assumir-se-á que:

- a) o serviço da dívida interna, dado pelo produto da taxa real (média) de juros paga sobre a dívida pública, vezes o valor de seu estoque, é um componente endógeno que afeta a política fiscal “autônoma”. já que reduz a tributação líquida; e,
- b) a privatização pode ser utilizada para reduzir o estoque de dívida pública interna.

Esta análise propõe, então, a seguinte alocação de instrumentos e objetivos de política econômica, para se alcançar uma estabilização sustentável em um país como o Brasil pré-Plano Real.

---

Objetivos	Instrumentos
✓ Estabilidade de preços	✓ Regime cambial de taxas fixas
✓ Equilíbrio de curto prazo do BoP (reservas estáveis)	✓ Taxas de Juros
✓ Sustentabilidade do BoP no longo prazo (estabilidade da relação passivo externo líquido/PIB)	✓ Política fiscal restritiva
✓ Sustentabilidade da política monetária e eficácia da política fiscal autônoma, no longo prazo (estabilidade da relação dívida pública/PIB)	✓ Privatização

---

## 5 Avaliação preliminar das políticas

A lógica econômica sugere que a avaliação de políticas econômicas pode ser feita por meio de três critérios simultâneos:

- a) a adoção da política na direção sugerida pelo “*framework*” teórico adotado;
- b) a exata suficiência da intensidade das medidas; e, acima de tudo,
- c) o alcance do objetivo proposto.

As políticas cambial, monetária, fiscal (“autônoma”) e de privatização adotadas ao longo do Plano Real são avaliadas a seguir, de acordo com esses critérios.

## 5.1 Política (ou regime) cambial

**Direção requerida:** regime cambial de taxas “fixas” (ou administradas). Efetivamente, houve apreciação nominal, nos primeiros meses do Plano Real, seguida de desvalorizações constantes posteriores (com exceção de Março/95), módicas e consistentes com baixa inflação.

**Suficiência de intensidade:** a taxa cambial “real” (medida pela *proxy* da taxa deflacionada pelo INPC) sofreu apreciação entre Julho/94 e Julho/96; até então, a taxa anualizada de inflação (obtida das médias móveis trimestrais) esteve acima de 10% a.a.

**Realização do objetivo:** a taxa de inflação (INPC) acumulada em 12 meses atingiu e mantém-se em níveis internacionais (abaixo de 4% a.a.), desde Agosto/98 (inclusive).

Tendo atendido plenamente todos os critérios de avaliação, a política cambial deve ser avaliada como integralmente correta e bem-sucedida.

## 5.2 Política monetária (juros)

**Direção requerida:** taxas acima das internacionais (compensada a desvalorização). O Plano Real foi marcado por taxas de juros elevadas, tanto em termos reais, como relativamente à desvalorização cambial.

**Suficiência de intensidade:** excessiva, durante quase todo o Plano Real, levando à rápida e exagerada acumulação de reservas - e, o que é pior, apesar da imposição de medidas de **restrição** (!) à entrada de capitais (o que, é claro, é a “prova do pudim” do excesso da política). A taxa real média de juros, de Julho/94 a Setembro/98, foi de cerca de 20 % a.a., a taxa média, ajustada pela desvalorização cambial (o “cupom cambial *ex-post*”), é ainda mais assustadoramente elevada, atingindo 30,5%a.a. naquele mesmo período. Como consequência, os déficits públicos e a dívida pública se expandiram, levando a um custo da dívida pública líquida equivalente a algo próximo de 7% do PIB, em 1998, e a uma relação dívida/PIB de 38,6% em Julho/98, contra 28,1% em Dezembro/94.

**Realização do objetivo:** reservas sempre positivas e elevadas, ao longo de todo o Plano Real, mas sem que fossem evitadas crises cambiais recorrentes (em Março/95, Outubro/97 e Setembro/98).

Tendo em vista, primeiro, que nem todos os critérios de avaliação foram atendidos, e, segundo, seus efeitos altamente nocivos sobre a política fiscal, é mister julgar insatisfatória a condução da política monetária ao longo do Plano Real.

### 5.3 Política fiscal

**Direção requerida:** política restritiva, para minorar (ou reverter) o “*boom*” de demanda induzido pelos ganhos reais de salário, viabilizados pela apreciação cambial. A taxa real de câmbio - R\$/US\$ vs. INPC - apreciou-se cerca de 50% entre Julho/94 e Julho/1996 (ou seja, uma “defasagem” de 1/3), enquanto o salário real cresceu 28,53% entre as mesmas datas. No mesmo período, o nível de consultas ao SCPC na capital de São Paulo (um indicador de consumo largamente utilizado) cresceu cerca de 40%, enquanto o nível de atividade industrial (medido pelo INA/FIESP) cresceu cerca de 20%. A política fiscal efetiva, ao contrário do que era requerido, foi **expansiva**, com o resultado primário (conjunto do setor público) passando de um **superávit** de cerca de 3% do PIB, nos primeiros 12 meses do Real (contra um superávit de 5,3%, em 1994), para um **déficit** de cerca de 1% do PIB (12 meses terminados em Junho/96). A mudança foi de 4% do PIB, no sentido expansionista, apesar do aumento da carga tributária bruta, de 25,8% do PIB em 1993, para 29,8% do PIB em 1996 (e 31%, estimados para 1998).

- **Suficiência de intensidade:** como já discutido, além de ir no sentido inverso ao requerido, ainda por cima a política fiscal foi fortemente expansiva.

**Realização do objetivo:** como é óbvio, o objetivo **não** foi atendido. Ao contrário, a Balança de Transações Correntes deixou de ser equilibrada (situação pré-Real), alcançando o nível sustentável (de longo prazo) de um déficit 2% do PIB em meados de 1995 e, novamente, em meados de 1996, subindo depois, porém, para o nível **insustentável** de 4% do PIB, em 1997/1998.

Não resta a menor dúvida de que a política fiscal deve ser **plenamente reprovada** em sua avaliação.

### 5.4 Política de Privatização

Sucintamente analisada, pode-se considerar esta política como adequada. O crescimento da relação dívida/PIB, como já referido, ocorreu em função dos enormes déficits públicos observados ao longo de todo o Plano Real (parcialmente como resultado de juros excessivos).

De acordo com informações oficiais, o valor das privatizações atingiu cerca de 10% do PIB, o que classifica o programa brasileiro, provavelmente, como o de maior envergadura na experiência internacional recente. Não se podia exigir mais da política de privatização.

## 6 Conclusões finais

Este artigo teve um objetivo duplo. Primeiro, expor o referencial teórico sugerido para a avaliação das políticas adotadas no Plano Real. Adotando-se tal referencial, essa avaliação é consequência imediata, quase trivial (sendo o segundo objetivo deste artigo).

A avaliação preliminar aqui apresentada sugere que a política cambial foi plenamente adequada, não cabendo, então, críticas à sua condução. O mesmo se pode dizer da política de privatização. Se a taxa real de câmbio parece valorizada, hoje; se os déficits externos são insustentáveis; e, finalmente, se a dívida pública (e seu serviço) são excessivos, a responsabilidade é única e exclusivamente da adoção de políticas **fiscal e monetária** inadequadas, ao longo do Plano Real.

Por outro lado, essa análise também sugere que a alteração do regime cambial não é aconselhável, especialmente se adicionarmos ao modelo a formação de expectativas de desvalorização dependentes da situação **fiscal** (déficit e dívida pública), pois a desvalorização pode ser a forma de simultaneamente depreciar a dívida pública interna e gerar o financiamento do déficit público pelo imposto inflacionário. Se esse for o caso, pode não haver uma política cambial alternativa mais adequada do que a atual.

## Referências Bibliográficas

Cirne de Toledo, J.E. (1988a). Indexação e hiperinflação. *Informações FIPE* n. 96, p. 10-12, abril/maio 1988a.

\_\_\_\_\_. *Dívida, juros, déficit e inflação*. Seminário sobre Inflação e Política de Estabilização: Brasília, novembro 1988b.

\_\_\_\_\_. Preços relativos e inflação. FIPE/USP, fevereiro 1991a, mimeo.

\_\_\_\_\_. *Programa e planos de estabilização na administração Collor: o sucesso nos fracassos*. IEA/USP, abril 1991b.

\_\_\_\_\_. Brasil - reformas estruturais: notas preliminares para o Fórum Capital-Trabalho” IEA/USP, janeiro, 1992a, mimeo.

\_\_\_\_\_ Recessão e aceleração inflacionária. FIPE/USP, janeiro 1992b, mimeo.

Damill, Mario *et alii*. *La evolución de la economía a argentina a partir del Plan de Convertibilidad*. Buenos Aires: CEDES: janeiro 1992.

Dornbusch, R. *Open economy macroeconomics*. Nova York: Basic Books, 1980. (Cap.6, especialmente p. 97-108).

Franco, G. *Dolarização: mecanismos, mágicas e fundamentos*. PUC/RIO, agosto 1991.

Salter, W. Internal and external balance: the role of price and expenditure effects. *Economic Record* 35, p. 226-238, 1959.

Swan, T. Longer run problems of the balance of payments. *In*: Arndt, H. & Corden, M. (orgs.), *The Australian economy: a volume of readings*. Melbourne, Australia: Cheshire Press, 1963.

Wilson, R. *Capital imports and the terms of trade*. Melbourne, Australia. Melbourne University Press, 1931





# Plano Real: do sucesso ao impasse

Luiz Gonzaga Belluzzo<sup>§</sup>

## RESUMO

Este artigo trata inicialmente do colapso cambial e da crise monetária e sua influência nas experiências inflacionárias mundiais após 1979. Analisa a seguir a grande dependência da estabilização durante o Plano Real em relação aos financiamentos externos. Uma análise crítica da política de âncora cambial seguida no Brasil após 1994 é então incorporada ao texto. Argumenta-se sobre a inconsistência desta política cambial e da política monetária contracionista de juros altos.

**Palavras-chave:** Plano Real, estabilização, política cambial.

## ABSTRACT

Initially this article deals with the worldwide collapse of the exchange rate regimes and the ensuing monetary crises and their influence upon the inflationary experiences after 1979. The author analyses also the great reliance on foreign source of financing during the Real Plan. A critical analyses of the fixed exchange rate regime followed in Brazil after 1994 is then included in the text. The author argues also about the inconsistencies of the exchange rate policy and the contractionary monetary policy of high interest rate.

**Key words:** Real Plan, stabilization, exchange rate policy.

---

<sup>§</sup> Do Instituto de Economia da UNICAMP.

## Colapso cambial e crise monetária

O ano de 1979 marca o início do fim do padrão de financiamento externo que sustentou, por mais de uma década, o crescimento e o precário regime de baixa inflação na América Latina. Foi em outubro de 1979 que o *chairman* do *Federal Reserve*, Paul Volker, decidiu impor ao mundo, e particularmente aos países devedores, a carga insuportável de defesa do dólar e da estabilização da economia americana. O enfraquecimento do dólar como **padrão monetário** internacional obrigou os Estados Unidos a um exercício extremo de poder, concentrado na defesa da função de reserva universal de sua moeda nacional. Esse movimento significou, sobretudo para os países endividados, a irrupção de crises cambiais e fiscais profundas, acompanhadas da ameaça de destruição de seus respectivos sistemas monetários nacionais.

As tentativas de estabilização, ou seja, de restaurar a confiança na moeda local, foram, pelo menos durante uma década, sistematicamente derrotadas pela incapacidade dos estados nacionais da periferia, não só de compatibilizar o ajustamento do balanço de pagamentos e a reordenação das finanças públicas, mas também de enfrentar resistência à mudança dos grupos enriquecidos da sociedade. Essa crise das economias latino-americanas é uma crise da soberania do Estado, ameaçado em uma de suas prerrogativas fundamentais, a de gerir a moeda. Gerir a moeda significa, antes de mais nada, preservar a unidade de suas três funções - padrão de preços, meio de circulação e reserva de valor - e impedir que quaisquer outros ativos (moeda estrangeira, títulos financeiros públicos ou privados, mercadorias particulares) possam assumir essas funções ou algumas delas, colocando em marcha um processo de fracionamento do sistema monetário e da sociedade fundada nas relações mercantis.

A dolarização e sua sombra, a emissão de moeda indexada, representam uma ruptura violenta naquela unidade e uma ameaça permanente ao valor da moeda e à capacidade de administração do Estado. A possibilidade de **substituição monetária** revela a natureza hierárquica das relações entre as moedas na economia mundial. Isto significa que são sempre problemáticas as relações entre as moedas nacionais “fracas” - no sentido de que não gozam de boa ou nenhuma reputação como instrumentos de denominação ou de liquidação de transações internacionais - e o *standard* universal.

Poucos têm dúvidas quanto à origem dos processos inflacionários crônicos e assustadoramente instáveis que atingiram, no início dos oitenta, as economias latino-americanas: está no colapso do financiamento externo e na correspondente crise fiscal que se manifestou quando os programas de ajustamento começaram a ser implementados.

As estratégias de administração monetária adotadas no Brasil para enfrentar essa grave situação conseguiram, é verdade, evitar a explosão imediata da hiperinflação ou a ocorrência de uma devastadora liquidação de ativos. Mas isso foi feito mediante uma socialização dos prejuízos e, mais que isso, de uma ampla socialização dos riscos. Com a emissão de moeda indexada ou títulos dolarizados, os governos garantiram aos agentes privados a possibilidade de arbitragem entre ativos financeiros, absorvendo, mediante desequilíbrios fiscais e patrimoniais crônicos, os riscos de taxa de juros e o risco cambial.

A concentração dos riscos no Estado garantiu o poder de compra da riqueza financeira, mas provocou outras conseqüências. Uma delas, talvez a mais importante, é que o Estado, ao tentar evitar o colapso do sistema monetário, pela emissão de um ativo garantido contra oscilações do poder de compra, determinou a polarização das expectativas privadas. O ativo protegido concentra as atenções do mercado, sua demanda sobe, o preço aumenta, maior é o seu poder de atração como reserva de valor. A economia não explode num desastre hiperinflacionário, mas começa a apodrecer no rentismo e no hábito da indexação.

O ponto central é que tais estratégias de administração monetária tentam manter a confiança dos agentes - proprietários da riqueza líquida - solapando, ao mesmo tempo, a confiança na moeda. A moeda e a confiança nela são fenômenos coletivos, sociais. Tenho confiança na moeda porque sei que o **outro** está disposto a aceitá-la como forma geral de existência do valor das mercadorias particulares, dos contratos e da riqueza. O metabolismo da troca, da produção, dos pagamentos, depende do grau de **confiança** na preservação da forma geral do valor, que deve comandar cada ato particular e contingente. A reprodução da sociedade fundada no enriquecimento privado depende da capacidade do Estado de manter a integridade da convenção social que serve de norma aos atos dos produtores independentes.

Se a relação entre os proprietários privados de riqueza ou, se quiserem, entre os centros independentes de produção é entendida a partir da idéia de que os interesses estão pré-reconciliados pela ação dos agentes, então as crises podem ser vistas como acontecimentos fortuitos ou anormais, provocados, por exemplo, pela ação desorganizadora do Estado. Tal mistificação formal supõe, portanto, que a socialização dos indivíduos privados, separados pela divisão social do trabalho, esteja garantida *a priori* e ancorada na racionalidade otimizada que ajusta os meios aos fins. Curiosamente, nessa versão extrema do individualismo, o indivíduo é transformado num autômato, num estrategista sem escolhas.

Se, ao contrário, o processo de socialização dos proprietários privados é visto como o resultado da **institucionalização** de uma rivalidade irreduzível entre proprietários de

riqueza, então é preciso reconhecer que as instituições que nascem do conflito são, elas mesmas, instáveis e sujeitas ao colapso e a reorganizações periódicas. A ordem monetária disciplina e dá sentido à rivalidade irreduzível que preside a busca do ganho privado. O comportamento “maximizador”, sem a moeda ou sem o constrangimento de suas normas, se transformaria numa guerra de todos contra todos. Mas, como a moeda, em si, é produto da luta encarniçada pela riqueza, também não está a salvo de rupturas periódicas que fazem a sociedade retornar a seu estado primitivo. A ordem monetária nacional é indissociável da soberania do Estado, e sua sobrevivência supõe que os litigantes privados acatem a moeda como uma convenção necessária para a reprodução do processo de circulação das mercadorias e de avaliação da riqueza.

Assim, para o bom andamento das coisas, os agentes privados têm de acreditar nessa convenção precária e transformá-la numa **âncora natural**, num centro de gravitação de suas decisões, girando como a Terra em torno do Sol. O comportamento rotineiro, diz o professor Aglietta, é produto da “ilusão monetária”, que torna possível à moeda cumprir simultaneamente suas funções de unidade de conta, meio de circulação e reserva de valor. Essa ilusão deve ser suficientemente enraizada para permitir o movimento de preços relativos e a operação de forças da oferta e da demanda. Se, por exemplo, empresários e trabalhadores tentam escapar à ilusão monetária, procurando fixar seus rendimentos em termos reais, por meio da indexação ou da referência a uma divisa estrangeira, estarão dando o primeiro passo para a hiperinflação e para a destruição da moeda. Essa trajetória poderá ser longa, como foi no Brasil, mas terminará inexoravelmente no colapso da ordem monetária.

As crises monetárias podem ser interpretadas sempre como rupturas nos critérios rotineiros de avaliação dos agentes econômicos quanto à conveniência de manter a posse da moeda como forma da riqueza. Nessas circunstâncias, as políticas monetária e fiscal do Estado sofrem uma grave restrição em sua capacidade de regular o comportamento dos centros privados de produção e acumulação de riqueza.

Não se deve esquecer que o suposto implícito do sucesso das políticas de estabilização reside na capacidade de sinalização, a longo prazo, e de convencimento do público quanto à correção do regime monetário e fiscal em curso. Se os agentes relevantes - ou seja, os protagonistas da cena econômica que tomam decisões relevantes quanto a preços e composição de riqueza em suas carteiras de ativos - ampliam o horizonte temporal durante o qual estão dispostos a não rever as decisões, há uma clara indicação de confiança no novo regime monetário-fiscal. Essa mudança no **estado de convenções** e de **expectativas** significa também, sobretudo no rescaldo de uma hiperinflação, que a moeda recuperou,

dentro do novo regime, suas funções cruciais de padrão de preços e contratos e de “medida” geral da riqueza e dos valores patrimoniais.

Indício claro dessa confiança e do novo estado de convenções seria, no caso brasileiro, a generalização progressiva dos contratos celebrados em termos nominais, isto é, em valores nominais. Mas, se as expectativas empresariais em relação ao futuro da economia – em particular quanto à solidez do novo padrão monetário - são pessimistas, as decisões de preços e a fixação de contratos tendem a incorporar salvaguardas ou mecanismos defensivos (expressos sobretudo no movimento para cima das taxas de juros nominais) para evitar perdas decorrentes de uma eventual desvalorização da moeda.

Nesse sentido, os anos de profunda instabilidade macroeconômica forjaram comportamentos próprios de um brutal encurtamento do horizonte temporal. Esse fenômeno expressou-se mediante a freqüente revisão das decisões de preços, a concentração de acumulação de riqueza nos instrumentos indexados e dotados de liquidez instantânea e, finalmente, para fins práticos, no desaparecimento do crédito. Tal situação limitava severamente os poderes da política monetária. A limitação se traduzia na incapacidade de construir um ambiente econômico que encaminhe as decisões privadas ao investimento produtivo e à fixação de preços fundada nos critérios de custo de produção e de margens “normais” de lucro.

Nas crises monetárias não só se rompe a unidade das funções da moeda, mas também se alteram as relações preexistentes entre moeda ativa e moeda inativa. Nas depressões acompanhadas das agudas deflações de preços, a dúvida recai sobre o valor dos ativos reais e dos bens cuja produção esses ativos facilitam.

Pode-se dizer, nesse caso, que a função da reserva de valor da moeda passa a absorver todas as demais. As funções de meio de circulação e meio de pagamento, a moeda em atividade no processo de reprodução e circulação do capital, cedem passo à moeda como forma absoluta de riqueza. “*A moeda é tudo, as mercadorias não são nada*”, dizia Marx no primeiro volume de “*O Capital*”

Nos processos hiperinflacionários, a moeda consegue sobreviver apenas em sua função de meio de circulação. Um outro ativo passa a servir de padrão de preços e de reserva de valor. A dúvida, nesse caso, atinge diretamente a moeda enquanto padrão adequado de referência de preços, contratos e avaliação da riqueza. A “desmonetização” é a contrapartida da fuga do dinheiro, já que os agentes privados não vêem nele um ativo dotado da propriedade de representar a riqueza por sua simples posse. No limite, a

demanda da moeda inativa baixa a zero, as mercadorias são tudo, a moeda não é nada. Isso significa a destituição do dinheiro do rol dos ativos da riqueza e acarreta a incapacidade da política monetária de atuar por meio das taxas de juros.

Duas conseqüências nascem dessa situação característica dos processos hiperinflacionários: primeira, a função de unidade de conta exercida pela moeda legal vai se tornando restrita aos mercados e ao público de menor informação, dotado de baixa capacidade de passar adiante a moeda em franca desvalorização. Segunda, não há como determinar um sistema de preços para os mercadorias e para os ativos da riqueza, porque desaparece o ativo geral que servia de padrão de referência para as avaliações e fixação de contratos.

A substituição por outro padrão de referência, como uma moeda estrangeira forte, corresponde à busca desesperada de proteção para a riqueza e para os contratos que sustentam sua posse. Mas a instabilidade cambial é, ela mesma, um componente fundamental da crise e a investidura das funções monetárias na divisa estrangeira, mantida a crise cambial e, portanto, a escassez de financiamento externo, pode transformar a hiperinflação numa formidável ressaca de liquidação dos ativos e de empregos. A dolarização corresponde, na verdade, ao desdobramento das crises de impotência do Estado, que culmina na destruição da moeda nacional.

Por isso, o fim das “grandes” inflações européias nos anos 20 e as reformas monetárias do segundo pós-guerra tiveram o amparo decisivo e insubstituível dos empréstimos externos de estabilização, o que permitiu fixar o câmbio nominal e regenerar a função primordial da moeda, a de unidade de conta.

### **Financiamento externo e estabilização**

Em sua concepção essencial, o Plano Real seguiu o método básico utilizado para dar fim à maioria das “grandes inflações” do século 20: recuperação da confiança na moeda nacional, por meio da garantia de seu valor externo. A “âncora” foi, como é amplamente reconhecido na literatura, a **estabilização** da taxa de câmbio nominal, garantida por financiamento adequado em moeda estrangeira e/ou por um montante de reservas capaz de desestimular a especulação contra a paridade escolhida.

O programa obteve um sucesso inegável. Numa primeira etapa, a conversão dos salários pela média e a criação da URV desempenharam um papel importante na coordenação das

expectativas. Tais expedientes foram decisivos, de modo especial, para garantir informação de boa qualidade para os formadores de preços e para criar as condições de “conversão” dos contratos, eliminando-se, assim, as “causas” da indexação, já no momento em que foi executada a reforma monetária. A “desinflação” foi rápida.

O fator decisivo para a obtenção desse desfecho favorável foi a transformação dos países latino-americanos, de doadores de “poupança” em receptores de recursos financeiros. Isso foi possível graças à deflação da riqueza mobiliária e imobiliária observada já no final de 89, nos mercados globalizados. A recessão americana, que se prolongou a até meados de 1992, e o “estouro” da bolha especulativa japonesa exigiram grande lassidão das políticas monetárias com o propósito de tornar possível a digestão dos desequilíbrios correntes e no balanço patrimonial de empresas, bancos e famílias, atingidos pelo colapso do exuberante surto de valorização de ativos que se seguiu à intervenção salvadora de 1987

Ao estado quase depressivo dos mercados de qualidade e à situação de sobreliquidez, causada por um período prolongado de taxas de juros muito baixas, juntou-se um quadro, nos “mercados emergentes” latino-americanos de estoques de ações depreciados, governos fortemente endividados e proprietários de empresas públicas privatizáveis distribuídas por vários setores da economia, além das perspectivas de valorização das taxas de câmbio e da manutenção taxas de juros reais elevadas, em moeda forte, mesmo depois da estabilização.

Os países da periferia, até então submetidos às condições de ajustamento impostas pela crise da dívida, foram literalmente capturados pelo processo de globalização, executando seus programas de estabilização de acordo com as normas dos mercados financeiros liberalizados. Em primeiro lugar é preciso entender que a regra básica das estabilizações com abertura financeira é a da criação de uma oferta de ativos atraentes que possam ser encampados pelo movimento geral da globalização. Neste rol estão incluídos títulos da dívida pública, em geral curtos e de elevada liquidez; ações de empresas em processo de privatização; bônus e papéis comerciais de empresas e bancos de boa reputação; e, posteriormente, ações depreciadas de empresas privadas, especialmente daquelas mais afetadas pela abertura econômica e pela valorização cambial.

Diante da fragilidade intrínseca das moedas recém-estabilizadas estes ativos precisam prometer elevados ganhos de capital e/ou embutir prêmios de risco em suas taxas de retorno. Cria-se, assim, uma situação na qual a rápida desinflação é acompanhada por uma queda muito mais lenta das taxas nominais de juros. As taxas reais não podem ser reduzidas



abaixo de determinados limites estabelecidos pelos *spreads* exigidos pelos investidores estrangeiros para adquirir e manter em carteira um ativo denominado em moeda fraca, artificialmente valorizada.

Nos portfólios dos grandes investidores dos mercados globalizados os ativos oferecidos pelas economias com histórias monetárias turbulentas são naturalmente os ativos de maior risco e, portanto, aqueles que se candidatam em primeiro lugar a movimentos de liquidação, no caso de mudanças no ciclo financeiro. Independentemente do que possa ocorrer com o ciclo financeiro, os mercados emergentes também estão, em geral, mais sujeitos às alterações nas opiniões dos mercados quanto à sustentabilidade dos respectivos regimes cambiais. Isto significa que os seus processos de estabilização são indubitavelmente vulneráveis, em proporção direta ao grau de dependência do ingresso de recursos externos (déficit em conta corrente), estando sujeitos, ademais, a problemas de inconsistência dinâmica, como veremos a seguir. A estabilização conquistada nestas condições coloca-se sob ameaça permanente de ruptura.

### **Âncora cambial e estabilidade de preços**

O Plano Real parecia caminhar para a fixação do câmbio, com conversibilidade plena em transações correntes e na conta de capital, em consonância com os supostos seguintes: 1) a experiência histórica demonstra que o regime de taxa fixa é um instrumento decisivo nas hiperestabilizações; 2) com certeza, os defensores da taxa fixa imaginaram que as novas condições de liquidez para os países emergentes seriam duradouras; assim, os necessários desequilíbrios em transações correntes poderiam ser, num primeiro momento, compensados pela entrada de capitais, dados os diferenciais de taxas de juros; 3) o compromisso duro e implacável com uma taxa fixa e o avanço da abertura comercial permitiriam a operação “da lei de um só preço”, reduzindo progressivamente os diferenciais de inflação e de taxas de juros entre o País e o Resto do Mundo, tornando cada vez mais importantes as expectativas de valorização dos ativos domésticos, enquanto forma de atração do capital forâneo.

Nesta visão, o “desaparecimento” do risco de desvalorização cambial aumentaria o grau de substituição entre ativos domésticos e ativos estrangeiros. Ou seja, a redução drástica do risco cambial determinaria uma maior integração entre o mercado financeiro nacional e o mercado internacional, melhorando, aos olhos dos investidores estrangeiros, a qualidade dos nossos ativos reprodutivos e dos títulos de dívida emitidos para possuí-los. Se assim fosse, dentro de um prazo razoável a ação dos novos investimentos e a melhoria



da eficiência imposta pela concorrência externa levariam à recuperação sólida da balança comercial e à redução do déficit em transações correntes.

Este regime iria requerer, como é reconhecido, a imobilização da política monetária, na medida em que as condições de liquidez da economia deveriam ser determinadas pelas flutuações das reservas cambiais que dão “cobertura” ao estoque de ativos domésticos líquidos. Esta escolha implica a aceitação do risco de ajustamentos recessivos e a deflação de preços quando mudam as condições de liquidez dos mercados financeiros externos ou quando ocorre uma deterioração dos termos de intercâmbio.

Os responsáveis pelo programa de estabilização brasileiro escolheram, no entanto, um regime de conversibilidade limitada, com taxas semifixas. Neste caso, e num ambiente internacional em que prevalece a livre movimentação de capitais, a taxa de juros deve necessariamente convergir de forma mais lenta para os níveis internacionais, uma vez que deve incorporar, além do risco País, a expectativa de desvalorização do câmbio.

Nos primeiros meses do programa, as autoridades permitiram uma forte valorização da taxa nominal de câmbio, provavelmente visando uma convergência mais rápida entre a taxa de inflação doméstica e a que prevalecia nos Estados Unidos. Isso ampliou o componente que, na formação da taxa de juros, está correlacionado com a expectativa de desvalorização do câmbio. As taxas de juros mais elevadas foram também utilizadas, no início do programa, para represar a “poupança” financeira e desestimular a procura de crédito por parte das famílias e das empresas.

Com a adoção do Plano Real, o Brasil estava, na verdade, abandonando as regras de um regime de moeda fiduciária não conversível e taxa real de câmbio fixada pelo Banco Central. Estas pareciam ser regras apropriadas para uma economia periférica dotada de um elevado grau de industrialização, sustentado, há décadas, por níveis de proteção muito elevados. O Plano Real, observado deste ângulo, teria sido uma tentativa de colocar a economia brasileira sob a disciplina imposta, primeiro, por um regime de conversibilidade restrita, financeira e comercial, para depois, provavelmente, avançar na trilha de uma conversibilidade plena. Não se tratava, portanto, apenas de obter a estabilidade de preços, mediante a utilização clássica da “âncora” cambial. O objetivo parece ser mais amplo: estávamos diante de um projeto de desenvolvimento liberal que supõe a convergência relativamente rápida das estruturas produtivas e da produtividade da economia brasileira na direção dos padrões “competitivos” e “modernos” das economias avançadas.

Tal estratégia de desenvolvimento, em geral associada às recomendações do Consenso de Washington e adotada pelos governos da América Latina, está apoiada em quatro supostos: 1) a estabilidade de preços cria condições para o cálculo econômico de longo prazo, estimulando o investimento privado; 2) a abertura comercial (e a valorização cambial) impõe disciplina competitiva aos produtores domésticos, forçando-os a realizar ganhos substanciais de produtividade; 3) as privatizações e o investimento estrangeiro removeriam gargalos de oferta na indústria e na infra-estrutura, reduzindo custos e melhorando a eficiência; 4) a liberalização cambial, associada à previsibilidade quanto à evolução da taxa real de câmbio, atrairia poupança externa em escala suficiente para complementar o esforço de investimento doméstico e para financiar o déficit em conta corrente.

Subitamente a economia brasileira - sob inspiração desse ideário - foi colocada diante da seguinte realidade, inédita no pós-guerra: redução drástica da proteção efetiva - provocada pela queda de tarifas associada a uma forte sobrevalorização do câmbio - e taxa real de juros muito alta.

Diante dessas condições, houve quem se arriscasse a prever uma trajetória recessiva da economia já nos primeiros dias de vida do plano. Isto não aconteceu.

Em primeiro lugar, a queda do imposto inflacionário aumentou o poder de compra dos assalariados. Dado o baixo nível de endividamento preexistente, tanto das famílias quanto das empresas, a rápida reabilitação do crédito - apesar das taxas de juros elevadas - provocou um salto na demanda agregada. Além disso, a queda das taxas de juros nominais e o fim da indexação provocaram, como era esperado, uma recomposição, na margem, da riqueza privada em detrimento das aplicações financeiras “defensivas” e em favor do consumo de duráveis e da posse de ativos reais.

Em resumo: o forte surto de crescimento observado nos primeiros meses do Real, é sabido, ocorreu basicamente pelas seguintes razões: 1) o fim do “imposto inflacionário” que incidia sobre a massa de salários e demais rendimentos imperfeitamente indexados, particularmente dos estratos sociais de baixa renda, que não dispunham de acesso aos mecanismos de proteção contra a inflação elevada; 2) a queda nominal das taxas de juros sobre as aplicações financeiras - até então destinadas a proteger os saldos líquidos contra a corrosão inflacionária; 3) e a recuperação do crédito de curto prazo para a produção corrente e para o consumo.

Tudo isso, de fato, impulsionou prontamente a demanda nominal, sem nenhum efeito sobre os preços dos bens transacionáveis. A inflação residual, no período de “pressão de

demanda”, sobreviveu basicamente por conta dos preços dos serviços. Era previsível, de outra parte, que esse “salto” do consumo e da produção corrente - numa situação de taxa de câmbio real valorizada - ganhasse intensidade suficiente para produzir déficits na balança comercial e em transações correntes.

Ao mesmo tempo, estavam sendo ativadas forças” negativas”, emanadas do aprofundamento da abertura comercial, da valorização da taxa de câmbio e das taxas reais de juros elevadas. Estas forças exerceram um efeito perverso sobre o custo de uso do capital existente, incitaram a “racionalização” defensiva, com cortes de custos das empresas, o que promoveu uma permanente redução de postos de trabalho nos setores submetidos à concorrência dos produtores estrangeiros.

### A inconsistência da política de câmbio e juros

A combinação entre câmbio valorizado e juros altos, mantida a ferro e a fogo, lançou a economia brasileira numa trajetória de crescimento medíocre durante os últimos quatro anos.

Como já foi dito, o atual regime cambial e monetário vem causando a disrupção das cadeias produtivas em vários setores da indústria, sobretudo nas áreas da metalmecânica (com destaque para autopeças e bens de capital), eletro-eletrônica, química. A perda de elos nestas cadeias significa a redução do valor agregado para um mesmo valor bruto da produção, o que, na prática, significa a eliminação de pontos de geração de renda e de emprego. Em segundo lugar, este arranjo entre câmbio e juros afeta de maneira negativa a distribuição setorial do investimento, porquanto prejudica a instalação da nova capacidade para a produção de bens transacionáveis. Os dados do governo sobre o investimento direto estrangeiro mostram uma concentração, nada surpreendente, nos setores mais “protegidos”, particularmente nos serviços e nas áreas em processo de privatização.

Finalmente, este modelo de estabilização vem acompanhado de um crescimento bastante rápido do passivo externo da economia. Mas ao contrário do processo de endividamento dos anos sessenta e setenta, que financiou, direta e indiretamente, projetos destinados a substituir importações e/ou a estimular as exportações, a nova etapa de **dependência** do financiamento externo aumentou consideravelmente a vulnerabilidade da economia brasileira a um choque externo.

Na verdade, o uso abusivo da âncora cambial e dos juros elevados desestimulou os projetos voltados para as exportações, promoveu um “encolhimento” das cadeias

produtivas - afetadas por importações “predatórias” - e aumentou a participação da propriedade estrangeira no estoque de capital doméstico. Esses são fatores que estão levando a um agravamento estrutural do desequilíbrio externo. Esses efeitos de longo prazo sobre o balanço de pagamentos têm sido ignorados pelos que apóiam o governo, no debate travado com os críticos.

### **Ajuste fiscal e desajuste externo**

Em tese, é correta a afirmação de que a utilização da âncora cambial deveria ser temporária e que a estabilização definitiva só poderia ser alcançada mediante um ajustamento fiscal consistente do ponto de vista intertemporal. Na opinião dos mercados financeiros, os países com tradição de inflação alta e frequentes desarranjos monetários precisariam oferecer, por algum tempo, a garantia de um superávit fiscal estrutural, ainda que seja admitido o aparecimento de déficits temporários, determinados pelas flutuações cíclicas da economia.

É conhecida a dificuldade de se estimar, em meio a uma inflação muito elevada, a real situação financeira do setor público, porquanto um dos efeitos da inflação, mesmo com indexação generalizada mas sempre imperfeita, é o de dificultar o cálculo do valor que o estoque de dívida e os fluxos de receita (engordados pelas receitas financeiras do *float*) e de despesa, assim como os custos reais do endividamento, terão depois de estabilizada a moeda. Assim, por exemplo, os pagamentos de salários ao funcionalismo cresceram rapidamente em termos reais como decorrência de aumentos concedidos pouco antes da queda vertiginosa das taxas de inflação e, portanto, da redução do imposto inflacionário. Isto também é válido, obviamente, para outras despesas cujo valor nominal era indexado de forma muito imperfeita aos índices de preços. No caso brasileiro, o efeito Tanzi sobre as receitas do governo parece ter sido menos importante do que em outros países, porque a longa convivência com a inflação elevada foi promovendo uma indexação mais apropriadas das rendas do Estado.

Assim, apesar do governo contar com a possibilidade de contingenciar despesas via redução das transferências vinculadas (e.g. via “Fundo Social de Emergência”) a suspeita de inexistência de uma situação fiscal pelo menos próxima àquela considerada ideal deixou a estabilização a cargo da sobreutilização da taxa de câmbio nominal e das taxas de juros elevadas como instrumentos da desinflação rápida. Como já foi dito, o Banco Central permitiu uma apreciação nominal “excessiva” do real nos primeiros dois meses do plano.

Como era de se esperar, a rápida acumulação de reservas - temporariamente interrompidas por ocasião das crises do México e do Sudeste Asiático - e as taxas de juros reais - que se elevaram desmesuradamente depois de tais episódios, caindo muito gradualmente depois - provocaram um crescimento acelerado da dívida pública, ampliando a fragilidade financeira em todas as esferas de governo. Isto aconteceu a despeito da elevada taxa de crescimento do produto e da receita de impostos, elevando, ao longo dos últimos quatro anos, a carga tributária bruta de cerca de 22% em 1994 para algo em torno de 30% do PIB em 1998.

O desequilíbrio fiscal tornou-se ainda mais profundo quando o governo - acossado pelo déficit da balança comercial projetado para 1995 - tomou severas medidas quantitativas de restrição ao crédito, provocando uma rápida desaceleração do crescimento do produto e da renda. Estas medidas foram tomadas no auge de um ciclo curto de crédito e com as taxas de juros para o tomador final em rápida elevação. O resultado não poderia ser outro senão o surgimento de níveis de inadimplência muito acima da média histórica, atingindo em cheio o sistema bancário, já fragilizado pela perda das receitas inflacionárias. Os efeitos da inflexão de trajetória da economia sobre as finanças públicas não se restringiram nem se restringem à perda de receita de impostos, mas podem se refletir em intervenções de alto custo do Banco Central no sistema bancário. Estas mesmas circunstâncias agravaram o desequilíbrio financeiro dos Estados, que ingressaram numa etapa de penúria de recursos e de crescimento insuportável dos estoques da dívida mobiliária e contratual.

A renegociação levada a cabo em 1997 entre a União e os Estados ainda deixou para as unidades da Federação encargos relativos ao serviço da dívida que, a despeito de terem sido calculados como percentuais da receita tributária líquida, podem se tornar muito pesados em tempos de recessão. Resta saber se os governadores estarão dispostos a doses ainda maiores de “austeridade” para cumprir estes compromissos.

Para solver estes graves desequilíbrios financeiros e patrimoniais, que nasceram da forma de execução do plano de estabilização, o governo teria que reduzir mais rapidamente as taxas de juros. Mas, dada a nossa dependência dos mercados financeiros globalizados, os gestores da política monetária estão obrigados a respeitar o diferencial de juros requerido pelos que adquirem e mantêm em suas carteiras ativos denominados em reais. Num certo sentido, a prudente recusa brasileira em adotar o esquema de “convertibilidade” com taxa de câmbio fixa (modelo argentino), mantendo, portanto, a possibilidade de desvalorização, vem acarretando a permanência de diferenciais de juros muito elevados e uma tendência crônica à valorização cambial, com todas as dificuldades que isto acarreta para a administração fiscal e monetária, para o balanço de pagamentos e, finalmente, para o crescimento da economia.

É curioso, diante disso, que os defensores do atual regime cambial tivessem tentado invocar - pelo menos até há algum tempo atrás - a emergência de uma “nova configuração macroeconômica” para afirmar a adequação do nível vigente da taxa real de câmbio. Ignoravam que a atual configuração macroeconômica é - ela mesma - produto do regime cambial. Talvez pretendessem afirmar que a estabilização teria provocado um tal aumento de confiança nos mercados financeiros, a ponto de assegurar um fluxo permanente de financiamento externo de boa qualidade. Isto justificaria a “apreciação” cambial e tornaria insubsistentes os temores quanto à evolução do déficit comercial e do desequilíbrio em transações correntes. Desde que este último não ultrapasse certos limites (4% do PIB?), seriam infundadas as apreensões quanto aos riscos de interrupção dos influxos de capitais.

Esta suposição ignorou sistematicamente três questões importantes: 1) a possibilidade de mudanças nas condições financeiras internacionais; 2) a sensibilidade dos mercados em relação à situação dos países deficitários e devedores, particularmente àqueles chamados de “mercados emergentes”; 3) o risco latente de uma fuga do **real**, diante da desproporção entre a massa de ativos domésticos líquidos e as reservas em divisas do País.

Não é preciso dizer que desde a crise asiática do final de 1997 e, sobretudo, depois do colapso da Rússia, vem se reduzindo a disponibilidade de financiamento e de capitais para os países em desenvolvimento. É verdade que a experiência tem demonstrado que os *spreads* entre taxas de juro dos títulos do governo americano e aqueles pagos pelos países “emergentes” tendem a recuar depois de uma elevação desmesurada na etapa aguda da crise de liquidez e desconfiança. Mas dificilmente o recuo é suficiente para recolocar os diferenciais de juros naqueles patamares que prevaleciam antes da turbulência.

A atual calma dos mercados também não deve excluir a possibilidade de novas ocorrências nos mercados de ativos, sobretudo naqueles que vêm ainda apresentando fortes surtos de capitalização, como é o caso dos mercados americanos de valores mobiliários.

Por isso, e a despeito de um eventual recuperação das reservas cambiais, sustentada pelo acordo com o FMI, os mercados futuros de câmbio e juros ainda continuam revelando uma grande sensibilidade diante de alterações, mesmo ligeiras, nas condições de financiamento externo, sejam elas decorrentes de um saldo negativo, em dias consecutivos, nos mercados de câmbio, da concentração de amortizações num determinado mês, ou de uma tendência à elevação do déficit na conta de comércio. A opinião dos mercados a respeito da inadequação da taxa de câmbio vigente parece clara, revelando um déficit de confiança.

Este déficit de confiança é agravado pela percepção de que o atual regime cambial e monetário gera endogenamente um desequilíbrio crescente entre o volume de reservas e a

massa de ativos financeiros domésticos, inflados pela elevada taxa interna de juros. O problema é que esses ativos ainda mantêm a característica de quase-moedas, e apesar dos esforços das autoridades não foi possível mudar essencialmente as relações entre o Banco Central e o sistema bancário no que respeita ao giro e à liquidez dos títulos públicos.

Essa característica dos mercados de dívida pública foi acentuada depois da crise asiática e do colapso da Rússia. A crescente incerteza dos investidores quanto às flutuações bruscas nos preços, com risco de enormes prejuízos para os que se dispõem a carregar os títulos do governo, forçou os administradores da política monetária a aceitar progressivamente a substituição de papéis prefixados por pós-fixados. Isto foi feito simultaneamente à dolarização de uma outra fração importante da dívida pública interna, expediente destinado a oferecer proteção para os que mantêm passivos denominados em dólares. Como costuma ocorrer em situações como essa, em que predominam a incerteza e a desconfiança agudas, os agentes privados passam ou tentam passar para o governo, mais uma vez, o “risco de taxa de juros” e o risco de uma eventual desvalorização do câmbio.

Depois da crise da Rússia e do acordo com o FMI, o governo promete uma recessão cujo propósito é o de recuperar a confiança dos investidores internacionais, mantendo inalterado o regime cambial. O destino nos reservará, portanto, o privilégio de uma crescente dependência do financiamento em moeda estrangeira. Isto significa, na verdade, fazer um ajustamento drástico, cujo único resultado será a ampliação, ou na melhor das hipóteses, a manutenção, da extrema fragilidade da economia brasileira diante de distúrbios financeiros internacionais.

Nestas condições, é legítima a preocupação dos críticos com a necessidade periódica da política econômica - para sustentar o câmbio valorizado - promover a desaceleração da economia ou mesmo provocar uma recessão para conter a desconfiança dos investidores, diante do mau comportamento recorrente e previsível do déficit comercial e do saldo negativo em conta corrente.

Resumindo, para terminar, tudo indica que continuaremos sujeitos ao mesmo “círculo vicioso” que comandou a economia brasileira nos últimos quatro anos: a) crescimento lento, abaixo das potencialidades da economia; b) câmbio real valorizado e (baixo) dinamismo das exportações; c) queda nos níveis de proteção efetiva e déficit da balança comercial; d) expectativa de desvalorização e manutenção de diferenciais elevados entre as taxas de juros domésticas e as internacionais; e) taxas de juros reais muito altas e desequilíbrio das contas públicas; f) incapacidade de estabilizar a relação dívida/ PIB, com a conseqüente realimentação da “incerteza” nos mercados financeiros.





# O Brasil depois do Plano Real\*

Paulo Nogueira Batista Jr.‡

## RESUMO

Quatro anos depois do seu lançamento, uma avaliação de conjunto do Plano Real revela resultados ambíguos e paradoxais. O grande sucesso no combate à inflação foi alcançado sem as mudanças profundas no regime fiscal-monetário que muitos consideravam indispensáveis para a estabilização da moeda brasileira. Contudo, a persistente sobrevalorização cambial e a aceleração da abertura às importações produziram grandes desequilíbrios externos e rápido crescimento dos passivos internacionais do País. Além disso, a falta de rigor no controle das contas públicas e as elevadas taxas de juro internas conduziram à ampliação do déficit fiscal e da dívida pública interna de curto prazo. Em consequência, a economia brasileira tornou-se financeiramente vulnerável e muito dependente da disponibilidade de recursos externos. A consolidação da estabilidade monetária e a retomada do crescimento econômico pressupõem o equacionamento dos problemas financeiros do setor público e, em especial, a remoção do desequilíbrio estrutural nas contas externas.

**Palavras-chave:** Plano Real, estabilização, contas externas, política cambial.

## ABSTRACT

Four years after its inception, an overall assessment of the Real Plan reveals ambiguous and paradoxical results. Great success in terms of disinflation was achieved without the deep changes in the fiscal-monetary regime that many considered indispensable for the stabilization of the Brazilian currency. However, a persistent overvaluation of the exchange rate and an acceleration of import liberalization produced large external deficits and rapid growth in the country's international liabilities. Moreover, lax fiscal policy and high domestic interest rates led to an increase in government deficits and short term internal public debt. As a result, the Brazilian economy became financially vulnerable and highly dependent on the availability of foreign resources. The consolidation of monetary stability and a return to sustained economic growth rates require a solution for the public sector's financial problems and, particularly, the removal of the structural disequilibrium in the external accounts.

**Key words:** Real Plan, stabilization, external accounts, exchange rate policy.

---

\* Palestra proferida em 25 de março de 1998 no IV Simpósio Brasil-Alemanha, organizado pela Fundação Konrad Adenauer em Sankt Augustin, Alemanha. Transcrição da gravação, revista pelo expositor.

‡ Economista e professor da Fundação Getúlio Vargas em São Paulo.

A inflação que o Plano Real se propôs a combater a partir de 1994 era por todos os parâmetros extraordinária. Em toda a história econômica mundial, não há mais do que 25 casos conhecidos de inflações comparáveis ou superiores à brasileira, em termos de ritmo de depreciação da moeda. Ainda menor é o número de casos de processos inflacionários tão duradouros quanto aquele que acometeu a economia brasileira depois da Segunda Guerra Mundial e, sobretudo, nas décadas de 80 e 90.

Para um país que experimentou uma das maiores inflações da história mundial, foi inegavelmente um grande resultado ter conseguido, no espaço de apenas quatro anos, passar de níveis hiperinflacionários para uma taxa de inflação em torno de 4% ao ano, bastante próxima da inflação dos países desenvolvidos. Os Estados Unidos, por exemplo, têm hoje uma inflação um pouco menor, de 2%. Nas demais economias desenvolvidas, a inflação também está mais ou menos nesse patamar. Se não houver nenhum desastre, o Brasil poderá aproximar-se disso um pouco mais até o final de 1998. Por esses e outros motivos, o sucesso no combate à inflação ainda é o principal trunfo econômico do governo brasileiro para tentar reeleger o presidente da República em outubro próximo.

Mas o que mais surpreendeu não foi propriamente a rapidez com que o Brasil conseguiu reduzir a inflação. Nesse particular, todas as hiperinflações são parecidas, todas elas desapareceram muito rapidamente. O que realmente deve ter causado certo espanto foi a forma pela qual o Brasil alcançou a estabilização monetária até agora. Isto porque ela contraria frontalmente as noções que os economistas, no Brasil e fora do Brasil, alimentaram durante muitos anos sobre o que teria de ser o combate a um processo inflacionário grave.

Nos anos de inflação alta, predominava o ponto de vista de que o déficit público era a causa “fundamental” do processo inflacionário. Dizia-se que o combate à inflação era impossível sem o equilíbrio das contas do governo e sem a independência do Banco Central. Os inúmeros planos de estabilização haviam fracassado, segundo a avaliação dominante, por causa da falta de controle sobre o déficit público e da inexistência de uma autoridade monetária que pudesse operar sem estar sujeita a ingerências políticas de horizonte curto.

Esse discurso dominante encontrava amparo em certas tendências da teoria econômica contemporânea, em especial na importância conferida às expectativas dos agentes econômicos e à credibilidade das políticas fiscal e monetária. Thomas Sargent, um dos economistas americanos mais influentes nas décadas recentes, escreveu no início dos anos 80 um texto que ficaria famoso, inclusive no Brasil, sobre o final de quatro grandes

inflações nos anos 20, as da Alemanha, Áustria, Hungria e Polônia. A sua conclusão central era de que o término abrupto dessas hiperinflações européias resultara de uma mudança radical do regime fiscal-monetário, vale dizer, de um grande esforço de ajustamento das contas públicas e da criação de um banco central independente. Como trabalho de história econômica, o texto de Sargent apresentava diversos erros e omissões, além de interpretações muito discutíveis. Omitia, por exemplo, o fato de que, na Alemanha, o Reichsbank havia sido transformado em banco central independente antes da fase mais crítica da hiperinflação. Curiosamente, o marco alemão sofreu o seu pior colapso com um banco central legalmente independente do governo.

Mas as insuficiências do trabalho de Sargent não o impediram de influenciar fortemente o debate sobre estabilização em países como o Brasil. Em muitos círculos, as suas conclusões tornaram-se artigos de fé. Predominava a opinião de que o combate à inflação brasileira exigiria mudanças profundas nos regimes fiscal e monetário, isto é, um grande ajuste, de caráter permanente, nas contas públicas e mudanças institucionais importantes no que diz respeito à organização do banco central e às suas relações com o governo.

Pois bem. O fim da hiperinflação brasileira é um contra-exemplo à tese de Sargent. Como já foi mencionado, de 1994 em diante a inflação desabou no Brasil, aproximando-se dos níveis observados nos países desenvolvidos. E o que aconteceu com o déficit público? Paradoxalmente, subiu. E de forma significativa. Aumentou substancialmente de 1994 para 1995, caiu um pouco em 1996 e voltou a subir em 1997 e 1998. Nos quatro anos do Plano Real, o déficit público, nos conceitos operacional e primário, tem sido mais alto do que nos anos de inflação alta. A situação fiscal do Brasil, diga-se de passagem, é pior do que a de alguns países em desenvolvimento que entraram em colapso na década de 90. Por exemplo, nos anos anteriores à crise iniciada em dezembro de 1994 o México teve desempenho fiscal melhor do que o Brasil depois do Plano Real. O mesmo se pode dizer da Tailândia nos anos anteriores à crise de julho de 1997. Portanto, certo tipo de teoria econômica fica atônita diante do caso brasileiro. Com isso, não estou insinuando que o déficit fiscal é irrelevante, mas apenas procurando registrar o fato, raramente destacado, de que depois de quatro anos de estabilização monetária bem-sucedida o Brasil não só não ajustou as contas públicas, como permitiu até que elas piorassem.

Quanto ao banco central, nada foi feito até agora. Do ponto de vista institucional, o Banco Central do Brasil continua exatamente como estava antes da estabilização monetária: uma instituição dependente, que não tem autonomia em relação ao ministro da Fazenda e ao presidente da República. A diretoria do Banco Central continua demissível *ad nutum*. E o tema foi praticamente esquecido depois do lançamento do Plano Real.

Em suma, por seu caráter paradoxal, por contrariar frontalmente teorias e recomendações de política econômica que eram muito populares entre os economistas, a experiência brasileira de estabilização merece uma reflexão que ainda está por ser feita com maior profundidade.

Diante dessa experiência, o discurso sobre a relação entre regime fiscal-monetário e estabilização monetária vem sofrendo algumas adaptações no Brasil. Ficou um pouco mais sutil. Agora o ponto de vista dominante é que as mudanças fiscais e monetárias são indispensáveis para consolidar a estabilização monetária no longo prazo. É uma tese mais defensável do que a anterior. Como se sabe, o ceticismo, que existe no Brasil e fora do Brasil, a respeito do sucesso no longo prazo da estabilização monetária brasileira se deve, em parte, à inegável persistência de fragilidades nos campos fiscal e monetário.

Mas deixando de lado as controvérsias sobre as relações entre finanças públicas, autonomia do banco central e estabilização monetária, fica a questão: o que explica o sucesso no combate à inflação depois do Plano Real? Com base em que instrumentos o Brasil conseguiu estabilizar a sua moeda até agora?

Na fase inicial, em 1994, o instrumento decisivo foi a desindexação. Uma das singularidades da economia brasileira era a existência de um amplo e complexo sistema de indexação, que abarcava a maior parte dos contratos e preços no País. A grande maioria dos preços, salários, aluguéis, câmbio, impostos e ativos financeiros estava referenciada a índices de preços. Nessas circunstâncias, o principal determinante da taxa de inflação corrente era a taxa de inflação no período imediatamente anterior. O combate à inflação, especialmente na sua primeira fase, dependia crucialmente da possibilidade de montar um esquema inteligente de desindexação. Foi o que se fez com a criação da Unidade Real de Valor, a URV, em março de 1994.

O efeito da desindexação foi reforçado pelo uso agressivo, e como veremos temerário, da taxa de câmbio e da abertura às importações como instrumentos de combate às pressões inflacionárias. No segundo semestre de 1994, permitiu-se forte valorização cambial e acelerou-se a remoção das barreiras à importação. Por um lado, essas decisões contribuíram para acelerar a queda da inflação. Por outro lado, logo produziram grandes desequilíbrios na balança comercial e no balanço de pagamentos em conta corrente.

A combinação de uma acentuada valorização cambial com aceleração da abertura às importações não teria sido possível sem a farta disponibilidade de capitais externos. Nos anos iniciais da década de 90 prevaleceu um quadro de ampla liquidez internacional para o Brasil e a maioria dos países da América Latina. A oferta de capital externo era bastante abundante. Graças a isso o banco central brasileiro pôde acumular reservas cambiais e começar a reforma monetária com um estoque apreciável de divisas em caixa. Tendo em vista o nível de reservas do Brasil em meados de 1994 e a expectativa de que o Brasil poderia continuar recorrendo aos mercados internacionais de capital, o governo brasileiro sentiu-se em condições de subordinar a política cambial e a política de comércio exterior ao objetivo de derrubar rapidamente a taxa de inflação no segundo semestre de 1994, nos meses que antecederam o estrepitoso colapso do peso mexicano.

Nas circunstâncias da época, alguma valorização cambial e alguma abertura às importações era defensável. Infelizmente, o governo abusou desses instrumentos e acabou produzindo grave desequilíbrio externo, problema que perdura até hoje. No fundo, o que se fez foi substituir a inflação por uma tendência ao desequilíbrio externo. Desde então, e apesar da queda da inflação, a economia não tem conseguido crescer de forma sustentada. Toda vez que a economia cresce um pouco mais rapidamente aparecem desequilíbrios graves no balanço de pagamentos em conta corrente. Aumentou a dependência da economia brasileira em relação a capitais externos e a sua vulnerabilidade a oscilações da liquidez e do estado de ânimo nos mercados financeiros internacionais. O preço que pagamos por essa tendência ao desequilíbrio externo aparece de forma mais nítida nos momentos de grande turbulência financeira externa, como em 1995 depois da crise no México e desde meados de 1997 com a crise que teve origem no Leste da Ásia.

Para ilustrar esses pontos, gostaria de mostrar alguns números. A Tabela I apresenta dados da CEPAL sobre o movimento das taxas de câmbio efetivas reais para algumas das principais economias latino-americanas. Nessa tabela, uma queda do índice indica valorização real da moeda do país em relação a uma cesta das moedas dos seus principais parceiros comerciais. A Argentina, por exemplo, apresenta uma valorização de quase 30% entre 1990 e janeiro-setembro de 1997. Observe-se que o Brasil é o país que, juntamente com a Colômbia, mais valorização cambial acumulou nos anos 1990: cerca de 35% em termos efetivos reais.

**Tabela I**  
**Países Selecionados da América Latina: Índices da Taxa de Câmbio Real Efetiva(\*)**  
**1990=100**

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997 (**)
Argentina	73,1	64,2	59,9	63,6	71,1	73,1	71,3
Brasil	120,6	130,7	119,8	94,9	72,0	66,1	64,5
Chile	99,8	96,2	98,2	98,3	95,0	92,6	87,2
Colômbia	101,0	89,6	86,5	76,5	76,9	71,6	64,7
México	90,8	84,0	80,1	82,6	123,0	109,2	94,6
Peru	84,7	84,2	94,1	89,5	92,5	91,4	91,8
Venezuela	93,7	89,0	88,1	92,3	74,0	88,5	70,9

(\*) Corresponde à média dos índices de câmbio real da moeda de cada país em relação às moedas dos seus principais parceiros comerciais, ponderados pela importância relativa das importações provenientes desses parceiros. As ponderações correspondem à média do período 1990-1993. Os índices foram elaborados com base em índices de preços ao consumidor.

(\*\*) Média de janeiro a setembro.

Fonte: Comissão Econômica para América Latina e o Caribe.

A Tabela II apresenta para os mesmos países os déficits em conta corrente como proporção das exportações de bens e serviços. Como se sabe, a conta corrente inclui a balança comercial, a balança de serviços e as transferências sem contrapartida (como doações e transferências de imigrantes). Depois do que aconteceu com o México, a Tailândia e outros países imprudentes que vinham acumulando grandes déficits em conta corrente, esse indicador passou a ser objeto de mais atenção. Como se vê na Tabela II, o Brasil registrou rápido aumento no seu déficit em conta corrente, o qual passou de 34,7% das exportações em 1995 para 44,7% em 1996 e 57,3% em 1997.

Ressalte-se que esse forte crescimento do déficit em conta corrente ocorreu a despeito do fato de o Brasil ter tido um crescimento econômico medíocre nesse período. Como se sabe, um crescimento modesto contribui para restringir a demanda de importações e gerar excedentes exportáveis. Se o Brasil tivesse crescido mais do que cresceu em 1995-97 se tivesse registrado taxas de expansão próximas do seu potencial, o déficit em conta corrente teria aumentado de forma explosiva. Foi justamente para evitar esse cenário que o banco central refreou o crescimento do crédito e da demanda interna nos anos recentes. As altas taxas de juro internas e as restrições creditícias desempenharam uma dupla função: de um lado, atraíram capitais externos; de outro, reprimiram o déficit em conta corrente, ou melhor, impediram que ele crescesse de forma ainda mais acentuada.

**Tabela II**  
**Países Selecionados da América Latina: Déficits em Conta Corrente**  
**como Proporção das Exportações de Bens e Serviços - em %**

	1995	1996	1997(*)
Argentina	10,2	14,8	34,1
Brasil	34,7	44,7	57,3
Chile	(-) 0,8	15,6	15,4
Colômbia	29,8	32,8	29,2
México	1,8	1,8	5,4
Peru	63,9	49,7	40,8
Venezuela	(-) 9,7	36,1	23,2

(\*) Dados preliminares.

Fonte: Comissão Econômica para América Latina e o Caribe.

Deve-se notar, também, que o Brasil apresentou, em 1997, um déficit em conta corrente que, relativamente às exportações, é muito mais alto do que o dos demais países latino-americanos incluídos na Tabela II. O único que se aproxima do Brasil por esse indicador é o Peru. Contudo, o déficit peruano está numa trajetória descendente. O México, depois do trauma sofrido com a crise iniciada em fins de 1994, está com a conta corrente basicamente equilibrada. Outro país que está com déficit crescente é, não por acaso, a Argentina. A deterioração da conta corrente argentina reflete, em parte, o movimento cambial mostrado na tabela anterior.

Para concluir esta breve apresentação de números, chamo a atenção para dados referentes à dívida bancária externa de alguns países da América Latina e da Ásia, apresentados na Tabela III. Os dados referem-se à posição em fins de junho de 1997. Trata-se de uma data significativa. Alguns dias depois, no início de julho, começou a depreciação da moeda da Tailândia, o *baht*, fato que deu partida à instabilidade financeira no Leste da Ásia. O que temos na Tabela III, portanto, é um instantâneo das dívidas bancárias de alguns países-chave da periferia do sistema internacional logo antes do início da turbulência financeira.

Vejam primeiramente a posição do Brasil. A dívida com bancos dos países desenvolvidos chegava a US\$ 71,1 bilhões naquela data, dos quais US\$ 44,2 bilhões com vencimento até o final de junho de 1998. Em termos absolutos, a Coreia do Sul é o único dos países incluídos no quadro a registrar uma dívida bancária mais alta do que a brasileira.

**Tabela III****Dívida bancária de países selecionados da América Latina e Ásia: junho de 1997**

	Dívida Total(*) (Em US\$ Bilhões) [1]	Dívida de Curto Prazo(**) (Em US\$ Bilhões) [2]	Participação da Dívida de Curto Prazo no Total (Em %) [2]/[1]
<b>América Latina</b>			
Argentina	44,4	23,9	53,8
Brasil	71,1	44,2	62,2
Chile	17,6	7,6	43,3
Colômbia	17,0	6,7	39,4
México	62,1	28,2	45,5
Peru	8,0	5,4	67,0
Venezuela	12,1	3,6	29,9
<b>Ásia</b>			
Coréia do Sul	103,4	70,2	67,9
Filipinas	14,1	8,3	58,8
Indonésia	58,7	34,7	59,0
Malásia	28,8	16,3	56,4
Tailândia	69,4	45,6	65,7

(\*) Dívidas junto a bancos nos países do Grupo dos 10 e na Áustria, Dinamarca, Espanha, Finlândia, Irlanda, Luxemburgo e Noruega. Inclui créditos de filiais estrangeiras desses bancos. Inclui também créditos locais em moedas estrangeiras.

(\*\*) Inclui dívidas de médio e longo prazos com prazo remanescente de até 1 ano (inclusive).

Fonte: Banco para Compensações Internacionais.

A última coluna apresenta a participação da dívida de curto prazo no total da dívida bancária. Como se vê, entre os países latino-americanos relacionados nesta tabela, só o Peru registrava um percentual de endividamento de curto prazo superior ao do Brasil. A julgar por esse levantamento, em junho de 1997, o Peru e o Brasil apresentavam níveis relativos de endividamento equivalentes ou até superiores aos dos países asiáticos que estariam, pouco tempo depois, no epicentro do terremoto financeiro.

Quais são as implicações práticas desses desequilíbrios externos que a economia brasileira vem acumulando depois do Plano Real? A mais importante é, provavelmente, a já referida restrição ao crescimento e à geração de empregos. Com o passar dos anos, está ficando cada vez mais evidente que o Brasil caiu em uma armadilha de crescimento lento.

Toda vez que a economia cresce, ou ameaça crescer, num ritmo compatível com uma geração adequada de empregos, isto é, a taxas anuais da ordem de 6 a 7%, logo começam a surgir desequilíbrios alarmantes na balança comercial e no balanço de pagamentos em



conta corrente. Os mercados financeiros externos e internos acendem sinais de advertência, o governo se assusta e o banco central refreia o crescimento com medidas de aperto monetário ou creditício. Mesmo quando a economia cresce pouco, em torno de 3% ou 4% ao ano, como ocorreu em 1995-97, o desequilíbrio externo permanece elevado.

Além disso, quando se produz alguma turbulência mais grave, como aconteceu com a crise do México em 1994-95 ou, mais recentemente, com a crise no Leste da Ásia, o Brasil aparece como economia frágil, particularmente sujeita às repercussões internacionais de colapsos cambiais e financeiros em outras economias periféricas. Nesses momentos, o banco central é levado a pisar ainda mais forte no freio monetário. Aumentos violentos das taxas de juro internas e restrições drásticas ao crédito em reais acabam provocando queda acentuada do crescimento econômico e aumento dos níveis de desemprego e subemprego.

E não é só o nível de emprego que sofre nessas situações. Em períodos de grande turbulência, a defesa da posição externa acaba exigindo, também, o sacrifício de outros objetivos internos, como o controle do déficit fiscal e a estabilidade do sistema financeiro. A alta dos juros favorece a entrada de capitais externos, mas aumenta o custo da dívida pública interna e a inadimplência de empresas e pessoas físicas. A retração da demanda interna diminui o déficit de balanço de pagamentos em conta corrente, mas tende a deprimir a arrecadação do governo, as vendas das empresas e a renda das famílias, reforçando o impacto negativo direto dos juros altos sobre as finanças públicas e o sistema financeiro nacional.

Diferentemente do que às vezes sugere o discurso oficial, não é o controle da inflação que limita o crescimento da economia. Como a popularidade da estabilidade monetária é grande, o governo se vale dela como uma espécie de cortina de fumaça. O desemprego seria, afirma-se, o preço “inevitável” a pagar pela estabilidade monetária que beneficia o conjunto da população, em especial os mais pobres.

Como dizia o historiador inglês A.J.P Taylor, inevitabilidade é uma palavra mágica usada para iludir os incautos. A tese de que o desemprego seria o subproduto fatal do combate à inflação só tem validade em circunstâncias específicas, isto é, quando o processo inflacionário, ou o risco de aumento da inflação, decorre de um aquecimento excessivo da economia, de uma conjuntura em que a demanda agregada pressiona a utilização dos recursos produtivos disponíveis, favorecendo a alta dos preços e salários. Nesse tipo de situação, o combate à inflação pode exigir medidas que levem a restringir a demanda interna e a aumentar o desemprego.

Mas parece evidente que este está longe de ser o caso atual da economia brasileira. Desde o começo dos anos 80, época em que teve início a crise da dívida externa, o Brasil

vem crescendo quase sempre muito menos do que o seu potencial de longo prazo. Na década atual, a economia só registrou uma taxa de crescimento significativa em 1994, de 6%. Depois disso, o crescimento foi sempre bastante medíocre. Entre 1995 e 1997, o PIB aumentou na faixa de 3 a 4% ao ano, bem abaixo do que seria necessário para evitar um aumento das taxas de desemprego e subemprego. Desde fins de 1997, as perspectivas pioraram. Como resultado da instabilidade no Leste da Ásia e dos seus efeitos sobre economias vulneráveis, como a brasileira, a taxa de crescimento do PIB brasileiro será ainda mais reduzida em 1998, possivelmente negativa em termos *per capita*.

Em outras palavras, a economia brasileira acumulou e continua acumulando considerável capacidade produtiva ociosa. Há um grande número de trabalhadores desempregados ou subempregados e as empresas têm capacidade instalada que não está sendo inteiramente aproveitada. Durante alguns anos a economia poderia crescer até mais do que a sua taxa média de longo prazo sem pressionar a taxa de inflação.

A restrição macroeconômica, repito, é de outra natureza. Decorre da tendência estrutural ao desequilíbrio externo engendrada fundamentalmente pelas políticas cambial e de comércio exterior. Esse problema tem origem nas noções que prevaleceram em Washington para a América Latina, nos anos 80 e na primeira metade dos 90, e, sobretudo, na nossa incapacidade de tomar a devida distância desses “consensos”. O Plano Real, particularmente na sua etapa inicial, tinha as impressões digitais do “Consenso de Washington”. O governo brasileiro abriu de forma pouco prudente e criteriosa a sua economia às importações e aos capitais especulativos ou de curto prazo. Descuidou, também, da promoção de exportações. Permitiu uma sobrevalorização cambial significativa. Em consequência, a economia tornou-se altamente vulnerável às flutuações financeiras internacionais.

Naturalmente, depois do que aconteceu com o México e alguns países asiáticos, o governo brasileiro está mais ou menos consciente desses problemas todos. Já não prevalece a linha ultraliberal que vigorou no início do Plano Real, época em que a política econômica brasileira se orientava, em grande medida, pelas experiências supostamente exemplares de estabilização e reforma no México e na Argentina, países que haviam se lançado com ardor em políticas de valorização cambial, abertura comercial e endividamento externo.

Com a crise do peso mexicano e as dificuldades experimentadas pela Argentina, tornou-se impossível defender esse tipo de política com a mesma convicção, e o governo brasileiro resolveu modificar certos aspectos da política econômica. Algumas restrições à importação foram adotadas com o intuito de reduzir o desequilíbrio nas contas externas e proteger

certos setores da economia. O governo brasileiro decidiu, também, promover exportações por meio de incentivos tributários e creditícios. Além disso, em 1997, mesmo antes do colapso de alguns países do Leste da Ásia, o Brasil mudou a sua política cambial e passou a desvalorizar gradualmente o real em relação ao dólar dos Estados Unidos, num ritmo aproximado de 5% ao ano em termos reais.

Mas as medidas de ajuste ainda são tímidas. No que diz respeito à taxa de câmbio, o esforço de correção gradual vem sendo anulado, pelo menos em parte, pela desvalorização mais intensa de outras moedas em relação ao dólar. Refiro-me não apenas aos casos notórios de diversas moedas do Leste da Ásia, que registraram quedas muito pronunciadas, mas também ao comportamento da grande maioria das moedas européias. As moedas da Europa, com exceção da libra esterlina e do rublo russo, vêm-se depreciando de modo significativo em relação ao dólar. Dada a importância da Europa como parceira comercial para o Brasil, a valorização do real em comparação com o marco alemão e as demais moedas européias tem efeito negativo importante sobre a competitividade internacional das empresas brasileiras. Em suma, o esforço de corrigir gradualmente o real em relação ao dólar não teve até agora efeitos apreciáveis sobre a posição da taxa efetiva de câmbio do real, calculada com base em uma cesta de moedas relevantes para o comércio exterior brasileiro. E as medidas de incentivo às exportações e controle de importações também não parecem ter sido suficientemente eficazes. Portanto, o setor externo da economia brasileira continua frágil.

Há um agravante. Nesse meio tempo, enquanto o governo brasileiro demorava a entrar em ação, cresceu substancialmente o passivo externo líquido do País, em função dos elevados déficits em conta corrente acumulados desde 1995. Em consequência, aumentaram os pagamentos de juros e as remessas de lucros e dividendos, o que tornou mais difícil o controle do déficit em conta corrente. Além disso, boa parte dos passivos externos acumulados é constituída de obrigações de curto prazo ou voláteis.

No campo interno, a situação também não é brilhante. Como reconhece o próprio governo, o desequilíbrio fiscal é alto demais. Apesar do “pacote” fiscal supostamente drástico anunciado em novembro de 1997 como resposta à turbulência asiática, o déficit público consolidado continua aumentando em 1998. O problema é que um Estado como o brasileiro, com problemas crônicos de reputação e que acaba de emergir de uma longa crise monetária e financeira, tem e terá durante muitos anos pouco acesso a crédito de longo prazo. Se o seu déficit é expressivo, o resultado termina sendo um crescimento perigosamente rápido do endividamento de curto prazo. É o que tem acontecido no Brasil depois do Plano Real. E não só porque o déficit é elevado, mas também como consequência

de pressões financeiras, como o custo de carregamento das reservas cambiais e o socorro a bancos públicos e privados. Evidentemente, a situação financeira não estará consolidada enquanto não houver controle sobre o crescimento da dívida pública de curto prazo. Até lá, o governo ficará sujeito a instabilidades produzidas por flutuações nas percepções e avaliações dos mercados financeiros internos e externos.

A título de conclusão, gostaria de acrescentar que, a despeito das críticas que fiz, não acredito que o Brasil esteja condenado a sofrer um colapso cambial. É verdade que a mistura de sobrevalorização cambial persistente e abertura agressiva já levou diversos países a experimentar crises graves e até hecatombes financeiras. Mas também houve países que sobrevalorizaram suas moedas e conseguiram depois recuperar o rumo e ajustar suas economias. O Brasil pode perfeitamente - se souber enfrentar seus problemas com realismo e não ficar acreditando demais em ladainhas internacionais - recuperar as condições de crescimento.

O desafio fundamental é remover a tendência ao desequilíbrio externo. Isto depende, em grande medida, de mudanças na política cambial e na política de comércio exterior. O real precisa ser desvalorizado de modo mais significativo, de maneira a recuperar a competitividade das exportações e desestimular importações de bens e serviços. O Brasil precisa, também, de mais austeridade em matéria de política de importação, isto é, deve utilizar mais intensamente os graus de liberdade de que dispõe para aumentar criteriosamente as barreiras tarifárias e não-tarifárias à importação. Precisa, igualmente, promover mais intensamente a exportação. A reforma tributária, por exemplo, pode contribuir para aumentar a competitividade das empresas brasileiras, hoje prejudicadas por um sistema tributário que onera as exportações e discrimina a produção nacional na competição com as importações dentro do mercado doméstico.

Se esses e outros entraves forem enfrentados, o Brasil terá certamente condições de crescer muito mais do que tem crescido. Não se deve perder de vista que o desemprego costuma atingir sobretudo setores de renda mais baixa. Nas fases de estagnação e aumento do desemprego, a renda tende a concentrar-se ainda mais. Para um país como o Brasil, onde ainda há tanta pobreza e a distribuição da renda está entre as piores do planeta, a continuação de um quadro de estagnação ou crescimento medíocre não pode ser vista com complacência. O combate à inflação, por mais bem-sucedido, não é suficiente. A retomada do desenvolvimento não deve ser postergada indefinidamente.

## Referências bibliográficas

- Bank for International Settlements. *The maturity, sectoral and national distribution of international bank lending: first half 1997*. Basle: Monetary and Economic Department, January 1998 (available on the BIS World Wide Web site: <http://www.bis.org>).
- Batista, Paulo Nogueira. *O Consenso de Washington: A visão neoliberal dos problemas latino-americanos*. Programa Educativo Dívida Externa - PEDEX, Caderno Dívida Externa, n.6, nov. 1994, 2ª edição.
- Batista Jr., Paulo Nogueira. O Plano Real à luz da experiência mexicana e argentina. *Estudos Avançados*, v. 10, n. 28, set./dez. 1996.
- \_\_\_\_\_. Währungsstabilisierung auf Kosten der Zahlungsbilanz? Der Plano Real im Lichte der Erfahrung Mexikos und Argentinien. In: Calcagnotto, Gilberto & FRITZ, Barbara (Hrsg.), *Inflation und Stabilisierung in Brasilien: Probleme einer Gesellschaft im Wandel*. Frankfurt am Main: Vervuert, 1996.
- Comisión Económica para América Latina Y el Caribe. *Balance preliminar de la economía de América Latina y el Caribe*. Santiago de Chile: Naciones Unidas, 1997
- Delfim Netto, Antônio. Inflação, câmbio e crescimento. *Conjuntura Econômica*, Fundação Getúlio Vargas, novembro de 1997, Encarte Especial.
- French-Davis, Ricardo & Griffith-Jones, Stephany (orgs.). *Os fluxos financeiros na América Latina: um desafio ao progresso*. São Paulo: Paz e Terra.
- Luther, Hans. Die Stabilisierung der deutschen Währung: Aus persönlichen Erinnerungen erzählt. In: Müller, Hermann (Hrsg.), *Zehn Jahre Deutsche Geschichte, 1918-1928*. Berlin: Otto Stolberg Verlag, 1928.
- Helfferrich, Karl. *Die deutsche Währung im Jahre 1923*. Leipzig: C.L.Hirschfeld, Verlag, 1931
- Sargent, Thomas J. *Rational expectations and inflation*. New York: Harper & Row, Publishers, 1986.



# Observações sobre o Plano Real\*

Persio Arida§

## RESUMO

O artigo inicia-se com uma breve descrição da proposta Larida dando ênfase tanto para a fase denominada de ‘transição’ como para a fase referida como ‘âncora e estabilidade de preços’. Especula-se sobre as possíveis razões para a não adoção da proposta Larida nos planos de estabilização brasileiros. Após questionar as ambigüidades da palavra ‘fundamentos’, o texto termina com uma elaboração sobre as dificuldades que poderiam ser encontradas na fixação de uma âncora nominal.

**Palavras-chave:** Plano Real, Plano Cruzado, estabilização, Larida.

## ABSTRACT

The article begins with a short description of the Larida’s proposal with emphasis to the stage named ‘transition’ and to the phase referred as ‘anchor and price stabilization’. Some speculations are made about the reasons behind the non-implementation of the Larida’s proposal during the Brazilian stabilization plans. After questioning the ambiguities behind the term ‘fundamentals’, the text closes with a elaboration regarding the difficulties arising while fixing the nominal anchor.

**Key words:** Real Plan, Cruzado Plan, stabilization, Larida.

---

\* A segunda parte deste artigo está sendo elaborada pelo autor e será publicada proximamente em número normal da revista.

§ Ex-Professor da FEA-USP e Ex-Professor da PUC-RJ.

## 1 A proposta Larida

A base conceitual do Plano Real é a proposta Larida (o apelido foi cunhado por Rudi Dornbush), apresentada em *paper* conjunto com André Lara Resende, em 1984, em Washington, em uma conferência organizada por John Williamson.<sup>1</sup> Lá estavam delineados todos os princípios do Plano Real: o programa pré-anunciado, a introdução da moeda alternativa na fase de transição, a livre conversão de contratos para a nova moeda via mercados, o uso da reforma monetária como instrumento para remover a inércia inflacionária. Há duas diferenças que vale a pena comentar.

A primeira é referente à fase de transição. No Larida a nova moeda seria emitida durante a própria fase de transição, enquanto no Plano Real a nova moeda (URV) tinha na fase de transição um papel virtual como base para cálculo e denominação de contratos. A URV só se tornou moeda quando da Reforma Monetária propriamente dita. Penso que a solução do Plano Real foi superior. Phillip Cagan, na mesma conferência de 1984, comentou que a proposta Larida era, na verdade, um padrão-ouro sem ouro. A sua caracterização era adequada; um pouco de reflexão posterior bastou para evidenciar que não havia necessidade da emissão efetiva da nova moeda na fase de transição para garantir as virtudes da proposta Larida. Era uma complicação desnecessária. A solução virtual ainda teve a vantagem de alongar a fase de transição, permitindo aos agentes mais tempo para encontrar os valores de equilíbrio dos contratos na moeda que viria a ser emitida.<sup>2</sup>

A segunda é referente à âncora da estabilidade de preços. Em 1984 o Brasil ainda se defrontava com o fechamento dos mercados internacionais de crédito resultante da crise externa de 1982. A alternativa que André e eu considerávamos ideal não era factível. Diante da impossibilidade de ancorar a estabilidade de preços no câmbio, propusemos como âncora fixar o montante de um agregado monetário, definido pela soma da base monetária no sentido estrito e dos passivos denominados em dólar do Banco Central que seriam livremente negociáveis no mercado doméstico em reais.<sup>3</sup> Choques na demanda por

---

1 “*Inflation and Indexation – Argentina, Brazil and Israel*” edited by John Williamson, Institute for International Economics, Washington, DC 1985. Os textos originais foram publicados anteriormente nos *Papers* para Discussão da PUC-RJ e em alguns periódicos brasileiros.

2 É cristalino que a fase de transição com a nova moeda, já tendo curso fiduciário forçado, seria brevíssima. No Larida prevíamos um período de transição que não superaria dois meses. A transição mais longa, no entanto, torna a escolha do índice de preços que mede inflação corrente mais delicada. Daí o fato de que no Real a URV oscilava no interior de uma banda de flutuação composta por três índices diferentes, enquanto no Larida limitamo-nos a dizer que a paridade da nova moeda com a velha seria revista diariamente por interpolação das prévias do “índice geral de preços”

3 Os passivos em dólares eram aqueles previstos pela Resolução 432 do Banco Central, que refletiam a taxa externa de juros mais *spread*. Daí o nome âncora wickselliana.



moeda doméstica poderiam ser acomodados por variações no estoque de passivos denominados em dólar, uma solução próxima do sistema dual que Domingo Cavallo viria a adotar quando do Plano de Conversibilidade em 1991 na Argentina.<sup>4</sup> Era uma âncora conceitualmente sofisticada, mas não deixava de ser um “*second best*”. O Plano Real, no entanto, lançado em momento muito mais favorável do mercado internacional de capitais, pôde recorrer à âncora cambial cuja eficácia de curto prazo é sem dúvida superior.

## 2 As ironias da História

Por que só se adotou o Larida dez anos depois e mesmo assim apenas após cinco outros diferentes planos de estabilização?

A proposta Larida foi formulada em oposição tanto ao saber convencional quanto à proposta do choque heterodoxo. O saber convencional prescrevia apenas políticas fiscais e monetárias restritivas. Seu problema era ignorar o caráter inercial da inflação: a contração de demanda agregada (e emprego) necessária para contrarrestar o componente inercial era, na prática, além de qualquer limite, socialmente tolerável. O choque heterodoxo, por sua vez, reconhecia a natureza inercial da inflação e buscava eliminá-la via congelamento geral de preços e salários. Seu problema era o de todo congelamento: se for anunciado como de curta duração, tende a ser inócuo; se for anunciado como de longa duração, corre o risco de gerar desequilíbrios nos preços relativos, racionamento e forte pressão inflacionária quando da sua eliminação.

O Larida partia da hipótese de uma inflação predominantemente inercial no sentido de que o maior determinante da inflação corrente era a inflação passada. Acreditávamos que o Brasil de 1984 estava nesta situação — ausência de choques de oferta e déficit operacional inexistente. Se tal fosse o caso, a reforma monetária seria condição suficiente para assegurar a estabilidade de preços. Mas dizíamos também que se a inflação não fosse puramente inercial a reforma monetária ainda assim seria necessária, mas teria que ser precedida pela ação nos fundamentos. O pano de fundo do Larida era a descrição de uma economia com preços sujeitos a contratos indexados à inflação passada, “*crawling peg*” na taxa de câmbio também atrelado à inflação passada e política monetária passiva.

---

4 No sistema dual argentino, os agentes podem converter livremente seus depósitos no sistema bancário doméstico entre contas denominadas em dólares e contas denominadas na moeda doméstica.

Hoje sabemos que o déficit operacional estava longe do equilíbrio em 1984. O processo inflacionário, no entanto, ainda mantinha um caráter predominante inercial, ultrapassado o impacto da maxidesvalorização que se seguiu à crise cambial de 1982. O caráter inercial manteve-se até 1986 (quando da edição do Plano Cruzado) e só voltaria a tipificar o processo inflacionário em meados de 1991. As razões relevam da economia política.

O Larida poderia ter sido a base do Plano Cruzado. Os impedimentos legais de se ter duas moedas com curso fiduciário circulando simultaneamente (essa era a fase de transição prevista no Larida) fizeram, no entanto, com que se adotasse a solução do choque heterodoxo. Questões legais à parte, o choque heterodoxo ainda tinha a vantagem política da aplicação imediata. O congelamento de preços e salários deveria durar no máximo 3 meses e a taxa de juros deveria conter o excesso de demanda. O resto da história é sabido.

O fato é que o Plano Cruzado mudou o imaginário coletivo. Veio (e não por acaso) com a abertura democrática que reduziu drasticamente a tolerância da sociedade diante do processo inflacionário. A imensa frustração que se seguiu ao seu insucesso levou à adoção de planos heterodoxos cada ano e meio. Todos buscavam aperfeiçoar o Cruzado, evitando seus equívocos e problemas. Eram choques heterodoxos acompanhados por política restritiva, sem gatilho ou abono salarial, sem regras de indexação e, finalmente, sem sequer excesso de demanda agregada por conta do bloqueio de ativos financeiros.

A ironia foi que a fixação do Cruzado na memória coletiva destruiu toda e qualquer chance de um choque heterodoxo posterior ser bem-sucedido, pois a cada congelamento de preços que submergia sabia-se que outro viria. As pressões políticas e sociais para editar um novo programa tornavam-se irresistíveis tão logo o flagelo inflacionário retornava à cena. Conscientes, os formadores de preço cuidavam para que seus preços penetrassem o novo congelamento “no pico”. O resultado agregado era a aceleração da inflação entre congelamentos. A queda do salário real resultante aumentava a pressão política para lançar um novo congelamento. E durante o congelamento os calejados consumidores compravam tudo o que podiam, magnificando, assim, o quadro de excesso de demanda. A inflação, neste círculo vicioso de choques heterodoxos, nada tinha de inercial.

Tudo mudou a partir de meados de 1991 com o insucesso do Plano Collor II. Após tantas tentativas de congelar preços e ativos financeiros, houve uma reação de horror à heterodoxia. Afastou-se de vez o fantasma de um novo congelamento. A sabedoria convencional ressurgiu triunfante: para erradicar a inflação, basta sanear o setor público. Chega de mágicas, dizia-se. E na prática o sistema econômico voltou à dinâmica anterior:

preços contratuais indexados, *crawling peg* na taxa de câmbio também indexado à inflação passada e política monetária passiva. A inflação readquiriu um caráter predominantemente inercial. A segunda ironia da História é que foi justamente o domínio ideológico do saber convencional que tornou possível utilizar a base conceitual do Larida para lançar o Plano Real.

### 3 Os fundamentos e a âncora nominal

A palavra “fundamentos” certamente lidera o *ranking* das palavras enganosas do vocabulário corrente da economia. É usada em tantos sentidos diferentes que freqüentemente oculta mais do que esclarece. E a confusão é maior ainda porque a contabilidade pública ignora os conceitos mais elementares da contabilidade privada. Não se faz balanço patrimonial nem se apresentam as mutações do patrimônio líquido, não se faz equivalência patrimonial dos investimentos em coligadas e controladas (as estatais e todo o patrimônio da União), não se deduz ativos líquidos do estoque da dívida,<sup>5</sup> não se faz provisão para dívidas com aval implícito da União (como boa parte do endividamento de Estados),<sup>6</sup> não se provisiona passivos que se materializam no futuro,<sup>7</sup> não separa, de forma transparente, Banco Central e Tesouro etc.. A lista é vasta. Tampouco se traça distinção entre conceitos que visam captar (i) a pressão do setor público sobre a demanda agregada, (ii) a absorção de poupança privada pelo setor público ou (iii) a dinâmica ao longo do tempo das finanças públicas.

As dificuldades de conceito e mensuração refletem, na verdade, algo mais profundo. O pensamento convencional consiste em verificar *a priori* o *status* das contas fiscais para avaliar se os “fundamentos” existentes são suficientes para sustentar a estabilidade de preços que se almeja alcançar. Peca por dupla ingenuidade. Primeiro, os “fundamentos” nunca estão adequados no momento inicial do lançamento de um programa de estabilização. Na verdade, é a rápida desinflação inicial que cria a condição política para o ajuste

---

5 A divulgação da série de dívida líquida do setor público foi descontinuada pelo Bacen no final da década de 80.

6 A expressão aval implícito parece estranha, mas é uma boa descrição do fenômeno. Caso contrário, como entender as periódicas renegociações e consolidações da dívida de Estados e Municípios com a União ao longo das últimas duas décadas? O aval é exercido sempre que há uma fraqueza política da União.

7 Como os encargos previdenciários ou os depósitos no FGTS que contam com aval da União feitos na Caixa Econômica Federal (que também é 100% da União).

posterior nos “fundamentos”<sup>8</sup> Segundo, porque tal ajuste é, na realidade, um projeto de modernidade e reformas do Estado e das instituições (e por que não dizê-lo, de mentalidades também) que se desdobra ao longo de anos e que dificilmente consegue ser demarcado, a não ser aproximadamente, por indicadores quantitativos.<sup>9</sup>

Pouco se tem refletido sobre esta circunstância da economia política do processo de estabilização. De um lado, faz com que a agenda da estabilização transcenda os limites usuais do Banco Central e do Ministério da Fazenda e passe a ser uma agenda de governo como um todo. Daí a importância da condução do programa por um grupo coeso no plano das idéias e contando com respaldo do Presidente. Por outro lado, coloca aos formuladores do programa de estabilização um difícil problema.

É o da fixação da âncora nominal. Deve ocorrer na partida, antes que se conheça o resultado dos esforços modernizantes do Estado. Há erros de duas naturezas.

O erro tipo I decorre do pessimismo exagerado quanto ao ritmo e a extensão das reformas. Temeroso da falta de apoio político à agenda da estabilização ou ignorante do papel da âncora nominal, o Banco Central tende a acomodar as pressões dos grupos de interesse<sup>10</sup> para evitar o risco da sobrevalorização cambial. A credibilidade do programa desaparece porque os mercados percebem que nem o Banco Central nele acredita. A inflação ressurgue por ausência de compromisso com a sustentação da âncora nominal. O programa falha por falta de ousadia.

O erro tipo II decorre do otimismo excessivo quanto às reformas modernizantes. A firmeza do Banco Central em manter a âncora nominal a qualquer custo (isto é, a taxas altas de juros) tranqüiliza os mercados.<sup>11</sup> A convergência dos *non-tradables* à “*core inflation*” ditada pela trajetória do câmbio nominal e pelas altas taxas de juros gera índices mínimos de inflação, reforçando ainda mais o sentimento complacente dos circuitos políticos de

---

8 O aparente paradoxo vai mais longe ainda. Mesmo após lançado o programa, as reformas estruturais tendem a se materializar apenas nas crises, quando a estabilidade de preços está ostensivamente em risco e o tempo é exíguo. Foi (e tem sido) assim tanto para o Plano Real como para o Plano Cavallo.

9 Trata-se de mudar a Constituição, reconstruir as instituições do Estado - desregulamentação, privatização, montagem de órgãos reguladores, reforma da mecânica orçamentária, alterar as relações entre União e Estados etc.. Os indicadores tradicionais - dívida/PIB, déficit operacional, necessidade de financiamento do setor público - são úteis como balizas referenciais, mas não captam a complexidade do processo de modernização do Estado, da sociedade e de suas instituições.

10 Tipicamente exportadores, produtores domésticos de bens passíveis de importação, detentores de ativos denominados em dólar em geral.

11 E aumenta o prestígio do Banco Central, reforçando a (errônea) percepção de que se está no caminho correto.

decisão. A taxa de câmbio inicial torna-se mais e mais sobrevalorizada ao longo do tempo. O resultado é a inexorável e fatal crise cambial.

Não há novidade alguma em nada disto. Evitar estes erros é uma arte. Exige intuição sobre a trajetória futura das reformas e dos mercados internacionais de capitais que, como toda intuição desta natureza, só pode apoiar-se na maturidade de julgamento e experiência.



# O desequilíbrio externo e a taxa de câmbio

Ruben D. Almonacid<sup>§</sup>

Gabriel Scrimini<sup>†</sup>

## RESUMO

O artigo possui duas partes. A primeira calcula qual seria o ajuste no dólar necessário para trazer o déficit em transações correntes no Brasil de 4,5% do PIB para 2,5% do PIB. Se isso fosse feito sem alterar o nível de atividade seria necessário uma desvalorização do real entre 12,3% e 18,63%. Se se quisesse evitar a desvalorização mas cortar a atividade econômica a renda deveria cair entre 11,5% e 14,88%. Para ao mesmo tempo recuperar o nível de pleno emprego e gerar o mesmo resultado no setor externo a desvalorização deveria ser de 18,5% à 28,56%. A segunda parte analisa criticamente a estratégia de política cambial seguida depois de 13.01.99 e tenta avaliar as conseqüências para a taxa de câmbio de equilíbrio para cinco possíveis cenários internacionais. O ajuste cambial médio varia de 23,36% para o cenário mais favorável a 99,56% para o menos favorável. O trabalho termina com uma análise comparativa entre os sistemas de cambio livre, flutuação suja, *currency board* e dolarização.

**Palavras-chave:** desequilíbrio externo, política cambial.

## ABSTRACT

This paper has two parts. The first one estimates the rate of real devaluation necessary to bring the current account deficit in Brazil from 4,5% of GDP to 2,5% of GDP. To accomplish this reduction without affecting total output, a devaluation between 12,3% and 18,63% would be required. The same reduction in the current account deficit without changes in the exchange rate would demand a decrease in total out put of between 11,5% and 14,88%. To achieve at the same time full employment and the reduction in the current account deficit a devaluation of 28,56% would be needed. The second part evaluates critically the exchange rate policy followed after 13.01.99 and try to assess the consequences for the equilibrium exchange rate of considering five possible international scenarios. The devaluation would vary between 23,36% and 99,56% for the most favorable and least favorable scenarios, respectively. The paper finishes with a comparative analyses of alternative exchange rate regimes, from free-floating, dirty-floating, the currency board and full dollarization.

**Key words:** external disequilibrium, exchange rate policy.

---

§ PhD pela Universidade de Chicago, Livre Docente e ex-professor da FEA-USP.

† Mestre em Economia pelo CEMA (Centro de Estudos Macroeconômico da Argentina), G.C.S.S. em Finanças pela Universidade de Stanford.

*“Depois que a vaca fugiu, não adianta fechar a porteira.”*

*“Não cutuque a onça com vara curta.”*

(Ditados populares brasileiros)

*“BC intervém e segura o dólar pela 1ª vez.”*

(*Gazeta Mercantil*, 24.2.99)

## Introdução

Este trabalho consta de duas partes. A primeira, escrita em novembro de 1998, antes da crise cambial, calculava qual deveria ser o ajuste do dólar para trazer o déficit em transações correntes do valor de 4,5% do PIB, esperado para 1998, para um número que naquele momento nos parecia financiável, de 2 a 2,5% do PIB.<sup>1</sup> A nossa resposta, que implicava uma desvalorização próxima a 30%, parecia muito pessimista, já que a maioria dos analistas que defendiam o ajuste falava de uma desvalorização de 10 a 15%, no máximo.<sup>2</sup>

A segunda parte foi escrita após a mudança na política cambial de 13.01.99, que gerou uma desvalorização acumulada de aproximadamente 60%, com um contínuo fluxo de saída de recursos e, o que é mais grave, com os juros reais nas alturas e ainda subindo. Com esta perda de controle da situação, que levou a uma segunda mudança no comando do Banco Central, faz-se necessária uma rediscussão e reinterpretação do problema.

Este trabalho pretende responder às seguintes perguntas; será que: a) a estratégia seguida pelo governo brasileiro, em cumprimento à orientação do Fundo Monetário Internacional (FMI), é a mais adequada aos nossos interesses? b) ela tem chance de conduzir a economia brasileira de volta a uma trajetória de equilíbrio, o que implicaria que após o susto inicial o dólar voltaria a níveis próximos aos R\$ 1,60/US\$, que pareciam de equilíbrio (maxi de 30%), com juros e inflação normalizados? ou c) como defende Paul Krugman, esta estratégia apenas nos dará uma trégua temporária e o desequilíbrio reaparecerá ainda com mais força, obrigando-nos a, mais uma vez, rever rumos, só que, neste caso, numa situação muito mais enfraquecida? Finalmente, neste caso, d) a idéia de criar um *currency board* ou

---

1 O número de 3% defendido pelo governo parecia descabido à luz das simulações apresentadas em “A Mágica do Dr. Gustavo Franco”, por Almonacid e Scrimini (*Informações Fipe*, nº 196, jan./97).

2 A sobrevalorização do Real calculada pelo Banco de Investimentos Dresdner Kleinwort Benson, em 20.12.98, era de apenas 7,6% (in “*Folha de São Paulo*, Cad. 1, p. 4).



de dolarizar a economia (“à Argentina”), como mencionado pelo Presidente na última semana, seria uma solução?

## 1 Uma estimativa do desequilíbrio cambial brasileiro

Desde o início do Plano Real alguns economistas (por exemplo, Delfim Netto e Paulo Nogueira Batista Jr.) vêm alertando sobre o enorme custo social que resulta de manter o câmbio real sobrevalorizado (menor crescimento econômico e absorção de mão-de-obra, e maior endividamento externo e, mais recentemente, menor renda, maiores juros e desemprego). No começo, o governo negava a existência de atraso cambial. Hoje, no entanto, existe amplo consenso, inclusive entre as autoridades governamentais, da existência desta defasagem. Porém, na cabeça de alguns, permanecem duas dúvidas. Primeiramente, qual seria a melhor maneira de corrigir esta defasagem, se por meio do ajuste de uma infinidade de preços (pela deflação de todos os bens e serviços menos o câmbio), como o governo tentou, quando inicialmente reconheceu a existência do desajuste cambial, ou via ajuste de um único preço: o câmbio, como o governo entendeu ser mais conveniente nos últimos anos e, neste caso, via muitas pequenas doses, como na política de minidesvalorizações reais, ao ritmo de 6 ou 7% ao ano, ou via uma maxi, que eliminasse de vez qualquer desajuste. A segunda dúvida é sobre qual seria a ordem de grandeza do ajuste necessário para restabelecer o equilíbrio macroeconômico.

Este trabalho pretende discutir alguns aspectos teóricos com relação a estas questões e analisar a experiência recente para tentar quantificar o problema.

Esta discussão parece supérflua. Para um não-economista, discutir se é melhor ajustar uma fração aritmética, modificando o numerador ou o denominador, parece tão irrelevante quanto discutir o sexo dos anjos. No entanto, para a Economia, como a experiência mostrou em uma infinidade de situações anteriores, esta discussão é crucial e existe uma razão lógica para tanto. Modificar o câmbio real, via redução do preço de todos os bens e serviços, implica um custo de informação e coordenação gigantescos. Em consequência, isto só seria possível depois de um longo período de menor crescimento econômico ou até de recessão e de desequilíbrio no comércio internacional e maior endividamento externo.

A Inglaterra passou por essa situação na década de 20, quando após a 1ª Guerra Mundial decidiu reintroduzir a convertibilidade da libra em um nível que Keynes<sup>3</sup> estimou entre 12

---

3 Keynes, J.M.: “*The Economic Consequences of Mr. Churchill*”

e 15% acima do seu valor de equilíbrio. No mundo dos economistas clássicos este desequilíbrio não tinha nenhuma importância, pois para eles existia perfeita mobilidade de fatores e flexibilidade de preços. A recessão que se seguiu, que durou mais de uma década - entre 1925 e 1937 -, que foi a principal responsável pela grande depressão dos anos 30 e que constituiu fonte de inspiração para Keynes escrever *A Teoria Geral do Emprego, da Renda e dos Juros*, hoje é História. Evidentemente, muitos não aprenderam a lição, já que têm insistido na política deflacionária para ajustar o câmbio real (vide o Brasil, nos primeiros anos do Real, e a Argentina, até hoje).

A política de minidesvalorizações é apenas uma versão amenizada da mesma visão. Ela também pressupõe que não existem custos por estar fora de equilíbrio. Se assim fosse, fazer gradativamente o ajuste seria menos traumático e, não havendo outros custos, seria o mais recomendável. Mas é claro que existe um custo de se estar em uma trajetória dinâmica fora de equilíbrio. Para determinar esse custo, importa saber o tamanho de desequilíbrio e o tempo que nele permaneceremos. Isto acontece porque, enquanto o câmbio está desajustado, o setor produtivo nacional estará em condições desvantajosas para concorrer com os produtores estrangeiros, e também porque enquanto os juros forem diferentes dos de equilíbrio as decisões de poupança e investimento estarão erradas, além de as empresas estarem sendo abertas ou fechadas também por razões erradas. Isto implica que: a) o déficit comercial será maior que o necessário, acumulando-se sobre a forma de dívida externa; ou b) a economia será mantida abaixo do pleno emprego; ou c) ambas.

No início do Plano Real o governo interpretou que não estava havendo apreciação da moeda ou que esta seria rapidamente corrigida pelos ganhos de produtividade decorrentes da abertura comercial e da maior eficiência econômica.<sup>4</sup> Mas os reiterados déficits comerciais e a rápida piora das contas externas levaram o governo brasileiro a reconhecer que a política de “deflação competitiva” não era a estratégia mais sensata. Contudo, ao mudar para a política de minidesvalorizações reais da moeda ele apenas está repetindo uma experiência introduzida em 1978 pelo Ministro Simonsen, que resultou em fracasso pelas mesmas razões que está nos levando ao fracasso a tentativa atual: seu enorme custo, como consequência de manter juros reais muito acima dos de equilíbrio. Isto porque, dada a existência de movimentos de capitais e de mecanismos de arbitragem entre os mercados financeiros interno e externo, uma política de minidesvalorizações reais implica que o juro

---

4 De fato, as estatísticas mostravam significativos aumentos na produtividade do trabalho, sendo que no diagnóstico oficial estes aumentos de produtividade eram reais. Já no nosso entender, em boa medida estes ganhos estavam refletindo apenas uma mudança na forma de organização da produção. O grande aumento dos encargos trabalhistas introduzidos pela Constituição Federal de 1988 incentivou um aumento da terceirização e da economia informal.

real será no mínimo igual ao que prevaleceria numa condição de equilíbrio, acrescido do valor das minidesvalorizações reais. Se o juro real de equilíbrio é de 12%, e as mini reais de 7% ao ano, o juro real na moeda nacional será de, no mínimo, 20%. E este será o valor mínimo porque essa política introduz um risco a mais. Reconhecido o desequilíbrio externo, e a necessidade de se corrigir o câmbio, o governo poderia mudar de idéia e acelerar as minis ou fazer uma maxi. O mercado incorpora isso nas suas expectativas, e é isto o que o Brasil está enfrentando hoje: piso de juros reais de 30 a 40% ao ano, acrescido de saídas de capitais. O fato é que o País acaba pagando muitas vezes o custo da mesma maxi.

Nas circunstâncias atuais, o governo acredita que mantendo essa política irá convencer o mercado de que não haverá maxi, mas, com os juros no patamar em que se encontram, o crescimento da dívida tanto interna como externa torna-se explosivo e a necessidade da maxi mais urgente. Esta política apenas aumenta o risco e o tamanho do ajuste necessário.

#### **A) O saldo em transações correntes e a balança comercial**

O Balanço de Pagamentos (BP) é definido como:

$$BP = STC + SCK = \Delta R \quad (1)$$

onde STC é o saldo em transações correntes e abrange todas as transações em bens e serviços de um país com o resto do mundo. SCK é o saldo da conta de capitais e inclui todas as suas transações financeiras com o exterior. O BP também é igual à variação das reservas internacionais,  $\Delta R$ .

Quando o BP está em equilíbrio,  $STC = -SCK$  e as reservas internacionais estão constantes.<sup>5</sup>

Por sua vez, o STC tem dois componentes principais: a) a balança comercial e b) a balança de serviços. O saldo da balança comercial (SBC) depende principalmente do nível de preços no Brasil em relação ao resto do mundo (os preços relativos que são fortemente afetados pela taxa de câmbio) e do nível de atividade econômica. Já dentro da balança de serviços existem componentes, como gastos com turismo, seguros e fretes, que também são afetados pelos preços relativos, e o nível de atividade e os serviços financeiros,

---

5 Almonacid: "A Crise Asiática e o Papel do FMI" in *Economia Aplicada*, v. 2, n. 3, jul/set 1998 (p. 616).

como juros sobre a dívida externa e a remuneração das outras formas de capital de propriedade dos estrangeiros (como os lucros, dividendos, *royalties* etc.) que, em equilíbrio, dependem fundamentalmente da taxa de juros. Por razões didáticas, vamos reagrupar os fluxos internacionais de forma a que todos os bens e serviços que dependem dos preços relativos e do nível de atividade estejam dentro do saldo da balança comercial modificada (SBCM), e todos os fluxos que dependem da taxa de juros, dentro do saldo da balança de serviços modificada (SBSM). Portanto:

$$STC = -rD + SBCM \quad (2)$$

já que no nosso caso SBSM = - rD,

onde D é a dívida externa ampliada<sup>6</sup> e inclui todas as formas de propriedade dos estrangeiros que geram obrigações de remeter renda ao exterior, e r é a taxa de juros paga sobre essa dívida. Para tornar esses valores compatíveis, no tempo e entre países, divide-se a expressão (2) pelo produto do país (y), ou seja:

$$STC/y = -rD/y + SBCM/y \quad (3)$$

ou

$$stc = -rd + sbcm \quad (3')$$

Um valor positivo para qualquer variável representativa de saldo (STC, SCK, SBC etc.) indica um superávit.

#### a) O saldo da balança comercial modificada e os preços relativos

A competitividade externa brasileira - o preço relativo dos bens produzidos internamente - pode se modificar por mudanças nos preços na moeda nacional (inflação ou deflação internas), por mudanças nas condições no mercado internacional (mudanças nos termos de troca) e por mudanças nas taxas de câmbio (no país ou no resto do mundo). Como os termos de troca e a taxa de câmbio do resto do mundo estão fora do alcance de nossa política

6 O conceito usual apenas considera o endividamento externo, negligenciando a necessidade de pagar lucros, dividendos, *royalties* etc. Portanto,  $D = D^* + Ke + Ae + Te$  onde  $D^*$  é a dívida externa propriamente dita;  $Ke$ , o valor acumulado dos investimentos diretos,  $Ae$  idem em investimentos de *portfolio* e  $Te$  a tecnologia comprada dos estrangeiros. Como, em geral,  $Ke$ ,  $Ae$  e  $Te$  envolvem maior risco que  $D^*$ , podemos esperar que, em equilíbrio,  $rD \leq rD^* + \ell Ke + dAe + jTe$ , onde  $r$ ,  $\ell$ ,  $d$  e  $j$  são as taxas de remuneração específicas para cada tipo de capital estrangeiro. Ver Almonacid, Ruben: "A Mágica do Dr. Gustavo Franco, Revisitada" in *Revista de Economia Política*, v. 18, n. 2, abr/jun 1998 (p. 91).

econômica, resta ao país ajustar uniformemente os preços internos de todos os bens e serviços produzidos na economia nacional (já que os importados têm seu preço e a taxa de câmbios fixos, exogenamente)<sup>7</sup> ou modificar a taxa de câmbio. Se a moeda tem que ser depreciada, como na situação atual, ou a) se desvaloriza o câmbio ou b) os preços nominais têm que cair, isto é, deve haver deflação. Mas, dada a perda de capital que uma deflação impõe ao vendedor, esta só acontece de forma muito lenta e após considerável redução da atividade econômica e do emprego: a deflação exige que haja recessão. A queda no nível de atividade observada, portanto, é a forma que a economia de mercado tem de ajustar nossa competitividade externa quando há impedimento às mudanças na taxa de câmbio.

As forças dominantes na economia mundial que se seguiram às crises asiáticas e russas são tais que tornam o ajuste necessário, para reequilibrar a economia brasileira, ainda maior. Entre essas forças estão: 1) uma série de países (os asiáticos, a Rússia, o México, o Canadá, a Austrália, Chile, Nova Zelândia e uma infinidade de outros) desvalorizou suas moedas; 2) a situação de crise pela qual passa o mundo tem reduzido a taxa de crescimento econômico e, como consequência, a demanda mundial por bens e serviços deve estar crescendo menos ou até caindo; e 3) o Brasil é hoje um país fortemente exportador de produtos primários e, em situação de recessão, os preços desses produtos tendem a cair (os termos de troca para o Brasil devem estar piorando).

## **b) O saldo da balança comercial modificada e a renda nacional**

Por outro lado, o governo também poderia reduzir o desequilíbrio externo cortando a atividade econômica - forçando uma recessão -, que é precisamente o que o governo brasileiro vem fazendo nos últimos tempos. A recessão ajuda a reduzir o desequilíbrio externo, tanto porque favorece a deflação de preços, que ajuda as exportações, como porque, ao reduzir a renda, reduz a demanda agregada e as importações. Entretanto, como as receitas do governo estão, em boa medida, atreladas à atividade econômica, é claro que este caminho implica que haverá queda da arrecadação fiscal. Finalmente, a manutenção de juros muito acima do nível de equilíbrio implicará maiores despesas para os devedores (que inclui o governo), sendo que ambos os fatores representarão uma tendência ao aumento no déficit público; isto é, a tentativa de reduzir o desequilíbrio externo por este mecanismo

---

7 Para que se restabeleça o equilíbrio geral todos os preços têm que variar na mesma proporção - não pode haver mudança de preços relativos entre as bens produzidos domesticamente, por isso tanto a deflação como a inflação devem ser uniformes.

leva a um aumento do desequilíbrio interno. Segue-se daí que a recusa do governo em ajustar o câmbio está sendo altamente custosa em termos de atividade econômica e endividamentos interno e externo.

## B) Análise empírica

Em continuação, vamos tentar mensurar a importância de cada uma dessas variáveis na determinação do desequilíbrio externo brasileiro e fazer simulações que nos permitam definir o ajuste de preços relativos que restabeleceria o equilíbrio.

A equação a ser estimada é:

$$sbcm = a + b\pi + cz + dt + u \quad (4)$$

onde sbcm, o saldo da balança comercial modificada, é o STC menos a renda líquida do capital externo, incluindo juros, lucros, dividendos e lucros reinvestidos, líquidos, em relação ao PIB ( $SBCM/y$ ), ambas as variáveis definidas em dólares correntes;  $\pi$  é um indicador de preços relativos e que em nosso caso está definido utilizando as seguintes alternativas: a) como a relação entre o preço dos bens comerciáveis (*tradable goods*) aproximado pelo IPA (Índice de Preços por Atacado) e não-comerciáveis (*non-tradable goods*) aproximado pelo IPC (Índice de Preços ao Consumidor), relativos aos seus correspondentes para os Estados Unidos da América, variável identificada como  $G_p$ ; e b) pela paridade do poder de compra da moeda brasileira em relação ao dólar norte-americano (PPP),<sup>8</sup> calculada em três versões, utilizando (i) preços de atacado para ambos os países ( $PPP_A$ ), (ii) preços ao consumidor para o Brasil e de atacado para os EUA ( $PPP_B$ ) e (iii) preços ao consumidor para ambos os países ( $PPP_C$ );  $z$  é a diferença entre o PIB real observado e o correspondente valor de pleno emprego, definido como a tendência logarítmica da série do PIB. No caso do PIB, utilizamos duas versões: a primeira, medida em dólares constantes ( $z_{US}$ ) e a segunda, em reais constantes ( $z_R$ );  $t$  é a variável tempo, para captar qualquer tendência nas séries.

Quanto mais baratos são os bens dos estrangeiros em relação aos nossos, e quanto maior o nível de nossa atividade econômica relativamente à do resto do mundo, maior será nosso déficit comercial modificado, isto é, esperamos que  $b > 0$  e  $c < 0$ .

---

8 Obtém-se índice PPP multiplicando-se o índice de preços dos EUA pela taxa de câmbio brasileira, e dividindo-se pelo índice de preços brasileiro.

Os resultados obtidos utilizando-se dados anuais da economia brasileira para o período entre 70 e 98 são os seguintes:

**Tabela 1**  
**Modelos Explicativos para o sbcm**

Modelo		a	b	c	d	R <sup>2</sup> Aj	DW
$z_{US}$	$G_P$	-0,1328 (-8,92)	0,1041 (7,96)	-0,0935 (-3,63)	0,00139 (4,612)	75,34	1,573
	$PPP_A$	-0,3991 (-4,903)	0,0896 (4,655)	-0,0939 (-2,64)	0,00220 (4,890)	53,29	1,130
	$PPP_B$	-0,2591 (-7,45)	0,0555 (6,92)	-0,0956 (-3,37)	0,00203 (5,836)	70,15	1,390
	$PPP_C$	-0,2692 (-7,84)	0,0599 (7,31)	-0,0690 (-2,55)	0,00143 (4,467)	72,22	1,460
$z_R$	$G_P$	-0,16150 (-10,16)	0,13110 (9,230)	-0,11700 (-4,380)	0,00142 (5,0600)	78,69	1,777
	$PPP_A$	-0,4436 (-4,56)	0,1001 (4,356)	-0,06950 (-1,713)	0,00240 (4,6871)	46,55	1,010
	$PPP_B$	0,3182 (-8,03)	0,0692 (7,560)	-0,11170 (-3,600)	0,00220 (6,4040)	71,42	1,380
	$PPP_C$	-0,3052 (-8,21)	0,0686 (7,71)	-0,07150 (-2,540)	0,00145 (4,5300)	72,20	1,420

O número entre parênteses abaixo de cada coeficiente corresponde ao t de Student, R<sup>2</sup>Aj é o R<sup>2</sup> ajustado e DW o Durbin Watson da regressão.

Todas as regressões apresentam coeficientes com o sinal esperado e estatisticamente significantes. As melhores regressões para ambas as versões da renda são aquelas que usam a variável  $G_P$  como indicador de preços; a segunda melhor é a que utiliza a  $PPP_C$ . Para a renda, o melhor resultado aparece utilizando  $z_R$ . Nos quatro casos, o R<sup>2</sup>Aj é superior a 70%. Nas duas versões de z, a  $PPP_A$  apresenta o pior resultado.

Fica claro que o governo dispõe de dois instrumentos de política econômica para controlar o sbcm (alterando as importações e/ou exportações). Para melhorar o saldo

externo, por exemplo, ou ele desvaloriza o câmbio real (via desvalorização nominal ou redução dos preços domésticos) ou ele diminui a atividade econômica.

Portanto, o ajuste externo necessário para trazer o déficit em transações correntes dos 4,5% do PIB, esperado para este ano, para os 2,5% desejados (o sbcm deve subir de -2% para zero) pode ser realizado de três formas:

- a) mantém-se o nível de atividade como atualmente (estimado abaixo do pleno emprego em 4,55% na versão em dólar e 9,23% na versão em reais) e ajusta-se somente a taxa de câmbio. Teríamos uma medida do efeito preço (EP), apenas;
- b) mantém-se a taxa de câmbio e reduz-se a atividade econômica - aumentando a recessão - com uma queda adicional de renda. Teríamos uma medida do efeito renda (ER), apenas; ou
- c) permite-se um ajuste simultâneo do câmbio e da renda, de forma a também trazer a atividade econômica de volta ao pleno emprego. Este ajuste, que restabeleceria o equilíbrio global da economia, daria uma medida do efeito total (ET). Seria, portanto, a nossa medida do desequilíbrio cambial existente.

Este último ajuste permitiria: a) restabelecer a plena utilização dos recursos; b) voltar a crescer conforme a disponibilidade de novos recursos e, o mais importante; trazer c) os juros reais para níveis compatíveis com a atividade produtiva e o bom funcionamento dos mercados; e d) o desequilíbrio externo para patamares sustentáveis no longo prazo.

Nossa estimativa destes três efeitos para os dois melhores modelos da Tabela 1 (com as variáveis  $G_p$  e  $PPP_C$ ), nas duas versões de renda ( $z_{US}$  e  $z_R$ ), aparecem na Tabela 2.

**Tabela 2**  
**Estimativas dos Efeitos Preço, Renda e Total Necessários**  
**para Reduzir o sbcm em 2% do PIB**

Modelo	EP (%)	ER (%)	ET (%)
$Z_{US}, G_p$	18,63	-14,88	24,45
$Z_{US}, PPP_C$	13,26	-11,51	18,50
$Z_R, G_p$	17,02	-13,61	28,56
$Z_R, PPP_C$	12,30	-11,80	21,92



Esta tabela indica que para trazer o déficit em transações correntes de 4,5% para 2,5% do PIB, sem alterar o nível de atividade, seria necessária uma maxi de 12,30% a 18,63%. Se se quisesse evitar a maxi e produzir o mesmo efeito cortando a atividade econômica, a renda deveria cair, adicionalmente, de 11,51% a 14,88%. Se o objetivo fosse produzir o mesmo resultado no setor externo e ao mesmo tempo permitir que o PIB recuperasse seu nível de pleno emprego, a maxi teria que ser de 18,50% a 28,56%. Todos os casos pressupõem que haveria recursos externos em volume suficiente para financiar o déficit externo de 2,5% do PIB.

## 2 A política cambial pós-Real

Esta seção analisa criticamente a estratégia seguida pelo governo federal após a mudança da política cambial e tenta avaliar as conseqüências para a taxa de câmbio de equilíbrio de considerar cinco possíveis cenários para o comportamento dos credores internacionais.

Uma estratégia cambial correta precisaria atender à três objetivos principais, ela deveria: a) produzir o ajuste necessário (nem mais, nem menos); b) minimizar a turbulência produzida; e c) permitir uma rápida queda dos juros para patamares compatíveis com o longo prazo. Lamentavelmente, as tentativas até agora realizadas foram ineficazes para atingir esses objetivos, porque:

1. como foi demonstrado em artigo recente,<sup>9</sup> as economias de mercado tendem a reagir exageradamente, produzindo bolhas especulativas, com preços que extrapolam os níveis de equilíbrio. A obrigação do governo é intervir para evitar exageros;
2. o governo demorou uma enormidade para introduzir o ajuste. Este deveria ter sido feito há anos, antes de acumular dívidas interna e externa exageradas e antes de perder os mais de US\$ 40 bi de reservas, que desapareceram nos últimos meses;
3. o ajuste inicial - o aumento da banda - foi pequeno;
4. os ajustes posteriores, com o câmbio e os juros variando sem nenhuma intervenção do governo, apenas serviram para exasperar as expectativas do mercado, atraindo uma atenção exagerada para um problema que deveria ter sido resolvido rapidamente, como numa boa cirurgia;

---

9 Almonacid, Ruben: "A Crise Asiática e o Papel do FMI", *idem*.

5. era sabido que o mercado tinha mais procura que oferta de dólares (dado o cronograma de vencimento dos créditos e a retirada dos credores externos) e o governo, que era o único potencial ofertante de dólares nestas circunstâncias, retirou-se do mercado com toda a pompa. Afinal, a ajuda externa de US\$ 41,5 bi, negociada com diversos organismos internacionais, deveria servir exatamente para amenizar a transição, até que a credibilidade fosse recuperada e os capitais privados voltassem a fluir espontaneamente. Trancar as reservas neste momento, quando não havia ofertantes, foi a forma mais fácil de espalhar o pânico; e
6. utilizar os juros para equilibrar o mercado, como vem sendo a política monetária atual, é mais um erro operacional. Juros elevados irão aumentar o custo das dívidas interna e externa e tornar mais difícil o ajuste fiscal.<sup>10</sup> Como o mercado tem necessidade de cancelar compromissos externos preexistentes, e o aumento do fluxo cambial decorrente do aumento das exportações e redução das importações será muito demorado (para atender às necessidades do mercado de capitais) e também como a regra atual induz uma elevada volatilidade na taxa de câmbio, não há taxa de juros razoável que crie o fluxo de capitais necessário. Juros elevados, por outro lado, manterão a economia desaquecida, prejudicando as receitas, e aumentarão o custo da dívida, prejudicando as despesas. Ambos os efeitos levam a um aumento do déficit fiscal. A tentativa de aumentar receitas aumentando alíquotas ou criando novos impostos, como vem sendo exigido pelo FMI, tampouco terá sucesso, porque a carga tributária já é extremamente elevada e a atividade econômica já foi demasiadamente comprimida. Isto nos faz prever que haverá necessidade de novas mudanças na política econômica.

A seguir, analisaremos cinco possíveis cenários para onde a economia brasileira poderia se encaminhar e calculamos a taxa de câmbio compatível com cada um deles. No caso, utilizamos os mesmos modelos da Tabela 2, concentrando-nos no efeito total (ET) necessário.

1. O primeiro, e mais favorável, seria aquele em que os novos créditos externos são suficientes para pagar os juros da dívida externa, mas nenhum déficit na balança comercial modificada (ou seja,  $stc = -rd$  implica que  $sbcm = 0$ ); era o cenário do governo antes de 13.01.99, e que já foi apresentado na Tabela 2.

---

10 Como vimos na primeira seção deste artigo, a principal vantagem da maxidesvalorização é a de permitir trazer os juros para patamares razoáveis. Como a política atual não está atingindo este objetivo, a economia não entrou ainda numa trajetória sustentável a longo prazo.

2. Os capitais continuam fluindo em um ritmo menor que até agora, mas suficientes para financiar um  $stc = -1,5\%$  (nas condições atuais, isto exigiria  $sbcm = 1\%$ ); é o cenário do FMI.
3. O país é obrigado a pagar os juros, mas o principal continua sendo rolado ( $stc = 0$  implica em  $sbcm = rd = 2,5\%$ ).
4. O país é obrigado a devolver parte do principal, mas em um ritmo moderado, que poderia ser de uns  $2\%$  do PIB ( $stc = 2\%$  implica que  $sbcm = 4,5\%$ ).
5. Há uma corrida dos capitais estrangeiros, exigindo a devolução do principal, conforme os vencimentos inicialmente pactuados. Esta é a situação que estamos vivendo neste primeiro mês da mudança da política cambial; ela exige uma explosão do câmbio e/ou dos juros, ou, alternativamente, a imposição de algum tipo de controle de capitais ( $sbcm \geq 5\%$ ).

A Tabela 3 resume a nossa análise sob as várias hipóteses:

**Tabela 3**  
**Ajuste da Taxa de Câmbio com Relação ao Nível de 12.1.99**  
**Necessário para Manter o Equilíbrio Conforme Diferentes Cenários**

Modelo	Variação Porcentual do Câmbio nos Cenários				
	$sbcm = 0$	$sbcm = 1$	$sbcm = 2,5$	$sbcm = 4,5$	$sbcm = 5,0$
$z_{US} G_P$	24,45	37,91	58,09	85,01	98,47
$z_{US} PPP_C$	18,50	35,20	60,24	93,03	110,33
$z_R G_P$	28,56	39,25	55,27	76,64	87,33
$Z_R PPP_C$	21,92	36,50	58,37	87,52	102,50
Média dos 4 Modelos	23,36	37,22	58,00	85,70	99,56
Nível de Taxa de Câmbio	1,505	1,674	1,928	2,266	2,435

O ajuste cambial médio dos quatro modelos utilizados (com duas estimativas de  $\pi$  e duas de  $z$ ) varia de 23,36%, no cenário mais favorável, a 99,56%, no cenário em que passamos a pagar toda a renda dos capitais externos e a devolver o principal a um ritmo de 2,5% do PIB ao ano. Observe-se como a taxa de câmbio de equilíbrio é extremamente sensível aos movimentos de capitais. O valor do dólar no mercado está se aproximando

perigosamente da nossa alternativa do cenário 4 (devolve-se o principal a um ritmo de 2% do PIB). Os números atuais confirmam nossa conclusão de que as economias de mercado tendem a exagerar e, consideravelmente, nas oscilações de seu humor. O ajuste cambial atual já ultrapassou em muito o limite de segurança para manter o controle da taxa de inflação.

### **3 Livre flutuação, flutuação suja, *currency board* e dolarização**

A seguir tecemos algumas considerações sobre cada um destes quatro sistemas cambiais.

Não há dúvidas que numa situação na qual oferta e procura da divisa estrangeira estivessem funcionando normalmente, a livre flutuação seria o sistema cambial que teria menos chances de gerar distorções e desequilíbrios. Mas não há dúvidas, também, que em condições excepcionais como as atuais, na qual gerando e espalhando o pânico o governo afugentou boa parte dos possíveis ofertantes de dólares, e na qual existe uma necessidade de honrar compromissos elevados por financiamentos obtidos no passado, criou-se uma situação onde existe no mercado cambial “uma ponta só”, o que significa que o seu preço pode ter grandes oscilações e ser extremamente volátil. Nestas circunstâncias, seria justificável o governo intervir para orientar e ajudar o mercado a encontrar um preço compatível com o equilíbrio de longo prazo.

Um segundo caso no qual a intervenção do governo seria recomendável para diminuir a volatilidade da taxa de câmbio é aquele em que o mercado opera com poucas transações, algumas de valor relativamente elevado, ou em países pequenos agindo isoladamente e que sofrem o impacto de descasamentos temporais entre oferta e procura. Particularmente, trata-se de países tomadores de capitais, porque a volatilidade da taxa de câmbio levaria a aumentos da taxa de juros exigida pelos estrangeiros. Um mercado cambial livre, com ocasionais intervenções do governo para evitar grandes oscilações do preço, caracteriza a flutuação suja. Mas, lamentavelmente, dada a maior facilidade de administração do câmbio fixo, este sistema tende a degenerar para ele. O risco é que o câmbio se afaste consideravelmente, e por longos períodos de tempo, do seu valor de equilíbrio, tal qual aconteceu no Plano Real, por exemplo.

Como a livre flutuação tende a degenerar para a flutuação suja, e esta para o câmbio fixo, é provável que: a) com o decorrer do tempo o câmbio se distancie progressivamente do seu ponto de equilíbrio; e b) chegue um momento em que surja uma crise cambial. Esta crise será mais ou menos grave, dependendo do conflito que possa existir entre a política cambial e o resto da política macroeconômica (monetária, creditícia, de juros, fiscal etc.).

O *currency board*, que é, em essência, uma forma mais rígida de câmbio fixo, por subordinar o uso dos instrumentos de política econômica às condições do setor externo (só se emite moeda com a entrada líquida de recursos externos, o déficit público só pode ser financiado com créditos voluntários etc.), reduz as chances de produzir grandes desequilíbrios na taxa de câmbio. Mas, como parece mostrar o caso argentino, não o elimina totalmente, porque dada a inflexibilidade dos preços internos e as resistências políticas em deixar que a atividade econômica caia na medida e pelo tempo necessário para reequilibrar a taxa de câmbio, o *currency board* também pode levar a uma situação de endividamento exagerado e à conveniência de se quebrar a regra de convertibilidade. Nas condições atuais parece pouco provável que a Argentina consiga resistir às pressões recessivas que emanam da política cambial brasileira e de seus prováveis efeitos sobre o resto dos países do Cone Sul (Equador, Uruguai e Chile já iniciaram ajustes para se adaptar às novas circunstâncias; a Colômbia já sentiu o baque).<sup>11</sup>

A única maneira de realizar o ajuste de preços relativos necessário, dentro da regra do *currency board* e sem manter a economia em recessão por anos a fio, é introduzir reformas institucionais que melhorem a competitividade do País (reduzindo a carga fiscal, dando maior flexibilidade ao mercado de trabalho etc.). Mas é pouco provável que o governo argentino consiga realizar algumas destas reformas em tempo hábil para escapar ao impacto recessivo da desvalorização do real.

Alguns analistas econômicos e o governo argentino parecem acreditar que levando-se a lei de convertibilidade a suas últimas conseqüências - dolarizando o câmbio - seria uma outra forma de resolver o problema.<sup>12</sup> Na dolarização total da economia a moeda local desaparece de circulação e é substituída pelo dólar norte-americano. Neste caso, de fato, o risco de câmbio desaparece. Mas se a Legislação e a Justiça, em geral, e o direito de propriedade, em particular, não forem semelhantes aos existentes no EUA, ainda haveria

---

11 Isto implica, por exemplo, que o governo argentino, apesar de seu *currency board* ou até da total dolarização de sua moeda, deverá fazer uma desvalorização de no mínimo 20%. Caso contrário, nem controles mais rígidos de suas importações, nem tarifas compensatórias, nem outras vantagens que o Brasil possa oferecer serão suficientes para evitar que seus déficits comercial e em transações correntes cresçam descontroladamente ou que a economia seja forçada a sofrer uma forte recessão para produzir esse ajuste em seus preços relativos. O verdadeiro teste para o modelo argentino só irá acontecer nos próximos 12 meses. Provavelmente o Uruguai e o Paraguai também deverão fazer algum ajuste nas suas moedas.

12 Este movimento vai na direção de se criar uma moeda única, como defendemos há muito tempo. Porém, ao fazê-lo unilateralmente, sem nenhuma contraprestação, estaremos perdendo a chance de compartilhar dos ganhos de senhoriação que a produção de uma moeda oferece. Mas isto não seria um problema se, tal qual já vem fazendo o governo argentino, em uma negociação com o governo americano, consegue-se vantagens que compensem esta perda. Opinião contrária a este respeito é defendida por Paulo Nogueira Batista Jr., em artigo na “Folha de São Paulo” de 18.02.99.

motivos para que os juros, por exemplo, fossem diferentes. De todas as formas, esta mudança não seria a solução para o problema argentino, porque a dolarização não modifica os preços relativos nem os torna mais flexíveis. Como a Argentina vem apresentando elevados e crescentes déficits em transações correntes e na balança comercial, é claro que ela sofre de falta de competitividade externa, o que só pode ser corrigido modificando seus preços relativos, já que a economia não está superaquecida. As mudanças no Brasil e as alterações que elas provocarão nos outros países do Cone Sul apenas irão piorar o seu desequilíbrio externo ou a sua recessão. Para melhorar esta competitividade e trazer o DTC para níveis financiáveis no médio e longo prazos só existem duas alternativas: a) uma reforma institucional que agilize uma deflação competitiva ou b) uma mudança na lei de convertibilidade que permita uma desvalorização do peso. Evidentemente, excluiu-se a possibilidade de se tolerar uma longa e, no caso, profunda recessão.

Com relação à política econômica implementada pelo governo brasileiro, as seguintes considerações tornam pouco recomendáveis as políticas de livre flutuação do câmbio e juros elevados:

- a) receios de volta da inflação e de novas disparadas do dólar levaram o governo a aumentar as restrições ao crédito interno (aumento dos juros e compulsórios e diminuição da linha de redesconto);
- b) os reiterados aumentos do dólar e as pioras nas condições de barganha na renovação dos créditos externos, ao mesmo tempo que continuam as saídas de recursos, indicam que por enquanto os credores internacionais não estão dispostos a renovar os créditos antigos, ou conceder novos, num volume que permita continuar absorvendo a poupança externa (isto implica que neste estágio apenas os cenários 4 e 5 parecem factíveis);
- c) os créditos dos organismos internacionais serão liberados em parcelas, sujeitos ao cumprimento de metas e/ou à aprovação de medidas de maior contenção econômica (aprovação da CPMF, aumento dos juros, aumento do preço dos combustíveis, aprovação de reforma no mercado de trabalho, privatização do Banco do Brasil, da CEF e da Petrobrás etc.), que dependem de acordos políticos e que nem sempre serão realizados em tempo hábil para evitar as suspensões das liberações de recursos e impasses na administração da política econômica;
- d) vamos precisar ter superávits em transações correntes (não apenas na balança comercial modificada), mas as maiores restrições aos créditos interno e externo tornam mais difícil a recuperação da atividade econômica e, principalmente, das exportações; e, finalmente,

- e) a combinação de câmbio flutuante com juros elevados é exatamente a mesma utilizada no início do Plano Real,<sup>13</sup> que levou à apreciação do câmbio e à explosão do endividamento. Na situação atual ela não permitirá que o câmbio faça todo o ajuste via aumento das exportações e redução das importações nem que haja redução no ritmo de crescimento da dívida, que era o maior problema da taxa de câmbio valorizada.

Isto implica que se a política monetária não for modificada significativamente num curto espaço de tempo, corremos o risco de passar para a etapa seguinte na evolução da crise externa: decretar uma moratória interna e/ou externa. Enquanto subsiste este risco, e o mercado atribui uma chance não pequena disto acontecer, o governo terá dificuldades em rolar sua dívida interna e o País em rolar sua dívida externa. Como os juros elevados apenas aumentam a probabilidade disto acontecer, a estratégia, recomendada pelo FMI, e seguida pelo governo brasileiro, não é sustentável a médio e longo prazos.

## Conclusões

Este trabalho apresentou as implicações para a taxa de câmbio de equilíbrio resultantes de cinco diferentes comportamentos para os credores internacionais. Os cenários analisados vão desde a situação na qual os estrangeiros aceitam rolar integralmente a dívida externa e seus juros (o que daria um  $stc = -2,5\%$  e balança comercial modificada equilibrada) até aquela na qual os credores externos exigem a devolução de seu capital a um ritmo de  $2,5\%$  do PIB ( $sbcm = 5,0\%$ ). Com relação à situação anterior à primeira desvalorização cambial de 13.01.99, o ajuste necessário vai desde  $18,50\%$  até  $110,33\%$  - ambos os extremos seriam no modelo utilizando-se a  $PPP_C$  e  $z_{US}$ . No modelo que apresentou os melhores resultados estatísticos ( $G_p$ ,  $z_R$ ) os extremos vão de  $28,56\%$  a  $87,33\%$ .

A experiência de outros países que passaram por crises externas, e a do próprio Brasil na década de 80, sugere que a retração dos credores internacionais provavelmente será tal que a única alternativa que nos resta será conseguir um saldo em transações correntes positivo ( $stc > 0$  dos cenários 4 e 5).<sup>14</sup> Portanto, o ônus de tirar o País da crise, mais uma vez, será do setor real. Por isso, manter juros elevados é apenas uma sangria, que torna o ajuste mais difícil.

---

13 Esta política implica maiores doses do mesmo remédio, não mudança do diagnóstico e do tratamento.

14 Na crise de 80, o Brasil teve  $stc > 0$ , ainda que pequeno, em 1984, o  $sbcm$  foi positivo entre 83 e 94. Na crise Asiática todos os tigres tiveram, durante 98,  $stc$  significativamente positivos.

Todas as alternativas por nós estudadas, desde o câmbio fixo até o flutuante e desde o *currency board* até a total dolarização da economia, incluindo a criação de uma moeda única, tem suas vantagens e seus defeitos. O câmbio flutuante, por exemplo, tem funcionado adequadamente em países como Canadá, Austrália e Nova Zelândia. Mas essa alternativa esbarra na possibilidade de o governo, seguindo uma política de juros inadequada (como aconteceu no início do Plano Real), levar a economia a uma valorização artificial da moeda e a uma situação de desequilíbrio e crise.

A alternativa de introduzir um *currency board*, e até de dolarizar a economia, nos tira um instrumento de política econômica e um grau de liberdade, porém, como nossos países (isto é, boa parte dos países emergentes, incluindo Brasil e Argentina) já demonstraram uma infinidade de vezes no passado, é um grau de liberdade que não sabemos utilizar e que tem causado mais mal do que bem; na situação atual, um mal enorme. Talvez seja esta a solução menos ruim.

Uma outra alternativa seria continuar tentando e errando até que aprendamos a utilizar os instrumentos de política econômica a nosso dispor. Afinal, aprender a utilizar estes instrumentos é parte do processo de Desenvolvimento Econômico.



## Orientação para Apresentação de Artigos

A revista *ECONOMIA APLICADA* é publicada trimestralmente nos meses de março, junho, setembro e dezembro. A revista considera de interesse textos inéditos cuja análise envolva originalidade e reflexão. Os artigos enviados para a revista *ECONOMIA APLICADA* serão submetidos ao seu corpo de pareceristas por meio do sistema *double blind review*, ou seja, durante o processo de avaliação não é(são) revelado(s) o(s) nome(s) do(s) autor(es) aos *referees*, nem os nomes destes ao(s) autor(es). O corpo de pareceristas é constituído por professores e pesquisadores da FEA-USP e de outras instituições, brasileiras e estrangeiras.

A revista, além de artigos, terá seções reservadas a *surveys*, comunicações, resenhas e à divulgação de pesquisas, dissertações, teses, palestras e resultados de encontros que sejam relevantes para uma melhor compreensão da economia. A revista terá, ademais, uma seção denominada *Como Eu Pesquiso*, em que serão apresentados depoimentos de professores e pesquisadores sobre suas atividades de pesquisa. Serão aceitos para publicação artigos em português, inglês, espanhol e francês.

Os artigos deverão obedecer ao seguinte padrão:

- Extensão máxima de 25 páginas (página de 33 linhas e linha de 70 toques);
- Apresentação de um resumo de, no máximo, 150 palavras e de 3 a 5 palavras-chave, ambos em inglês e português;
- Notas colocadas no rodapé de cada página;
- Simples referência de autoria colocada entre parênteses no próprio texto;
- Especificação do(s) nome(s) completo(s) do autor(es) e de sua qualificação(ões) acadêmica(s) e profissional(is);
- Referências da bibliografia efetivamente citada ao longo do artigo listadas no final do texto, de acordo com a norma NBR-6023 da ABNT;

As comunicações deverão ter, no máximo, 10 páginas, e as resenhas de livros não deverão exceder 3 páginas.

O autor deverá fornecer uma cópia impressa e uma cópia em disquete do texto em WORD 6.0 e das tabelas e dos gráficos em EXCEL.

Os arquivos de gráficos, tabelas e mapas deverão ser entregues nos formatos originais e separados do texto.

O autor receberá gratuitamente 5 exemplares do número da revista em que for publicado o seu trabalho, além de 10 separatas.



---

ECONOMIA  
APLICADA