

A Liberalização do Câmbio no Brasil: Revisitando a Discussão dos Pressupostos Teóricos Embutidos nas Prescrições Cambiais Alternativas

Maria de Lourdes Rollemberg Mollo

Professora do Departamento de Economia da Universidade de Brasília

Maria Luiza Falcão Silva

Professora do Departamento de Economia da Universidade de Brasília

RESUMO

O Brasil acaba de modificar sua política cambial, premido a isso pelos ataques especulativos. O objetivo deste artigo é pontuar os problemas envolvidos na liberalização cambial efetuada, à luz de uma revisão teórica dos diferentes regimes de câmbio. Estabeleceremos os principais pontos de discordância entre diferentes visões, de forma a discutirmos o que de fato muda na política cambial brasileira, o que podemos esperar dela e o que nos pareceria mais adequado.

PALAVRAS-CHAVE

regimes cambiais , liberalização cambial, moeda, Plano Real

ABSTRACT

Brazil has recently changed its exchange-rate regime as the result of a speculative attack upon the domestic currency. The aim of this article is to raise the main problems that arise when the exchange rate is liberalized .We use as background the on-going debate between exchange-rate prescriptions and monetary-control recommendations of different theorists.

KEY WORDS

exchange-rate regimes, liberalization of the exchange rate, money, Real Plan

INTRODUÇÃO

O Brasil acaba de modificar sua política cambial, premido a isso pelos ataques especulativos que, nos últimos meses, reduziram suas reservas cambiais de US\$ 74 bilhões, em abril de 1998, para cerca de US\$ 30 bilhões quando da liberação do câmbio em janeiro de 1999. Este processo de perda dramática de reservas é decorrência da vulnerabilidade a que se sujeitou o País com a liberalização da economia e a adoção de um programa de estabilização de combate à inflação atrelado aos fluxos de capitais externos. Esta vulnerabilidade foi inúmeras vezes anunciada e criticada, não só pelos autores deste artigo como por analistas diversos.¹

O objetivo deste artigo é pontuar os problemas envolvidos na modificação efetuada, à luz de uma revisão teórica dos diferentes regimes de câmbio. Para tanto, na seção 1 estabeleceremos os principais pontos de discordância entre diferentes visões, de forma a discutirmos o que de fato muda na política cambial brasileira, o que podemos esperar dela e o que nos pareceria mais adequado. De maneira a desenvolvermos nossos argumentos, usaremos como fio condutor na resenha teórica sobre os regimes cambiais a relação entre as diferentes concepções monetárias e as respectivas prescrições cambiais, a exemplo do que já fizemos em outros trabalhos.² Na seção 2, usando como arcabouço a revisão teórica sobre regimes cambiais examinada na seção anterior, discutiremos a questão mais específica do Brasil no período compreendido entre a implementação do Plano Real, em julho de 1994, e a sua modificação drástica, com o abandono da banda cambial em janeiro de 1999. Finalmente, na seção 3, considerações finais serão apresentadas sob a forma de possíveis conseqüências esperadas da liberalização cambial em condições de globalização financeira.

1. VISÕES ALTERNATIVAS SOBRE REGIMES CAMBIAIS

O item 1.1 desta seção relacionará a prescrição de câmbio fixo à concepção de moeda neutra a curto prazo e os programas de estabilização baseados no câmbio (ERBSP). De forma sumária destacaremos as fragilidades deste regime inúmeras vezes apontadas pelos seus críticos. No item 1.2 revisitaremos os argumentos que sustentam a escolha de um regime de câmbio flutuante, a concepção de moeda que a sustenta e as conseqüentes prescrições em matéria de estabilização de preços,

1 Ver ANDRADE, MOLLO & SILVA (1998); MOLLO (1997); SILVA & ANDRADE (1996).

2 Para uma análise mais detalhada ver MOLLO, SILVA & TORRANCE (1999).

bem como os problemas associados aos quais está sujeito este regime, levantados pelos seus críticos. O item 1.3 dessa seção discute o caráter igualmente ortodoxo das duas prescrições de câmbio mencionadas, que permite utilizá-las de forma intermediária por meio da banda cambial. O item 1.4 resenha as defesas de uma alternativa heterodoxa que nos parece a mais adequada, a do câmbio administrado. A defesa desta política cambial, como mostraremos, passa pela concepção de moeda que a sustenta, mais particularmente a relação esperada entre a moeda e a economia real.

A questão dos efeitos da moeda sobre a economia real (não-neutralidade da moeda) ou da inexistência destes efeitos de forma duradoura (neutralidade da moeda) se constituirá num importante aspecto de separação entre as diferentes posições sobre regimes cambiais. Por um lado, temos os mais ortodoxos,³ que vêem a moeda como neutra a curto e a longo prazos e que prescrevem o regime de câmbio fixo. Por outro, temos o *mainstream*, que chamaremos aqui de visão convencional, ocupando uma posição intermediária, uma vez que seus teóricos admitem efeitos monetários sobre a economia real, embora apenas no curto prazo. Apesar do caráter intermediário desta posição, mostraremos que sua concepção monetária, ao negar à moeda efeito duradouro, é também ortodoxa. Estes autores prescrevem o câmbio flutuante. Finalmente, no outro extremo, temos os heterodoxos, para quem a moeda não é neutra nem a curto nem a longo prazos, e esta concepção de moeda os conduz a optar pelo câmbio administrado.

Além das conclusões sobre a neutralidade da moeda, outra questão permeia a diferença entre as três posições: a do poder regulador ou não regulador das forças de mercado. Como sabemos, estas questões estão ligadas à discussão do Princípio de Say, aceito pelos que vêem a moeda como neutra e os mercados como reguladores, e rejeitado pelos demais.⁴

1.1 A Prescrição de Taxa de Câmbio Fixa e a Âncora Cambial

A prescrição de câmbio fixo pode ser associada ao trabalho de McKinnon (1988) sobre as uniões monetárias ótimas. Os defensores desta prescrição argumentam

3 Os termos ortodoxo e heterodoxo são sempre relativos. Ortodoxia, entretanto, refere-se em geral à aceitação de crença ou idéia dominante, enquanto heterodoxos são os que negam ou recusam tais crenças e idéias. Como a Teoria Quantitativa da Moeda (TQM) e a Lei de Say foram sempre idéias dominantes ao longo da história do pensamento econômico, estamos usando-as como marco para definir seus adeptos em algum grau como ortodoxos, e seus opositores como heterodoxos.

4 Detalhes desta argumentação podem ser encontrados em MOLLO, SILVA & TORRANCE (1999).

que a taxa cambial deve ser fixa (McKinnon, 1988), uma vez que uma depreciação cambial só muito transitória pode melhorar o balanço de pagamentos (BP), porque depreciações cambiais, ao gerar superávits, levam a aumentos do estoque monetário, que elevam a demanda agregada e em consequência os preços, desfazendo o ganho inicial de competitividade. Trata-se, pois, de uma visão adepta da Teoria Quantitativa da Moeda, que implica a neutralidade da moeda a curto prazo (ortodoxa). O argumento é o da curva de Phillips vertical, segundo o qual nem a curto prazo é possível conceber efeitos monetários sobre a economia real, porque os agentes antecipam a inflação futura. Ao fazerem isso não têm ilusão monetária, percebem que os salários reais com a inflação serão mais baixos, não compensando a desutilidade marginal do trabalho, de tal forma que o emprego não aumenta. O nível de desemprego é, pois, nesta hipótese, o considerado natural, não podendo ser reduzido por impulsão monetária. A ausência de efeitos reais de impulsões monetárias (neutralidade da moeda) significa que, na equação de trocas $MV=Py$, não há impacto de variações monetárias (M) sobre o produto real (y). Como a velocidade de circulação da moeda (V) é suposta estável ou previsível, podendo ser contrabalançada pela Autoridade Monetária, todo impacto de impulsões monetárias se dá sobre o nível geral de preços (P). Autores como McKinnon revelam, portanto, por meio deste raciocínio, sua posição contrária ao mecanismo de câmbio regulador.

A hipótese que sustenta este tipo de prescrição é a de que movimentos de comércio, de um lado, e de capitais, de outro, tendem a se compensar, equilibrando as contas externas, sem necessidade de mudanças nos preços relativos. Assim, a taxa de câmbio nominal, fixada no nível da paridade do poder de compra (PPC), não precisa se alterar.

A PPC, ao assumir a idéia de preço único, reflete uma concepção de bens homogêneos no comércio internacional, ignorando as estruturas de produção e comercialização grandemente diferenciadas entre países. Não leva em conta efeitos diferenciados de choques externos, nem diferenças no que se refere, por exemplo, a ganhos de eficiência, padrões novos de consumo e efeitos-renda. Além disso, não contempla problemas de rigidez de preços e de intervenções das Autoridades Monetárias, assumindo que a taxa de câmbio real tende para um nível estável que se poderia considerar o da taxa de câmbio de equilíbrio. A teoria da Paridade do Poder de Compra não leva em consideração também as diferenças entre bens *tradeables* e *non tradeables* que impedem a existência de preço único. Trata-se, pois, de visualizar o mundo como um espaço homogêneo de comércio.

Ao aceitar a PPC, que argumenta que os movimentos da taxa de câmbio refletem primordialmente taxas de inflação divergentes, McKinnon é conduzido a propor, adicionalmente, uma âncora nominal, por meio de um agregado monetário único

coordenado entre países e um índice comum de preços que garantam taxas de inflação uniformes entre os países onde as taxas de câmbio são rígidas entre si.⁵

No que se refere à participação do governo, autores como McKinnon, ao fixar o câmbio a partir de uma relação técnica como a da PPC, assemelham-se aos defensores do padrão-ouro, que pregam uma regra fixa de emissão de moeda para garantir estabilidade de preços pela TQM. A regra predeterminada garante que a emissão monetária não fique à mercê do governo, explicitando o caráter de defensores da liberdade de mercado dos que a prescrevem. A proposta de taxa de câmbio nominal fixa vai neste sentido, e é mais restritiva do que o padrão-ouro, uma vez que, como o próprio McKinnon observa, encontra-se imune até às flutuações relativas às variações da produção da moeda, como no caso do ouro.

Ainda segundo McKinnon (1988), o sistema de taxas de câmbio fixas, mediante um padrão monetário comum, tenderia a ser mais eficiente, em primeiro lugar, porque além de eliminar a volatilidade danosa do câmbio flexível, as intervenções necessárias para manter o comércio equilibrado não seriam grandes. Isto porque, com confiança nas paridades fixadas, pequenas variações nas taxas de juro (via operações de mercado aberto ou de redesconto) seriam suficientes para atrair ou repelir capitais, conforme desejado.

A relação entre o objetivo de estabilização de preços e a prescrição de câmbio fixo ajuda a entender a ancoragem cambial proposta em programas de estabilização como os da América Latina e em países do Leste Europeu, assim como torna clara sua defesa por partidários do liberalismo econômico, tradicionais defensores do câmbio flexível.

O primeiro ponto de concordância é o suposto de neutralidade da moeda a curto e a longo prazos, descritos anteriormente quando fizemos referência à curva de Phillips. Tal suposto de neutralidade da moeda torna desejável que o nível de preços seja controlado via restrições da quantidade de moeda, uma vez que não se supõem efeitos sobre a economia real. Assim, não se concebe que o produto e o emprego possam ser estimulados permanentemente via aumento de moeda, nem que o desemprego possa ser evitado com a inflação. Além disso, como nesta concepção o sistema de mercado é o melhor regulador, é preciso que o sistema de preços seja preservado, o que explica por que, nestas concepções, o controle do nível geral de preços é um objetivo prioritário.

5 McKinnon elabora sua argumentação ao analisar uniões monetárias ótimas, e não planos de estabilização ancorados no câmbio. Daí porque, por um lado, refere-se sempre a um grupo de países e não a apenas um e, por outro, porque vamos ter que adaptar adiante sua argumentação para tratar dos planos de estabilização ancorados no câmbio.

Em segundo lugar, a credibilidade, como sabemos, é um tópico da maior importância para os teóricos das expectativas racionais, adeptos da curva de Phillips vertical.⁶ A idéia básica que sustenta o debate sobre credibilidade é a de que os governos tendem a abusar do poder de alterar a taxa de câmbio nominal desvalorizando-a, ou descumprindo regras de emissão monetária ou exagerando na criação de moeda. (CALVO, 1978, KYDLAND & PRESCOTT, 1977) Em qualquer caso o resultado esperado é o da inflação.

Este debate é o mesmo do confronto entre regras e discricionariedade e das discussões sobre inconsistência temporal das políticas governamentais. (PERSSON & TABELLINI, 1994) Trata-se de conceber os responsáveis pela política econômica como sujeitos à tentação de descumprir a política monetária anunciada ou exagerar na criação de moeda, invalidando as expectativas privadas anteriormente feitas. De forma a evitar tal “inconsistência temporal” no comportamento da política monetária, os autores prescrevem regras fixas de emissão monetária a serem seguidas pelos governos.

Ora, o fracasso das políticas monetárias nos programas de estabilização da América Latina foram julgados pelos defensores desta visão como decorrentes da falta de credibilidade em governos que sistematicamente descumpriram as regras de contenção monetária.⁷ Assim, nada mais lógico do que atrelar a moeda nacional a uma moeda forte, retirando poder monetário do Estado, o que é mais um traço ortodoxo da prescrição de câmbio fixo. Os planos de estabilização ancorados no câmbio são, pois, uma variação dos que crêem no mecanismo regulador de mercado, sobretudo quando o mercado é o internacional, fora do controle de governos considerados por eles pouco críveis.⁸

As críticas a este tipo de regime cambial são as mesmas apontadas para a vulnerabilidade dos planos de estabilização ancorados no câmbio. Elas são de natureza teórica, como veremos adiante nas idéias dos defensores dos outros regimes cambiais, mas também se apóiam nos exemplos concretos. No que se

6 O argumento a ser desenvolvido ajuda a entender por que liberais, tradicionais defensores da flutuação livre de câmbio podem encontrar-se na defesa de planos de estabilização ancorados nele.

7 O debate sobre regras x discricionariedade documenta este tipo de preocupação tanto do ponto de vista teórico quanto no que se refere a análises concretas. Ver PERSSON & TABELLINI (1994) para uma coletânea de artigos sobre o assunto.

8 É isto que explica a surpreendente defesa da ancoragem cambial no Brasil por Dornbush, tradicional defensor do câmbio flexível, em artigo recente na *Folha de São Paulo* (31/01/99). A idéia de Dornbush, como bom liberal, é “*livrar-se do Banco Central*” no que se refere à moeda nacional e, no que se refere à privatização, seu conselho é “*tirar o governo da história*”, como “*meio caminho andado para as reformas*.”

refere aos problemas colocados pela prática à prescrição de taxas de câmbio fixas, destacam-se os movimentos especulativos. A necessidade de manutenção de grande volume de reservas é por si só um problema deste sistema cambial, e a percepção, por parte dos agentes econômicos, de que a situação das reservas é precária para isso pode levar a ataques especulativos que acabam por forçar a desvalorização da moeda em questão.

Este problema é ainda mais importante nos dias atuais com as economias globalizadas e os movimentos livres de capitais que podem se deslocar em tempo recorde entre aplicações, países e moedas diferentes. Este deslocamento maciço de capitais na atualidade agrava os problemas relacionados ao câmbio fixo, porque amplia a tendência inerente a este regime de sobrevalorização da moeda nacional e a conseqüente pressão para manter a taxa de juros elevada. Detalharemos tais processos ao tratar do caso brasileiro na seção 2.

1.2 A Defesa das Taxas de Câmbio Flexíveis e a Âncora Monetária

A defesa do câmbio flexível é feita pelos economistas denominados aqui de convencionais. Este grupo de economistas vai discordar a curto prazo dos defensores do câmbio fixo no que se refere à relação entre a moeda e a economia real, e no que tange à PPC, embora estejam de acordo a longo prazo. Considerarão a moeda neutra, mas apenas no longo prazo, admitindo que tenha efeitos transitórios sobre a economia real a curto prazo (não-neutralidade). Ao perceberem problemas para o papel regulador dos mercados, na presença de rigidez de certos preços, só aceitam a Paridade do Poder de Compra no longo prazo, admitindo no curto prazo divergências das taxas de câmbio com relação à PPC.

Uma vez que a manutenção da PPC significa a manutenção do preço relativo de duas moedas na sua versão absoluta e do poder aquisitivo de duas moedas, na sua versão relativa,⁹ supor que as flutuações do câmbio nominal se verificam para garantir a PPC (ou a taxa de câmbio real) significa supor que não há mudanças de preços relativos entre países. Esta é a hipótese da versão convencional apenas para o longo prazo (quando a moeda torna-se neutra). No curto prazo, porém, admitem efeitos de impulsões monetárias sobre os preços relativos (moeda não é neutra). Esta é a razão pela qual Dornbusch (1976a e b) incorpora a noção de taxa de câmbio real permanente, que reflete a PPC e para a qual tendem, a longo prazo,

9 Segundo a versão absoluta da PPC, o poder de compra de um dólar americano é idêntico em qualquer país. Na sua versão relativa, é suficiente que o poder de compra das duas moedas varie conjuntamente.

após o processo de ajustamento, as taxas de câmbio correntes. Trata-se apenas de uma diferença na velocidade do ajustamento, maior da taxa de câmbio do que dos preços ao longo do tempo.

Para estes autores, do chamado *mainstream*, como Dornbusch (1988) e Krugman (1990, 1991, 1992), não existe integração perfeita dos mercados, nem substitutabilidade perfeita entre os bens, o que impede o mecanismo de mercado regulador de agir com perfeição. Existem, por exemplo, relações entre bens *tradeables* e *non tradeables* diferentes entre países. Assim, mesmo que haja um país A superavitário/emprestador de recursos, de um lado, e um país B deficitário/tomador de recursos, do outro, nas mesmas proporções, não é possível afirmar que o ajustamento do balanço de pagamentos pode se dar sem movimento da taxa de câmbio (como pensam os mais ortodoxos para os quais o ajustamento é imediato porque não há alteração de preços relativos). Isto porque, qualquer alteração da renda dos exportadores do país B, que provoque maior demanda por *non tradeables* do que *tradeables*, por exemplo, requererá mudança de preços relativos para acomodar o crescimento da demanda. É preciso, pois, uma depreciação da moeda do país B com relação à do país A para compensar o impacto positivo sobre as importações, decorrente de queda do preço relativo delas e, assim, garantir o equilíbrio. As taxas de câmbio devem então ser flexíveis.¹⁰

Este tipo de debate é recuperado mais recentemente quando se observa que o câmbio flexível é aconselhável para ajudar a acomodar os termos de troca e outros choques que afetem os “fundamentos” da taxa de câmbio real. (EDWARDS, 1997) A idéia, neste caso, é de que as taxas de câmbio flexíveis reduzem a variabilidade do produto, ao reduzir, por exemplo, o efeito (real) dos termos de troca sobre a produção.¹¹

Este tipo de argumento é generalizado por Garber e Svensson (1995), quando dizem que a escolha da taxa de câmbio flexível é aconselhada quando os choques esperados na economia são de origem real, enquanto as taxas fixas de câmbio são mais adequadas para os casos de choques monetários. Eles dizem:

10 Este tipo de discussão entre convencionais e McKinnon, conforme lembra KRUGMAN (1991), recupera um debate entre Keynes e Ohlin sobre transferências, onde o último afirmava não serem necessárias mudanças de preços relativos para que uma transferência de capital gerasse um correspondente excedente de comércio, e Keynes argüia ser necessária uma depreciação real da moeda do país que faz a transferência.

11 Ver a este respeito DEVARAJAN & RODRIK (1992), citado por EDWARDS (1997).

“Se a variância do choque na LM é suficientemente grande relativamente à variância do choque na IS, uma taxa fixa será melhor que uma flutuante. No caso inverso, uma taxa de câmbio flutuante será melhor que a fixa. No caso geral, quando nem choques da IS nem da LM dominam, uma taxa de câmbio administrada será a melhor política.” (GARBER & SVENSSON, 1997, p. 1867)¹²

Esta corrente acredita que o governo deve se ater à estabilização macroeconômica, realizando uma política monetária ativa, deixando os mercados individuais a eles mesmos, com as políticas microeconômicas sendo formuladas a partir de padrões de eficiência. É o que Krugman (1991) chama de *“ativismo no lado macro e laissez faire no lado micro.”*¹³

O que é possível perceber aqui é que, para estes autores, só a rigidez de preços impede a regulação rápida pelos mercados. Eles continuam, porém, sendo eficientes para sinalizar corretamente a direção do equilíbrio de pleno emprego. Por isso, a política monetária é a mais adequada, porque é a que implica menor discricionariedade da parte do governo e, por isso, as taxas flexíveis de câmbio são prescritas, porque além de entregar ao mercado sua fixação, este é visto como o cenário ideal para a política monetária.¹⁴

A relação entre a prescrição de câmbio flexível e o programa de estabilização visto como o mais adequado pode ser entendida a partir daqui. Cabe notar, para tanto, que o instrumental de base continua sendo a Teoria Quantitativa da Moeda, apenas modificando sua versão para uma versão mais moderada que admite sua não-neutralidade a curto prazo. Assim, também propõem uma âncora ou regra de emissão monetária que mantenha estável o nível geral de preços, mas esta âncora é monetária, ou seja, refere-se diretamente à quantidade de moeda a ser emitida pela Autoridade Monetária. Esta é definida sem relação direta com a taxa de câmbio.

12 Neste mesmo trabalho eles reconhecem que *“the information required for choosing the optimal rule, or for ranking the simple regimes, is simply overwhelming. Therefore, there seem to be no operationally useful results.”* (GARBER & SVENSSON, 1995, p. 1868)

13 Como observa KRUGMAN (1991), à esquerda desta posição temos os intervencionistas, que acham que *“a criação de empregos poderia ser buscada por meios microeconômicos tanto quanto macroeconômicos, por exemplo através de políticas regionais e industriais”* (p. 24), e à direita, temos os *“monetaristas e seus ainda mais ‘free market oriented’ sucessores”*, que pensam *“que o governo poderia ser tão ‘laissez faire’ com relação à demanda agregada quanto ele é com relação à oferta e a demanda em mercados individuais.”*

14 Adiante veremos que a prática das flutuações livres não confirmou esta conclusão.

Em tese, isto permitiria ao país uma escolha da taxa de inflação adequada e, uma vez escolhida esta taxa, só uma quantidade de moeda (M) é vista como passível de garanti-la, porque não se admite que, na equação $MV=Py$, a quantidade de moeda possa, de forma duradoura, afetar o produto real (y).

No que se refere aos efeitos da desvalorização cambial, estes autores acreditam que esta, ao reduzir os salários reais, pode levar a aumento do emprego e do produto mas, a longo prazo, em equilíbrio, os agentes econômicos “*reagem antecipando as desvalorizações surpresa, tornando-as inefetivas.*” (EDWARDS, 1997, p. 101) Assim, a longo prazo o único efeito permanente é o aumento da inflação, conforme a Teoria Quantitativa da Moeda.

Ora, tal suposto nada mais é do que a apreensão da moeda sem efeitos duradouros sobre a economia real. Por um lado, esta concepção de moeda que não afeta a economia real impede que seus defensores enxerguem os custos sociais envolvidos neste tipo de estabilização. Daí porque ficam à vontade para pedir contenção de gastos e da quantidade de moeda. Assim, a concepção de moeda neutra torna o controle de sua quantidade e do nível geral de preços desejável tanto para adeptos do câmbio fixo quanto do flexível. Além disso, os adeptos da TQM a curto ou a longo prazos admitem que a oferta de moeda é exógena, ou seja, a determinação da sua quantidade é feita de forma determinante pelo Banco Central, o que torna factível, além de desejável, o seu controle. Os dois pressupostos acham-se ligados à aceitação da TQM e a diferença é uma diferença de prazo para que os efeitos previstos ocorram. Como nos dois casos trata-se de aceitar a TQM, as duas proposições são vistas como ortodoxas. Estes pontos teóricos comuns, como era de se esperar, acham-se presentes na opção cambial intermediária às duas, a da banda cambial, como veremos no próximo item.

As taxas de câmbio flexíveis foram inicialmente defendidas por Milton Friedman (1953), sob o argumento de que conduziriam à maior estabilidade, uma vez que os movimentos das taxas correntes tenderiam a se aproximar de seus valores ‘normais’ e manteriam o Balanço de Pagamentos equilibrado. Harry Johnson (1969), por sua vez, considerava-as essenciais à preservação da autonomia e da independência nacionais, uma vez que a flutuação cambial isolaria movimentos internos de preços nas diferentes economias nacionais e permitiria liberdade de utilização de políticas domésticas consistentes com o equilíbrio interno.

Quatro são as vantagens apontadas por Williamson (1981) para um sistema de câmbio flexível. Em primeiro lugar, a flexibilidade cambial permite acomodar taxas de inflação diferentes entre países, mantendo o mesmo preço internacional das mercadorias. Em segundo lugar, a flexibilidade cambial permite acomodar mudanças nos preços relativos das mercadorias provenientes de distúrbios reais

que alterem os incentivos para exportar/importar. Em terceiro lugar, as taxas de câmbio flexíveis permitem que cada economia nacional possa manter temporariamente um diferencial entre sua taxa de juros interna e a taxa externa de juros, com liberdade, portanto, para conduzir suas políticas monetárias que são eficazes em situações de câmbio flexível. Finalmente, a flexibilidade cambial permite absorver parte das pressões especulativas, não havendo necessidade de grandes movimentos de reservas e/ou taxas de juro, para compensar o efeito de mudanças nas expectativas dos agentes econômicos.

As desvantagens atribuídas às taxas de câmbio flexíveis têm a ver com a discordância dos seus críticos com o suposto implícito na sua prescrição de

“que o mercado de câmbio é fundamentalmente estável, no sentido de que todo desequilíbrio se transmite ao sistema de preços e de câmbio que reagem em seguida de forma a absorver tal desequilíbrio.”
(CARTAPANIS, 1984, p. 54-55)

Trata-se, conforme observa Cartapanis,

“da crença na eficiência última dos mecanismos de mercado numa escala internacional, e de aceitar a hipótese de estabilidade endógena do regime de câmbio flexível e, assim, considerar que a instabilidade responde a causas exógenas.” (Ibid, op.cit. p. 55)

A volatilidade cambial pós-1973 desmentiu a estabilidade prometida pelos defensores do câmbio flexível. Esta volatilidade afetou drasticamente a economia dos países que adotaram o regime, restringindo as possibilidades nacionais de política econômica, dando testemunho contrário à idéia de autonomia e independência nacionais pregadas por Johnson, o que faz da própria volatilidade cambial um argumento desfavorável às taxas flexíveis de câmbio.¹⁵ Retornaremos a esta questão ao analisarmos a liberação do câmbio no Brasil.

15 Estas dificuldades do câmbio flexível têm, na prática, um outro indicador: a generalização entre diferentes países da flutuação “suja”, ou seja, o mercado age para fixar o câmbio mas se encontra sujeito a alguma forma de intervenção da Autoridade Monetária. Mesmo os defensores mais exaltados da eficiência dos mercados na determinação dos preços das mercadorias reconhecem que a taxa de câmbio é um preço por demais importante para ser deixado à mercê do livre jogo de oferta e de demanda. Mesmo em regime de câmbio flutuante, quando uma economia se defronta com situação de desemprego, a Autoridade Monetária se sente tentada a intervir, depreciando artificialmente a taxa de câmbio para usufruir de condições mais competitivas no comércio internacional, para as mercadorias produzidas internamente. O resultado almejado é o aumento das exportações com repercussões expansionistas sobre o nível do produto e do emprego. A literatura registra essa prática como “política de empobrecimento dos vizinhos”.

Além da crítica ao regime de câmbio flexível provocada pela volatilidade do câmbio na prática, as taxas flexíveis de câmbio são criticadas teoricamente. A ineficiência do regime de câmbio flexível para resolver desequilíbrios tem a ver, para os heterodoxos, em primeiro lugar, com insuficiências graves do modelo de base. Ao aceitar a PPC, mesmo que só a longo prazo, o modelo não contempla diferenças de ambientes macroeconômicos que podem ser permanentes. Em segundo lugar, é necessária uma centralização das dinâmicas monetárias e a coordenação entre políticas macroeconômicas, o que não é possível de ser realizado quando se fica na dependência de automatismos de mercado, sobretudo no mundo globalizado em que vivemos. É o que analisaremos na seção 2.

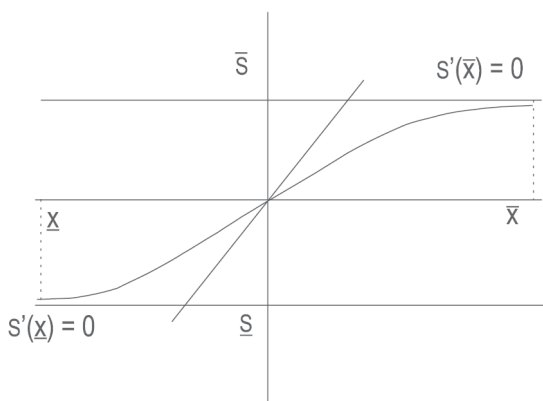
1.3 O Caráter Ortodoxo Ligado Tanto às Taxas Fixas Quanto às Flexíveis e as Bandas Cambiais

Nosso objetivo neste item é mostrar, em primeiro lugar, o caráter ortodoxo tanto das bandas cambiais a partir da forma como são operadas e das taxas fixas e flexíveis de câmbio que dão origem às mesmas, de forma a, no próximo item, posicionarmos por um sistema cambial heterodoxo.

As bandas cambiais caracterizam-se pelo estabelecimento de limites superiores e inferiores para variações do câmbio, pressupondo-se que dentro desses limites a taxa de câmbio flutua, livremente, em torno de uma taxa de referência (*FEER - Fundamental Equilibrium Exchange Rate*), subentendida como a taxa que asseguraria os equilíbrios interno e externo da economia. Comprometem-se as autoridades monetárias a intervir no mercado cambial toda vez que a taxa de câmbio se aproximar dos limites da banda, sinalizando para os agentes econômicos que a política cambial está sob controle e deverá ser honrada.

A Figura 1 dá uma idéia, embora superficial, de como o sistema teoricamente funciona. Atribuiu-se à taxa de câmbio o símbolo (s), sendo $s'(\bar{x})$ o limite superior, e $s'(x)$ o limite inferior. O x representa um conjunto de variáveis consideradas como os 'fundamentos' macroeconômicos da economia (oferta de moeda e orçamento público, por exemplo).

FIGURA 1: O REGIME DE BANDAS CAMBIAIS



Flutuações da oferta de moeda acima da demanda de moeda (para financiar déficits nas contas do governo, por exemplo) podem explicar flutuações da taxa de câmbio. A reta diagonal que aparece no gráfico expressa a relação de proporcionalidade entre o movimento da taxa de câmbio e o movimento dos ‘fundamentos’ na ausência de bandas cambiais (taxas de câmbio flutuantes). Quando o governo anuncia o estabelecimento de um regime de banda cambial ele está anunciando a disposição de sustentar os limites anunciados mediante a correção dos ‘fundamentos’ de forma a evitar que a taxa de câmbio ultrapasse os limites explicitados para a banda. Sendo o governo crível e o mundo um cenário onde prevalecem as expectativas racionais, a idéia é de que os agentes vão antecipar as intervenções do governo de forma que o ajustamento ótimo de câmbio pelo mercado será muito mais suave do que o que se observaria na ausência de banda. Isto fica claro no gráfico pela declividade da reta (câmbio flutuante) *vis-à-vis* a declividade da curva em S (regime de bandas cambiais). A maior suavidade dos ajustes é apontada como vantagem da banda cambial.

A imposição de bandas cambiais é assim, em regra, apontada (FRENKELL & GOLDSTEIN, 1986) como conveniente por funcionar como âncora para expectativas de taxas de câmbio de médio prazo, exercendo um papel estabilizador e evitando a volatilidade que caracterizou o movimento das taxas cambiais quando foram deixadas a flutuar livremente. Além disso, elas permitiriam estabelecer disciplina e coordenação das políticas macroeconômicas, evitando desalinhamento de moedas e permitindo processos de crescimento sustentados. Neste sentido facilitariam, por exemplo, um controle mais eficaz por parte do Fundo Monetário Internacional (FMI), atuando nos desalinhamentos das moedas e reduzindo as assimetrias dos processos de ajustamento. Finalmente, as bandas permitiriam escapar da alta mobilidade dos capitais, dos grandes montantes de recursos

especulativos e das mudanças bruscas das taxas de juro que inviabilizaram o sistema de Bretton Woods, por permitirem a realização de acordos políticos e políticas de intervenção nos mercados de câmbio.

Williamson (1988) destaca, também, a possibilidade de conciliação de inflações diferentes, por meio de bandas reais; a facilidade de ajustamentos possibilitada por mudanças da própria banda real em resposta a choques reais permanentes; e a possibilidade de política monetária anticíclica e de absorção de choques especulativos, a depender da largura da banda.

As principais críticas ortodoxas a este regime relacionam-se com a credibilidade das bandas. Os críticos duvidam que elas sejam mais críveis do que o anúncio de uma regra de emissão monetária rígida ou argumentam que a necessidade de modificar os limites da banda para adaptá-la a mudanças reais acabam por abalar-lhe a credibilidade.

Uma crítica mais heterodoxa tem a ver com os supostos embutidos na fixação e administração das bandas cambiais. Estas supõem um equilíbrio interno associado a um nível de desemprego (NAIRU) - *Non Accelerated Inflationary Rate of Unemployment*-, o que significa supor, por um lado, um nível de desemprego natural e, por outro, a neutralidade da moeda a longo prazo. De fato, para Williamson (1992-93), a taxa de câmbio de equilíbrio fundamental (FEER) e a taxa de crescimento da demanda nominal são metas intermediárias para alcançar o equilíbrio interno e externo. Ora, como observa Davidson (1992-93), a taxa de crescimento da demanda nominal, aqui, cumpre o mesmo papel da regra da oferta monetária para que os preços não subam.

Trata-se de conceber a neutralidade da moeda a longo prazo. Isto porque, se a moeda não fosse neutra, seus efeitos sobre a produção, aumentando-a, não permitiriam aumentos de preços proporcionais, como reza a TQM. Assim, os efeitos sobre o emprego poderiam ser permanentes, sem que necessário fosse se submeter ao NAIRU, que é considerada uma taxa de desemprego alta. A determinação do NAIRU, por sua vez, bem como da regra de garantia de equilíbrio interno e externo, supõe um modelo econômico onde *a priori* é possível desenhar um ponto de atração (o de equilíbrio) a médio ou longo prazos, independentemente do próprio caminho a ser seguido pela economia para chegar lá. (DAVIDSON, 1992-93)

Pós-keynesianos, como Davidson, e os heterodoxos em geral não aceitam que se possa determinar *a priori* qualquer ponto de equilíbrio a longo prazo, porque o próprio ponto de equilíbrio tende a se alterar conforme as condições gerais da economia forem se alterando. Assim, duvidam da regra de determinação e da

administração da taxa de câmbio de referência e da taxa de crescimento do produto nominal segundo este critério.

O problema, porém, não se restringe apenas ao critério de determinação dos limites da banda ou da sua taxa de câmbio de referência, mas relaciona-se com a própria concepção de banda de flutuação como um regime adequado. Se as expectativas dos agentes econômicos é que garantem a estabilidade da banda e não é possível, *a priori*, determinar o ponto de equilíbrio externo e interno, então as expectativas não têm também este ponto de ancoragem, sendo, por isso, permeadas pela incerteza. Assim, podem ser ou não estabilizadoras, o que coloca em risco a viabilidade das bandas. Na ausência de garantia do caráter estabilizador das expectativas, os pós-keynesianos e heterodoxos preferem um controle mais próximo do governo, mais sintonizado com o dia-a-dia da economia, reafirmando sua descrença no mercado auto-regulador.

A possibilidade de ataques especulativos coloca a banda cambial no mesmo caso do câmbio fixo, e a análise feita anteriormente, no item 1 deste trabalho, sobre os problemas provenientes da sobrevalorização da moeda nacional e das elevadas taxas de juros, se aplicam também aqui.

Quanto mais estreita for a banda, mais ela se aproxima do câmbio fixo, herdando-lhe os mesmos problemas, seja quanto à impossibilidade de contar com política monetária, seja quanto à vulnerabilidade a ataques especulativos. Ao contrário, quanto mais larga ela for, maior sua semelhança com as taxas flutuantes, com maior poder de fixação da quantidade de moeda mas, ao mesmo tempo, maior sujeição à instabilidade cambial.

Para os críticos heterodoxos esta instabilidade é extremamente problemática porque tem impacto real duradouro sobre a economia interna, e tanto mais quanto maior for a abertura econômica e de capitais. Isso porque a liberalização cambial não apenas retira do governo um instrumento ágil de política econômica, o câmbio, mas além disso os ajustes automáticos do mesmo, quando entregues ao mercado, podem provocar custos sociais significativos ligados à inflação e ao desemprego.

1.4 Heterodoxos: Não aos Automatismos da Regra Fixa ou do Mercado

O terceiro grupo, dos heterodoxos, no qual nos incluímos, abrange os críticos do *mainstream* no que se refere à discordância de fundo com o modelo de base, particularmente no que tange à moeda, que para eles não é neutra nem a curto nem a longo prazos. Estas discordâncias levam-nos a não aceitar que o movimento

cambial seja regulador e que se tenha de fato uma taxa de câmbio de equilíbrio de longo prazo que possa ser *a priori* determinada.

Sugerem que a taxa de câmbio seja fixada, mas não no sentido de McKinnon, porque para eles ela pode e deve ser modificada quando se quer utilizá-la como instrumento de política econômica, enquanto para McKinnon ela é uma regra fixa que independe da política econômica.

Em primeiro lugar, temos os estruturalistas, para quem variações cambiais só ajustam o balanço de pagamentos a um custo social muito elevado, sendo preferível usar política industrial e até protecionismo.¹⁶ Alegam que as dificuldades para o ajuste têm a ver com o não funcionamento do mecanismo de mercado em vista de: dificuldades institucionais; rigidez de salários; rigidez das pautas de exportações e de importações; e até com a existência de qualidade diferenciada de produtos, que não aparecem no modelo de base, e que levam à falta de competitividade, mesmo na presença de variações cambiais.

A crítica dos estruturalistas parte da idéia de que os modelos centram-se, fundamentalmente, no processo de ajustamento por si só, desprezando o contexto macroeconômico no qual o ajustamento deverá ocorrer. Ao não contemplar as especificidades dos países, não apenas os ajustamentos podem não funcionar como previsto na teoria, como podem funcionar apenas a um custo social elevado demais, dados os problemas internos enfrentados pelos diferentes países.

A abordagem pós-keynesiana, heterodoxa, ao privilegiar o papel da incerteza que permeia a economia e da moeda na expansão da produção (não-neutra), tende a prescrever as taxas de câmbio fixas, porém com argumentação distinta da de McKinnon e admitindo ajustes, seja para absorver diferenças nos “salários eficiência”¹⁷ (DAVIDSON, 1992-93), seja para permitir ajuste gradual e menos doloroso de economias com déficits internacionais persistentes. Em artigo cujo título - “Proposições concernentes à liquidez para um novo Bretton Woods” - é significativo, Davidson (1985) explora analiticamente a necessidade de garantir liquidez suficiente para reestruturar a demanda e alcançar o crescimento. Assim, prega a articulação entre governos, e bancos centrais em particular, para proverem estrutura eficiente de emprestadores de última instância. Davidson prega um sistema de moeda única ou de diferentes moedas com taxa fixa estabelecida entre elas, com três objetivos: minimizar incertezas, evitar restrições de liquidez na utilização de recursos por meio de uma união internacional de compensação, e fornecer uma tendência expansionista para a resolução dos problemas de pagamentos.

16 Ver, por exemplo, KUTTNER (1991), citado por KRUGMAN (1991).

17 Salário eficiência é definido como o salário monetário dividido pelo produto médio do trabalho.

No que se refere à redução de incertezas, ela decorreria de uma incerteza a menos, a da imprevisibilidade da taxa de câmbio. Quanto à disponibilidade de liquidez, ela se relaciona com a valorização, pelos pós-keynesianos, da idéia de Keynes segundo a qual, em situação de subemprego, a atividade econômica é limitada por restrições de liquidez e por timidez, e não pela renda (moeda não-neutra). Assim, todo mecanismo que facilite os fluxos monetários internacionais para a produção e o comércio, e que assegure volume e repartição adequadas do ativo que melhor funcione como reserva de valor, é bem-vindo. Segundo Davidson, um sistema monetário uniforme permite uma melhor inter-relação entre os sistemas monetários regionais ou nacionais e quanto maior for a facilidade de compensação (de situações deficitárias por recursos provenientes de unidades superavitárias), maior tenderá a ser o crescimento econômico.

Se Davidson chama atenção para a importância da ampliação da liquidez para o crescimento, explorando a não-neutralidade da moeda neste argumento, Aglietta, de orientação pós-keynesiana regulacionista, explora esta não-neutralidade pelo lado da preferência pela liquidez, que pode provocar problemas e conduzir a crises. Conforme Aglietta (1986b), as interações entre países provocam perturbações nas relações internacionais, cujos custos de ajustamento podem ser elevados. Estes custos, ou “externalidades”, não são absorvidos pelos ajustamentos automáticos. Trata-se de custos referentes à interdependência entre países, que só podem ser resolvidos ou atenuados mediante “*coordenações explícitas ou por regras que os Estados aceitem se impor e que delimitem no campo das intervenções estratégicas, subconjuntos de decisões inteiramente compatíveis*”. Assim, Aglietta chama moeda internacional “*todo modo de organização das divisas nacionais que realizam esta centralização sobrepondo-se a suas diversidades. Graças a esta centralização, a incerteza dos mercados é diminuída e os custos de interação entre países são reduzidos.*” (AGLIETTA, 1986a, p. 17)

Observa-se, pois, nestas passagens, a preocupação dos heterodoxos em fugir de automatismos de mercado via coordenação de políticas, o que requer regras, regras todavia ajustáveis para dosar diferentes objetivos de política econômica, contemplar diversidades entre países e evitar ou atenuar custos sociais elevados.

A preocupação com a redução dos custos sociais dos ajustes automáticos é também percebida em autores marxistas como Suzanne de Brunhoff, em artigo comentando a União Monetária Européia. Cética quanto à união monetária, por ver nela mais rivalidades que a unificação política desejada, a autora observa que a moeda “*não tem vocação para ser o motor da unificação política*” como vem sendo anunciado. Isto encontra-se apoiado numa concepção de moeda não-neutra relacionada ao processo de produção e distribuição de valores, onde “*o Estado não pode ser reduzido nem provisoriamente a um mero Banco Central*”, nem o único objetivo de gestão monetária pode ser o de estabilidade de preços. (BRUNHOFF, 1997, p. 121) Além disso, a

autora observa que a moeda única, assim como a uniformização dos critérios de austeridade que a representam, significarão perdas para os assalariados. Estes perderão espaço político de negociação de suas reivindicações, uma vez que as pressões políticas tornar-se-ão mais distantes dos encarregados da política econômica. É neste sentido que observa quão longínquas das prescrições keynesianas estão as da união monetária, quando esta não preserva a possibilidade das políticas econômicas respeitarem as particularidades de cada país.

Autores como Aglietta, Davidson, De Bernis, De Brunhoff e Cartapanis, aqui mencionados, apesar das idéias bastante diferentes, têm em comum uma concepção econômica bastante distinta das analisadas até aqui. Ao contrário da homogeneidade do espaço do comércio dos ortodoxos, o mundo econômico desses autores é diferenciado e hierarquizado, e nele reinam a concorrência e os conflitos entre moedas e políticas nacionais, e a taxa de câmbio não é uma variável de ajuste, mas uma parte da formação das políticas e dos comportamentos financeiros privados, que retroagem sobre o conjunto das economias nacionais. O sistema de mercado, para eles, não é capaz de regular os problemas daí surgidos.

Além disso, a moeda não é, para eles, neutra e o fato dos fenômenos monetários retroagirem sobre as economias reais de forma duradoura ou permanente exige cautela.

A preocupação dos autores heterodoxos é, então, com os automatismos, seja da regra predeterminada (câmbio fixo), ou de mercado (câmbio flexível), e tais preocupações relacionam-se todas aos custos sociais que estes automatismos podem provocar. É este tipo de raciocínio que permeia as discussões heterodoxas de pós-keynesianos, regulacionistas e marxistas, que tentaremos recuperar adiante, ao concluir sobre os problemas que visualizamos na atual opção brasileira de câmbio livre.

2. BRASIL: DO PLANO REAL À LIBERALIZAÇÃO DA TAXA DE CÂMBIO EM JANEIRO DE 1999

O objetivo desta seção é, em primeiro lugar, recuperar os problemas enfrentados pelo Plano Real que levaram à eliminação da âncora cambial (2.1). Em segundo lugar, discutiremos os problemas previsíveis com a liberalização do câmbio (2.2). Nas duas subseções nos apoiaremos nas discussões teóricas da seção I anterior.

2.1 As Vulnerabilidades do Plano Real

O principal acontecimento afetando a economia brasileira a partir dos anos 1990 foi, com certeza, a implantação do **Plano Real** em julho de 1994. O elemento central do **Plano Real** foi a criação da âncora cambial, como já havia ocorrido em outros países da América Latina, em processo de estabilização na busca do combate a processos crônicos de inflação.

A Lei número 9.069, aprovada em 29.07.1994, que criou a nova unidade monetária, o **Real**, desenhava, também, uma política monetária para manter o crescimento da moeda alinhada à disponibilidade de reservas internacionais. A relação entre a base monetária e os movimentos nas reservas internacionais era mais frouxa do que a quase-caixa de conversão implantada na Argentina desde 1991. Sua maior flexibilidade decorria de não estar explicitamente imposta por lei, permitindo ao governo atuar com um certo grau de discricionariedade, e ter sido adotada uma banda inicialmente limitada apenas superiormente, e depois completa, proporcionando margem de manobra no seu interior. De fato, no caso brasileiro a paridade entre o real e o dólar foi anunciada oficialmente, no momento da implantação do **Plano Real**, como equivalente a R\$1 = US\$1. Esta paridade pode ser interpretada como uma espécie de limite superior. O limite inferior não foi, num primeiro momento, oficialmente fixado. Entre julho e setembro de 1994 não houve qualquer intervenção no mercado de câmbio, e a taxa de câmbio sofreu, de fato, uma apreciação, caindo para algo em torno de R\$.85/US\$. Tendo em vista que as conseqüências da apreciação da moeda afetam a balança de transações correntes, em setembro o Banco Central realizou sua primeira intervenção no mercado de câmbio e anunciou, em outubro, informalmente, que estaria disposto a comprar dólares a uma taxa mínima de R\$.82/US\$, e vender a uma taxa máxima de R\$.86/US\$. Estava assim caracterizado um sistema 'informal' de bandas cambiais, tendo apenas um limite superior oficialmente determinado, mas um limite inferior implicitamente assumido, haja vista o comportamento da Autoridade Monetária. Foi apenas em 6 de março de 1995 que o Banco Central adotou formalmente o sistema de bandas cambiais, estabelecendo os limites de flutuação entre R\$.86/US\$ e R\$.90/US\$. Ainda no mês de março os limites da banda foram corrigidos e fixados entre R\$.88/US\$ e R\$.93/US\$, e daí por diante o sistema de câmbio modificou-se, passando a prevalecer um sistema de bandas móveis que, na realidade, se assemelha ao antigo sistema de minidesvalorizações freqüentes.¹⁸ Além disso, metas monetárias foram estabelecidas para os primeiros

18 Ver PASTORE & PINOTTI (1997) para um detalhamento e uma interpretação interessante da política cambial brasileira pós-**Real**.

trimestres que se seguiram à lei, e eram submetidas pelo Banco Central ao Conselho Monetário Nacional e, posteriormente, à aprovação do Senado Federal. Essas metas eram consistentes com a política cambial baseada no regime de ‘bandas cambiais’.

As repercussões do **Plano Real** sobre o desempenho da economia brasileira, como a experiência dos programas de estabilização ancorados no câmbio implementados em outros países mostrava, eram, de certa forma, previsíveis:

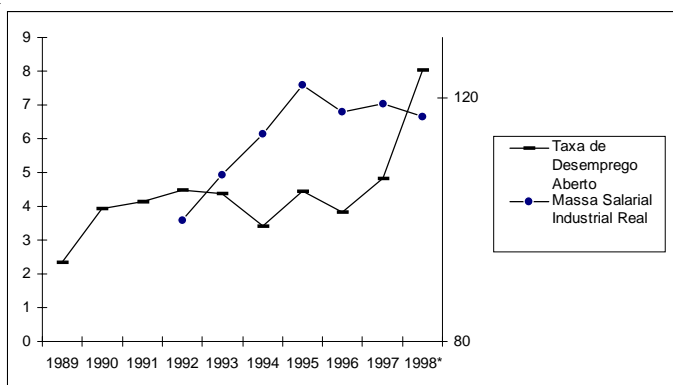
- A tendência embutida na adoção de âncoras de atuar diretamente sobre as expectativas inflacionárias, consideradas como elemento-chave na determinação da inflação no curto prazo. Isso aumentava as chances de debelar ou pelo menos reduzir rapidamente a inflação a um custo considerado como relativamente insignificante. (CALVO & VÉGH, 1993)
- O fato de que programas de estabilização ancorados no câmbio estavam associados, logo após sua implementação, a um comportamento cíclico da economia, do tipo ‘boom-recession’ (expansão-contracção), contrariando a tendência convencional, de acordo com a qual a implementação de políticas de estabilização vinham, em geral, acompanhadas por uma recessão imediata. (KIGUEL & LIVIATAN, 1992) Calvo e Végh (1994) não negam a existência desse ciclo, mas o atribuem a situações temporárias que acompanham a queda brusca da inflação. Já um pouco antes, Calvo e Végh (1993) argumentavam que esse efeito tornou-se fonte de discussão, uma espécie de quebra-cabeça para economistas teóricos e formuladores de política econômica. Easterly (1996), por exemplo, se perguntava: não estará essa expansão de curto prazo simplesmente adiando a inevitável recessão?
- O comportamento da taxa de juros real em programas de estabilização ancorados no câmbio é outro aspecto crucial. Quando elevadas, as taxas de juros domésticas atraem capital externo, condição necessária para a sustentabilidade do plano (ampliação de reservas internacionais). Contudo, se traduzem, também, em baixos níveis de investimento e encarecem os serviços das dívidas interna e externa que tanto mal causam à economia doméstica. Tentativas de explicar o comportamento das taxas de juros e de sua manutenção em níveis tão elevados têm merecido a atenção de inúmeros analistas que elaboram suas argumentações a partir, em geral, de modelos e de toda uma literatura que enfoca a questão da ‘credibilidade’ e possibilidade de ‘crises no balanço de pagamento dos países em fase de estabilização e ataques especulativos às moedas domésticas’.
- Finalmente, há uma tendência que se manifesta nos programas ancorados no câmbio, de manutenção de taxas de câmbio sobrevalorizadas, agravando antigos problemas ligados aos balanços de pagamentos dos países ou criando

novos problemas. É notório que taxas de câmbio sobrevalorizadas incentivam a importação de bens e serviços e desestimulam as exportações.

Ao lado dos aspectos acima mencionados, é importante destacar que programas de estabilização no período recente estão umbilicalmente relacionados com o cenário internacional prevalecente desde o final dos anos 1980 e início dos anos 1990, período no qual a economia mundial tem atravessado profundas transformações. O processo de globalização financeira tem se dado em ritmo mais rápido e em intensidade muito maior do que a globalização do comércio (KREGEL, 1996; GUTTMANN, 1994; e CHESNAIS, 1994 e 1996), criando problemas adicionais para processos de estabilização de economias emergentes e em desenvolvimento, e tirando margem de manobra da política econômica em geral. (PLIHON, 1996) Edwards (1996, p. 176), por exemplo, sugere que programas de estabilização, quando combinados com influxos de capitais volumosos, intermediados por sistemas bancários frágeis, podem gerar situações de sobrevalorização da moeda doméstica, setores financeiros vulneráveis e, eventualmente, o colapso da moeda. Ou seja, levar ao colapso do programa de estabilização e da própria economia.

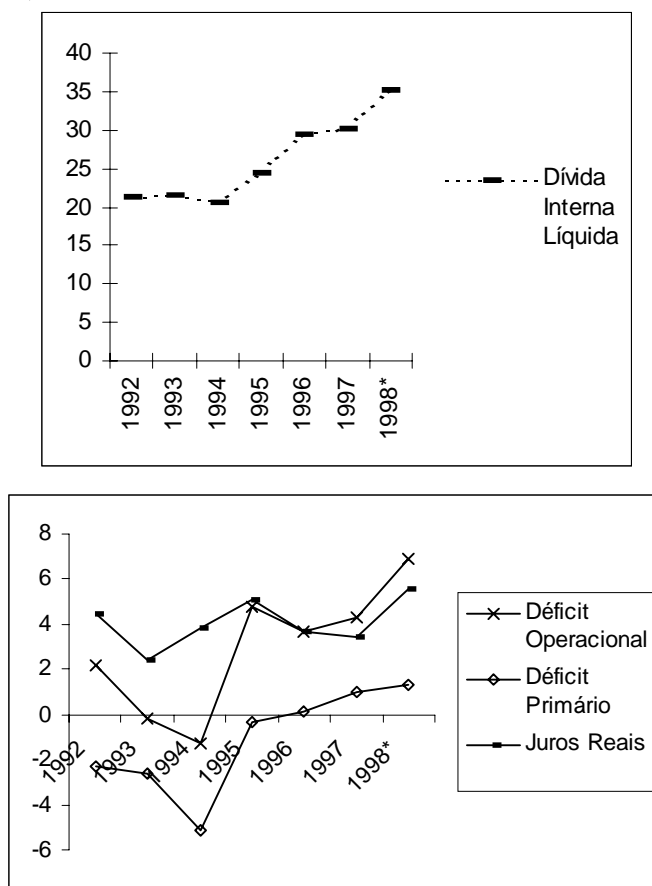
De fato, estes efeitos e processos foram observados no Brasil. A sobrevalorização da moeda nacional deveu-se à elevada inflação interna, responsável pelo resíduo inflacionário que ficou quando o câmbio foi fixado. Uma vez sobrevalorizado o câmbio, a taxa de juros alta garantiu rentabilidade à entrada de capitais estrangeiros. Caso contrário, a mera perspectiva de desvalorização da moeda interna desestimularia sua entrada. Observe-se, porém, que o aumento da taxa de juros, ou o diferencial de juros para atrair capital externo, torna-se uma exigência permanente porque, de um lado, a entrada de capitais externos aumenta a base monetária que, uma vez esterilizada (para evitar efeitos vistos como inflacionários), propicia a manutenção ou o aumento da própria sobrevalorização da moeda doméstica. De outro, a sobrevalorização, ao levar a expectativas de desvalorização futura, ameaça o país com a fuga de capitais, o que conduz ao aumento da taxa de juros para evitá-la, e à conseqüente entrada intermitente de capitais externos. Foi o que ocorreu no Brasil. Assim, se por um lado a entrada de capitais sobrevalorizando o câmbio era útil para baixar a inflação, por outro, exigia taxas de juros enormes, tolhendo, ao longo do tempo, o crescimento. A queda do crescimento no Brasil foi responsável por crescente taxa de desemprego aberto ao longo dos últimos anos, ao lado de queda mais recente da massa salarial, conforme Figura 2 a seguir. Além disso, o impacto das altas taxas de juros no déficit operacional do governo e no aumento da dívida pública interna acabou por afetar positivamente a própria taxa, por ocasião da rolagem da dívida, e fragilizou financeiramente o próprio governo. No caso do Brasil, a Figura 3 mostra isso.

FIGURA 2 : TAXA DE DESEMPREGO ABERTO (%) E MASSA SALARIAL (ÍNDICE)



Fonte: IBGE, BACEN.

FIGURA 3 - SETOR PÚBLICO (1992-1998 - EM % PIB)



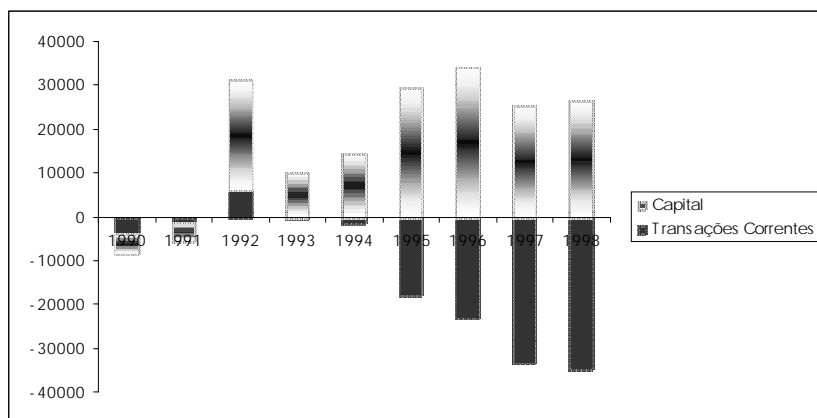
Fonte: BACEN.

Até aqui constatamos dois círculos viciosos relacionados à taxa de juros elevada. No primeiro, a taxa de juros se eleva para atrair capitais que, ao entrar, sobrevalorizam o câmbio e requerem novos diferenciais elevados de juros para que os capitais não fujam temendo desvalorizações futuras. No segundo, temos as elevadas taxas de juros que aumentam, via serviço da dívida, a dívida pública que, em seguida, para conseguir ser rolada, pressiona uma vez mais para cima a taxa de juros.

A vulnerabilidade anteriormente mencionada a que nos sujeitamos no lado monetário e fiscal foi observada, também, do lado real da economia. Se a sobrevalorização desacelerou, por um lado, a inflação, por outro, ela tornou o País predisposto a novas elevações das taxas de juros e aos problemas delas decorrentes.

Isto se verificava porque a sobrevalorização cambial encarecia as exportações e barateava as importações, estimulando déficits comerciais, agravando os crônicos déficits na conta de serviços e, conseqüentemente, afetando dramaticamente a conta de transações correntes e dificultando suas possibilidades de financiamento (vide Figura 4). A questão da insustentabilidade do resultado deficitário da conta de transações correntes e o ritmo acelerado de crescimento do mesmo acabaram por conduzir a maiores expectativas de desvalorizações futuras da moeda doméstica, afugentando os capitais externos. A tentativa de mantê-los aqui ou de os continuar atraindo pressionou por taxas de juros cada vez mais elevadas, com todos os inconvenientes relacionados à recessão e ao desemprego. O aumento da taxa de juros refletia falta de credibilidade no programa econômico e nos seus formuladores, bem como na saúde financeira do governo necessária para sustentar as políticas de estabilização.

FIGURA 4 - FINANCIAMENTO DO DÉFICIT EM CONTA CORRENTE (1993 A 1997 - US\$ MILHÕES)



Fonte: BACEN

Estas foram as razões seguidamente anunciadas para os ataques especulativos que atingiram a economia brasileira e que acabaram por impor ao governo brasileiro a liberalização cambial ocorrida em janeiro. Embora o programa de estabilização estivesse ancorado numa banda cambial e não numa taxa fixa, como na Argentina, as bandas, enquanto regime intermediário entre a taxa fixa e a taxa flexível, herdaram, como vimos, de cada uma as qualidades, mas também os problemas. Assim, a banda cambial permite alguma flutuação do câmbio, mas se ele se aproxima de forma mais duradoura de um dos limites a especulação tende a ocorrer, tal como no caso do câmbio fixo.

Os sucessivos ataques especulativos sofridos nos últimos anos por países da América Latina e da Ásia mostraram que os críticos de McKinnon tinham razão ao prever ataques especulativos, conforme mencionado anteriormente. Por outro lado, McKinnon não estava certo quando previu que as intervenções do governo para manter o câmbio estipulado não seriam grandes, a julgar pela perda vultosa de reservas do Brasil nos últimos meses, apontada no início deste artigo.

Quanto aos problemas de volatilidade herdados da flexibilidade admitida pela banda cambial, analisaremos abaixo, ao discutir o que esperar da liberalização cambial no Brasil.

2.2 A Liberalização do Câmbio no Brasil

A liberalização do câmbio veio, em primeiro lugar, como conclusão de um processo longo de perda de reservas, apesar das vultosas taxas de juros internas. Este processo se encontrava limitado, por um lado, pelo impacto danoso de tais taxas elevadas de juros sobre a economia e sobre a dívida pública, piorando a situação financeira do governo e pressionando ainda mais as taxas de juros para cima, uma vez que estas são também, como vimos, termômetro de perda de credibilidade.

Este processo exigiu que o País recorresse ao FMI e a alguns países industrializados, para reforçar as reservas em queda e, como de praxe, isso implicou custosas condições a serem cumpridas. Apesar de obtido o empréstimo, os capitais continuaram a fugir, e as reservas aproximaram-se perigosamente dos limites considerados mínimos nas próprias condições estabelecidas pelo FMI. O câmbio foi então liberado, para evitar novas perdas de reservas na tentativa de defendê-lo. Até o momento, o câmbio acha-se livre. Os capitais, todavia, continuam fugindo, o que conduziu o governo a manter uma banda de juros larga e a operar nela a um nível elevado. Esta trajetória precisa ser analisada em duas frentes, a interna e a externa, no que tange tanto aos efeitos da mera liberalização do câmbio quanto no que se refere à inserção do Brasil na globalização financeira.

No que se refere apenas à liberalização cambial, cumpre analisar, inicialmente, o seu porquê relacionado à literatura revista anteriormente e o que esperar dela. A

sobrevalorização cambial e a perda de competitividade conseqüente depuseram, durante muito tempo, contra a âncora cambial brasileira, dando razão aos que mencionavam os ataques especulativos aos quais este regime está sujeito quando a credibilidade de sua sustentação fica abalada. A sobrevalorização levava a déficits sistemáticos nas transações correntes e dificuldades para compensá-los por meio de entradas de capitais (Figura 4), o que estimulou e alimentou ataques especulativos, levando à liberalização cambial.

Se tais ataques mostraram a fragilidade do câmbio fixo, nem por isso é possível esperar muito da mera liberalização cambial. Como vimos ao tratar do regime de taxas flexíveis, ele se mostrou extremamente volátil quando adotado nos anos setenta e oitenta, acarretando problemas de custo social elevado dos ajustes, e de dificuldades grandes enfrentadas pelas políticas nacionais. (AGLIETTA, 1986a e CARTAPANIS, 1984)

A discussão sobre a volatilidade cambial contém dois tipos de argumentos. Por um lado, os referentes a seu diagnóstico e, por outro, o das conclusões conseqüentes sobre o regime cambial mais aconselhável.

As visões mais liberais não interpretam a volatilidade cambial como algo negativo. Em primeiro lugar, argumentam ser discutível a própria volatilidade, uma vez que foram tomados como referência o comportamento de preços de bens e salários, que são naturalmente mais rígidos, enquanto as taxas de câmbio são preços de leilão que refletem expectativas futuras e são, por definição, mais instáveis que os outros. (KRUGMAN, 1991)

Além disso, argumentam que, embora mais instáveis, as taxas de câmbio têm um mercado futuro e de opções desenvolvido, o que implica maior previsibilidade do que nos mercados de bens e de trabalho. Assim, é melhor que a volatilidade ocorra no mercado cambial do que nos mercados de bens e de trabalho, argumento favorável à flexibilidade do câmbio e do mercado de câmbio como local privilegiado de ajuste. Segundo este argumento, a manutenção do sistema de Bretton Woods, de taxas fixas, teria conduzido a uma situação ainda pior, uma vez que sinalizaria, inadequadamente, num ambiente de muitas perturbações e mudanças estruturais reais embutidas nas variações cambiais.

Finalmente, um outro tipo de argumento é o de que o custo da volatilidade cambial foi menor do que se imagina, em vista do descolamento observado entre o movimento cambial e a economia real (KRUGMAN, 1991), fenômeno que a literatura registra como efeito de *'hysteresis'*.¹⁹

19 Trata-se do efeito segundo o qual a economia real não reage sempre a movimentos cambiais como a teoria convencional esperaria. Se, por exemplo, a um movimento cambial sucede uma modificação na economia real, a reversão do efeito cambial não implica reversão também dos efeitos reais, porque isto implica custos. Assim, a volatilidade cambial teria prejudicado menos a economia real do que se pensa.

Observe-se, porém, que tais defesas ortodoxas só se justificam porque, como vimos, ao considerar a moeda como neutra, os partidários desta posição não apreendem os imensos problemas provocados pelas flutuações cambiais na economia real, aumentando a incerteza, reduzindo investimentos e, então, aumentando o desemprego. Além disso, a entrega da regulação ao mercado pune, necessariamente, as empresas e agentes menores, ampliando o grau de concentração da economia. (CHESNAIS, 1994 e MOLLO, 1997) Se isso é visto pelos defensores do mercado como ganho da eficiência econômica, é preciso destacar que ela se dá sempre a um custo de maior exclusão dos beneficiários do processo e de desemprego elevado (e/ou rebaixamento de salário) e, se estes forem contemplados como problemas econômicos a serem resolvidos, é preciso descontá-los, como custo, de tal eficiência.

É também o suposto de neutralidade da moeda a longo prazo, ou seja, de inexistência de efeitos duradouros da moeda sobre a economia real, que deixa os defensores do câmbio flexível à vontade para propor as contenções monetárias previsíveis no programa de estabilização baseado agora em âncora monetária. Observe-se, a este respeito, que o final da âncora cambial não garante necessariamente, como vem sendo anunciado, taxas de juros baixas, porque taxas altas podem ser usadas como política de contenção monetária para controle de inflação. Isto é ainda mais importante em vista do nosso passado experiente em indexações. A memória delas faz temer uma volta da inflação inercial a partir da indexação baseada no câmbio.²⁰

No que se refere ao plano externo, outras razões aparecerão para que a taxa de juros possa continuar alta. Para este efeito é preciso destacar que o quadro atual de globalização financeira é o mesmo que vigorava quando da âncora cambial e é preciso analisar o que se espera da liberalização do câmbio neste contexto.

Conforme analisa Davidson (1991), os defensores do câmbio flexível apontam como benefícios do mesmo a impossibilidade de nenhum país incorrer em déficits persistentes, uma vez que o câmbio se ajusta para equilibrá-lo; a possibilidade das nações perseguirem políticas monetárias e fiscais próprias para buscar metas de pleno emprego sem inflação, independentemente do que ocorre com os seus parceiros comerciais; e, finalmente, o fato desta liberdade cambial supostamente encorajar os fluxos de capitais dos países ricos (credores) para os pobres

20 Esta preocupação aumenta quando se observa que na experiência recente dos países que liberaram o câmbio o *overshooting* foi sempre alto, mas seu impacto sobre a inflação foi muito variável. Conforme PIRES DE SOUZA (*Folha de São Paulo* de 29 /01/99), a inflação resultante foi de apenas 4% em economias como a da Tailândia e da Coreia do Sul, mas a inflação mexicana em 95 alcançou 52%. Conforme observa o autor, “quanto mais alto o pico de desvalorização cambial, mais difícil vai ser resistir... a uma demanda por reindexação.”

(devedores). Contudo, o que a prática do câmbio livre mostrou é que os automatismos de mercado implicaram imposições de ajustes internos com custos sociais elevados, em vista de diferenças estruturais e institucionais grandes entre países, tornando discutível a primeira das vantagens apontada.

Quanto à segunda das vantagens, a flutuação do câmbio na Europa exigiu intervenções grandes e freqüentes dos governos dos países desenvolvidos para segurar o dólar, comprometendo suas metas internas de inflação e negando a possibilidade mencionada de independência de políticas. (AGLIETTA, 1986a)

Isso é ainda mais difícil com a globalização financeira, o que nos leva à negação da terceira das vantagens apontadas acima. Davidson (1991) lembra que o raciocínio dos defensores do câmbio flexível é o da “lei de proporções variáveis”, que determina o retorno real dos fatores de produção. Para eles, o rendimento maior nos países menos desenvolvidos, com maiores oportunidades de investimento, tenderia a atrair capitais que, ao proporcionar ganhos de produção e comércio, permitiriam, depois, o pagamento das dívidas assumidas.²¹

Ora, isso não é o que funciona com as finanças globalizadas. A própria freqüência com que os capitais se movimentam entrando e saindo dos mesmos países mostra que não é a rentabilidade dos fatores (reais) de produção que está em jogo. Os capitais querem ganhos rápidos e os obtêm sobretudo por meio dos diferenciais de juros entre países. Estes tendem a se alterar por motivos externos diversos, alheios ao controle de cada país em particular. Nestas freqüentes ocasiões em que retornos especulativos maiores passam a se apresentar no exterior eles refluem, deixando no país em questão investimentos incompletos. (BACHA, 1993)

Vemos, portanto, que tanto na hipótese de câmbio fixo quanto na de câmbio flexível o movimento de capitais liberado e a facilidade com que se deslocam entre moedas, outras aplicações e países diversos tendem a provocar problemas. A volatilidade cambial esperada com o câmbio flexível é, portanto, grande. O efeito das novidades e boatos sobre as condições da economia tende a exercer grande influência nos movimentos do câmbio. Além disso, num mundo de finanças globalizadas é de se

21 Como lembra DOW (1993), o suporte teórico da defesa de fluxos monetários internacionais é o da Teoria dos Fundos de Empréstimos, que é usado pelo FMI. Segundo esta teoria, o acesso a capitais externos pelos países menos desenvolvidos permitiria o acesso destes à poupança, vista como insuficiente internamente para financiar o investimento. Do ponto de vista teórico, a crítica pós-keynesiana é a de que não é poupança prévia que limita o investimento, porque este, ao ocorrer e aumentar a renda, proporciona a poupança necessária à sua cobertura. Neste caso, o que falta ao Brasil é um sistema financeiro estruturado de forma a permitir que a poupança existente possa ser transformada em instrumentos de *funding* dos investimentos realizados. (STUDART, 1991, 1996) e DOW, 1993)

esperar que a depreciação cambial leve, por vezes, a expectativas de novas depreciações, conduzindo a fugas especulativas de capitais, que só agravam a situação, apresentando-se como um caso de profecias auto-realizáveis. A tentativa de evitar tais problemas num contexto de liberdade para o movimento de capitais é outro fator que tende a pressionar a taxa de juros para cima, com todos os inconvenientes em matéria de freio ao crescimento e desemprego crescente.

A este respeito, cumpre observar que a defesa das correntes liberais em favor da abertura ao movimento de capitais justifica-se pela percepção de que tal abertura contrabalança a maior fonte de instabilidade das economias, vista por eles como sendo a variação (exógena) do estoque de moeda. O argumento é o de que se o capital é móvel internacionalmente, em condições de câmbio fixo, um superávit (déficit) do Balanço de Pagamentos corresponde a um excesso (escassez) de moeda. Isto reduz (eleva) a taxa de juros interna e repele (atrai) capitais externos, reduzindo o desequilíbrio e não deixando que sejam fonte de instabilidade.

Se, por sua vez, as taxas são flexíveis, não há superávit ou déficit no Balanço de Pagamentos que implique variação na quantidade de moeda. Nestas circunstâncias, saídas (entradas) de capital provocam a depreciação (apreciação) da moeda doméstica, aumentando (reduzindo) o preço dos bens importados. Neste caso, mesmo que se considere algum efeito expansionista (contracionista) sobre os bens *non-tradeables*, como resultado de saldos monetários que sobram (faltam) ao se reduzirem (aumentarem) as importações, o aumento (redução) do nível geral de preços doméstico apressa o ajustamento das expectativas e acaba neutralizando os efeitos monetários sobre a economia real (ver DOW, 1993). Assim, os efeitos monetários sobre a economia real ou são meramente transitórios, na versão fraca das expectativas racionais, ou nem acontecem, porque os agentes antecipam o resultado do modelo, na sua versão mais forte.

A posição dos autores heterodoxos é francamente contrária a essa, visualizando a abertura como fator de aumento da instabilidade ao invés de redução da mesma. O argumento pós-keynesiano a este respeito é o de que seja com taxa de câmbio fixa ou flexível é de se esperar maior instabilidade na abertura da economia relativamente a uma economia fechada. (DOW, 1993) A justificativa relaciona-se com a elasticidade da oferta de financiamento relativamente às expectativas de ganhos, no caso do câmbio fixo, e à elasticidade da demanda de financiamento relativamente às expectativas de rendimentos, no caso do câmbio flexível.

A oferta de financiamento é mais elástica em economias abertas com câmbio fixo do que em economias fechadas, porque a oferta de fundos é estimulada (desestimulada) quando há superávit (déficit) no Balanço de Pagamentos com

expectativas de crescimento (sem expectativas de crescimento), e porque a capacidade de financiamento externa é maior que a doméstica.²²

No caso do câmbio flexível, é a demanda de financiamento que é mais afetada do que em economias fechadas. Isso porque mudanças esperadas no câmbio alteram a facilidade ou dificuldade de conversão da moeda interna em moeda internacional. Se a apreciação é esperada, a facilidade de conversão de moeda doméstica em dólar reduz a preferência pela liquidez e libera “*cash*” num movimento pró-cíclico, o contrário ocorrendo quando a depreciação é esperada, uma vez que então não há capital querendo entrar e há capital querendo sair. O movimento pró-cíclico implica, então, aumento da elasticidade da demanda de dinheiro em economias abertas.²³

Em qualquer dos regimes de câmbio, portanto, seja em vista da elasticidade da oferta de financiamento, no câmbio fixo, ou em vista da elasticidade da demanda deste no câmbio flexível, o resultado é uma instabilidade maior esperada numa economia aberta do que numa economia fechada. Neste último caso a oferta e a demanda de financiamento variam em direções opostas ao longo do ciclo, com a provisão de liquidez diminuindo quando sua necessidade aumenta, suavizando o próprio ciclo. (DOW, 1993)

Dow observa, além disso, que enquanto a instabilidade para cima das economias em expansão que oferecem retornos historicamente altos é algo desejável, as expansões apoiadas em exportações, associadas a influxos elevados de capitais e/ou apreciação cambial, têm muito a temer. Neste caso, quando as importações crescem e superam as exportações, ou quando o serviço da dívida começa a pesar, a saída abrupta de capitais agrava brutalmente a contração da economia, a não ser que isso seja compensado por fluxos públicos internacionais de recursos. Este tipo de raciocínio é que leva Dow a afirmar que “*dentro de um arcabouço keynesiano... os fluxos monetários internacionais são não apenas fonte de instabilidade, mas também de divergência entre as economias.*” (DOW, 1993, p. 71)

Esta mesma conclusão é partilhada por Brunhoff, embora usando uma argumentação diferente, de natureza marxista. Para Brunhoff,

22 A demanda de liquidez, porém, é menos elástica do que no caso de uma economia fechada, porque uma onda de otimismo (pessimismo) sobre as expectativas de rendimento interno pode ser satisfeita pela compra (venda) de ativos não monetários domésticos, reduzindo (aumentando) os ativos não-monetários estrangeiros e a moeda retida, o que dilui os efeitos sobre a liquidez propriamente dita demandada. Há então maior suficiência de liquidez, reduzindo o seu impacto cíclico.

23 No caso do câmbio flexível, o Balanço de Pagamentos tem efeito apenas indireto sobre a oferta de financiamento, tornando-a menos elástica e, então, com impacto cíclico menor.

“a moeda assegura a avaliação comum das mercadorias e o circuito de transações e de rendas, refletindo ao mesmo tempo as tensões destes processos: entre venda e compra; entre tomada de crédito e pagamento do mesmo; entre salários e lucros; entre economias domésticas e internacional...” (BRUNHOFF, 1996, p. 41),

tendo assim uma significação tanto política quanto econômica.

“A moeda é antes de mais nada unidade de conta e meio de circulação dos valores mercantis produzidos localmente pelos assalariados, qualquer que seja a forma pela qual os fluxos da ‘economia mundial’ circulam no país.” (BRUNHOFF, 1996, p. 41)

Não há um sistema produtivo mundial no sentido de condições de produção homogêneas ou mesmo semelhantes, nem relações de produção e distribuição comuns e com mesmas características, razão pela qual para Brunhoff não pode haver uma moeda internacional com todas as características e funções da moeda nacional. Assim,

“quaisquer que sejam as modalidades de inserção local do capital e quaisquer que sejam seus efeitos, consideráveis, sobre os assalariados, elas não provocam o desaparecimento dos processos locais de produção e de distribuição das rendas geradas em moedas nacionais.” (Ibid, op. cit. p. 41)

Por outro lado, embora pelas razões acima a moeda internacional seja diferente das moedas nacionais, com estas últimas cumprindo as funções de unidade de conta e meio de circulação não cumpridas simultaneamente pela moeda internacional, é preciso contar com relações de troca relativamente estáveis e coerentes entre a moeda internacional e as nacionais, sob pena de não se conseguir estabelecer e respeitar qualquer contrato, tornando desprovido de sentido qualquer transferência internacional de fundos.

Brunhoff (1996) argumenta que a necessidade de uma moeda internacional como unidade de conta é mais ou menos possibilitada pelos regimes cambiais existentes. O problema é a instabilidade ampliada quando a moeda internacional é negociada como ativo no mercado financeiro internacional, concorrendo com outras divisas, elas também negociadas como ativos financeiros. O que se percebe, nestas circunstâncias, é que a divisa chave que deveria cumprir o papel de unidade de conta comum e permitir alguma estabilidade de contratos divide tal papel com o de ativo financeiro. Desta tensão, para Brunhoff, é que resulta maior ou menor instabilidade internacional. Para ela, *“as tensões entre estes dois aspectos serão mais*

fortes quanto maior for o poder dos países rivais, quanto menos houver padrão supranacional de referência e quanto mais a rivalidade entre os países se transmitir a suas moedas.”(Ibid, op. cit., p. 44) Além disso, uma vez que a moeda tem uma significação política além de econômica, e tendo em vista as diferenças de estruturas produtivas e de desenvolvimento e poder econômico entre as nações, “*qualquer regime de câmbio existente ... tem um caráter forçosamente desigual.*”(Ibid, op. cit., p. 40)

Percebe-se, pois, por meio destas argumentações, que quanto maior a abertura de capitais maior o impacto destas tensões sobre a economia doméstica, com as maiores flutuações das moedas como ativos financeiros, ainda que tensões e instabilidades existam sempre também do ponto de vista interno. Marx, ao analisar o capital fictício, percebia a possibilidade de descolamento da esfera financeira (movida por expectativas de ganhos monetários futuros) relativamente ao financiamento da produção propriamente dita. Tal descolamento é permanente, mas limitado pelas crises. (MOLLO, 1989) A globalização financeira, ao ampliar a tensão entre a moeda internacional como padrão de referência comum e como ativo financeiro, transporta e amplia tal possibilidade de descolamento em nível internacional, ampliando também a possibilidade e a extensão da crise, o que é outra forma de apreender os problemas decorrentes da abertura de capitais e seus impactos sobre as economias nacionais.

Os problemas analisados até aqui mostram que, se há críticas ao sistema de câmbio flexível em si mesmo, eles podem ser substancialmente agravados com a globalização financeira. A Europa foi palco destes problemas no período pós-1973, dando razão à heterodoxia. Analisando este período, Aglietta (1986a) interpreta criticamente o regime de taxas de câmbio flexíveis com mobilidade de capital como uma ‘mistura explosiva’, tendo em vista que as relações monetárias internacionais propagam os choques com elevada velocidade e estes choques podem ser ampliados pelas expectativas. Para Aglietta (1986a), as flutuações acentuadas decorrem da preferência pela liquidez em situações de taxas de câmbio flexíveis e mobilidade de capitais. A liquidez é conferida pela confiança, que é um julgamento coletivo feito pela unanimidade ou maioria dos agentes econômicos.

“Como todo julgamento que é fruto de uma opinião pública, a confiança numa forma particular de liquidez internacional é eminentemente versátil se não ancorada em regras aceitas de forma comum e se não garantida por autoridades monetárias com credibilidade...” (Ibid, op. cit., p. 21)

Assim, a instabilidade cambial reflete a instabilidade da preferência pela liquidez devido à falta de regras e garantias nas relações entre as moedas internacionais.

Ainda conforme Aglietta, a preferência pela liquidez torna-se instável quanto ao montante global demandado e ao tipo de ativos desejado. (*Ibid, op. cit.*, p. 21)

Além disso, ainda segundo Aglietta (1986 a), a mobilidade de capitais funcionou em grande medida como uma criação privada de moeda, sem distinguir financiamento de ajustamento dos desequilíbrios e sem controle por parte das Autoridades Monetárias, uma vez que estas não operavam mais o volume de reservas. Este tipo de evolução criou problemas que ultrapassam as discussões sobre qual o melhor regime de câmbio e que requerem que se analise o porquê da necessidade de regras monetárias. É porque “a moeda é ativa” (AGLIETTA, 1986b) ou não-neutra, que é necessário tentar administrá-la por meio de regras coordenadas.

Nesta linha de argumentação, os desequilíbrios macroeconômicos enfrentados pelos países europeus durante os anos setenta e oitenta levam a crer que embora as fraquezas estruturais e os erros de perspectivas (fatores reais) tenham sido causadores de problemas para vários setores da economia, só a instabilidade das relações monetárias internacionais, por falta de regras monetárias, explica a dimensão tomada por estes problemas e o grau de degradação do clima econômico geral observado. Essas lições não podem ser esquecidas quando o Brasil se encontra em plena turbulência de um ataque especulativo.

3. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Do que vimos anteriormente é possível concluir que a manutenção da âncora cambial como regra mais ou menos automática de ajuste da economia levou o País à solução do problema da inflação, mas a um custo social elevado em termos de queda do crescimento, desemprego crescente e queda da massa salarial. Além disso, a situação financeira do governo brasileiro debilitou-se sobremaneira e o déficit externo cresceu, todos estes problemas sendo decorrentes de uma taxa elevada de juros usada para sustentar um regime externo, que acabou mostrando toda sua fragilidade e vulnerabilidade.

A liberalização que sucedeu o regime de âncora cambial vem sendo apontada como a saída destes problemas recessivos, uma vez que admite taxas mais baixas de juros. Nosso trabalho mostrou que, seja em razão da âncora monetária, seja em vista da inserção do Brasil no processo de globalização financeira, o fato é que a taxa de juros interna pode frustrar as expectativas dos formuladores de política econômica, não baixando tanto como esperado.

Mais do que isso, a volatilidade cambial observada na prática e as recentes crises financeiras internacionais confirmam as prescrições heterodoxas de instabilidade maior em economias abertas e tanto maior quanto maior o grau de abertura, fazendo-nos temer os impactos desta instabilidade sobre a economia real, impactos esperados por aqueles que, como nós, não crêem que a moeda seja neutra.

Do que vimos anteriormente é possível também concluir que tanto a âncora cambial quanto o câmbio flexível com âncora monetária deixam a economia sujeita a ajustes automáticos, ou tiram liberdade à política econômica, o que se coloca, para nós, como mais um problema. Não se trata de não reconhecer os limites da própria política econômica, mas de entendê-la como passível de incorporar anseios políticos e de ser suscetível a pressões políticas da sociedade, podendo evitar, por isso, custos sociais maiores. Observe-se, todavia, que tanto num regime de câmbio quanto no outro a forma de inserção da economia brasileira no contexto da globalização financeira vem tirando margem de manobra da política econômica, o que nos coloca de novo nas mãos dos automatismos de mercado, desta vez internacional.

A justificativa (liberal) para garantir tais automatismos é a de que precisamos dos investimentos externos, que só virão em condições de liberdade de mercado e de respeito aos “fundamentos”. Caso contrário, tais capitais refluirão para o exterior, em busca de condições melhores.

Aqui fazem-se necessárias algumas considerações a respeito de questões relativas ao contexto internacional, ao modelo escolhido e à credibilidade do modelo e do governo que o administra.

No período recente inúmeros países ditos emergentes vêm sofrendo verdadeiras calamidades financeiras. Começou com o México em dezembro de 1994, atingiu fortemente a Argentina; alastrou-se pelos países do sudeste asiático - no final de 1997- castigando as Filipinas, depois a Malásia; estendeu-se pela Indonésia, Cingapura, Tailândia e Hong Kong. Finalmente contaminou, embora não tão severamente, as economias latino-americanas, gravemente a Rússia e respingou seriamente sobre os mercados financeiros dos países desenvolvidos, atingindo de forma dramática a economia japonesa. Vivemos no momento os problemas do Brasil.

A questão discutida converteu-se em, a curto prazo, até que ponto o colapso vai avançar e o que deve ser feito para evitar que os capitais, base de sustentação de programas de estabilização ancorados no câmbio, não fujam do País, levando à queda e à exaustão de suas reservas cambiais. No mais longo prazo a preocupação passou a ser como evitar a vulnerabilidade.

As respostas a estas questões são muito conflitantes, mesmo entre economistas do *mainstream*. De acordo com Calvo (1995), um fator marcante das recentes crises monetárias é o papel ativo desempenhado pelas Autoridades Monetárias, aumentando o crédito doméstico, que termina por contribuir para a perda de reservas internacionais. Essa observação contrasta fundamentalmente com os modelos convencionais derivados de Krugman (1979), nos quais a crise é acompanhada de uma contração drástica dos agregados monetários. Alguns autores defendem o papel de emprestador de última instância do Banco Central, outros o criticam, e outros ainda articulam-nos aos efeitos dos “rumores” para ampliar a instabilidade dos movimentos de capitais e explicar os ataques especulativos.

Em meio aos desacordos, o que essa discussão mostra de concreto é que os países que apóiam suas políticas de liberalização ficam por demais vulneráveis ao que ocorre nos mercados financeiros, por demais instáveis hoje em todo o mundo, instabilidade anunciada pela heterodoxia exatamente porque leva a sério a moeda e seu papel na economia capitalista. A razão para a manutenção deste tipo de inserção internacional que respeita a liberdade de mercado tem sido relacionada à questão da credibilidade. A este respeito, o argumento é o de que os capitais não migram para países cujas políticas são interventoras, temendo intervenções danosas para a maximização de sua rentabilidade. Governos que intervêm passam a ter problemas financeiros para sustentar suas políticas e para gerir qualquer modelo.

Trata-se, pois, de um argumento que levanta questões relativas à credibilidade do modelo econômico e/ou do governo que o administra. Observe-se a este respeito que o debate sobre credibilidade é sobretudo um debate sobre política monetária, ou é conduzido apenas levando em consideração a credibilidade existente nas promessas dos bancos centrais sobre a taxa de câmbio ou sobre a expansão monetária. Como bem colocam Agenor e Montiel (1996),

“sem que a credibilidade no banco central exista de fato, os agentes privados continuarão à espera de uma alta taxa de inflação aumentando o custo de qualquer tentativa de estabilização de preços domésticos. Estabelecer credibilidade significa convencer o público que o banco central não alterará a taxa de câmbio ou a meta de oferta monetária de forma a assegurar benefícios a curto prazo associados com inflação surpresa.” (AGENOR & MONTIEL, 1996, p. 195)

Ora, tal restrição do conceito de credibilidade à regra monetária só faz sentido quando se vê a moeda como neutra a curto ou a longo prazo (como na citação acima). Em caso contrário, os efeitos expansionistas dela sobre a economia,

permanentes, dariam maior credibilidade aos governos, justificando a intervenção estatal fomentadora.

Quanto ao problema da reação negativa dos capitais internacionais aos governos intervencionistas, é preciso qualificar tais intervenções. Embora seja de se esperar que intervenções casuísticas e incoerentes assustem os investidores, não é possível “racionalmente” entendê-las como normais. Além disso, não nos parece que um modelo regulamentado/fomentado de forma a garantir a solução de problemas particulares do país, em especial de maior inserção no mercado de trabalho, possa por si só afugentar os capitais, desde que se apresentem oportunidades de lucro e de ampliação de mercado. O crescimento enorme das economias do mundo inteiro no pós-guerra nega isso terminantemente.

A preocupação com a intervenção governamental é em parte justificada pela situação das contas públicas e pela situação financeira dos estados nacionais, debilitadas, entre outras razões, pelo papel ativo que tiveram em políticas econômicas como as do pós-guerra. Daí a preocupação com o ajuste fiscal, preocupação destacada nas discussões no Brasil sobre o sucesso do Plano Real.

Observe-se, todavia, a este respeito, que é discutível que um país como o Brasil, com problemas de desigualdade sociais históricos agravados pelo desemprego e queda (mais recente) da massa salarial, possa reduzir os gastos públicos, quaisquer que sejam as possibilidades e mesmo a necessidade de modificações (substanciais por vezes) no tipo de gasto a ser priorizado. Assim, cumpre discutir seriamente não a redução do papel do Estado ou exclusivamente o corte de gastos, mas uma reforma tributária que, ao lado de aumentar a arrecadação, a torne mais justa e reduza (mais que mantenha) a desigualdade.²⁴

Uma vez solucionada a fragilidade financeira do governo, e até para legitimar seu papel, torna-se absolutamente necessário intervir na economia, no sentido de

24 Em recente (24/01/99) reportagem no *Jornal do Brasil*, o Secretário da Receita Federal, Everardo Maciel, mencionou a existência de R\$ 825 bilhões (quase um PIB brasileiro) de renda tributável fora do alcance da Receita Federal. Algumas informações mais detalhadas merecem destaque: dos recursos mencionados, R\$ 750 bilhões são relativos a pessoas jurídicas que, embora tenham pago CPME, não recolheram nenhum outro imposto; dos 100 maiores contribuintes da CPME, 48 deles nunca declararam Imposto de Renda; metade das 530 maiores empresas do País não pagou Imposto de Renda; apenas 3% de COFINS sobre as pessoas jurídicas que compõem os recursos que fugiram à tributação, conforme acima mencionado, é suficiente para gerar o montante de recursos correspondente ao pacote fiscal do FMI. Estas informações fornecem prova razoável de que é possível viabilizar um papel ativo do Estado sem cortes recessivos de gastos e sem fragilidade financeira do setor público.

garantir investimento e crescimento em setores absorvedores de mão-de-obra. Para isso, entretanto, é preciso uma proposta econômica alternativa, de execução de um projeto de economia e sociedade por ela discutido e desenhado, projeto a ser administrado sem automatismos nem de regra nem de mercado.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- AGENOR & MONTIEL. *Development macroeconomics*. New Jersey: Princeton University Press, 1996.
- AGLIETTA, Michel. *La fin des devises clés - Essai sur la monnaie internationale*. Paris: Éditions La Découverte, 1986a.
- _____. 'Introduction' e 'faire de l'écu une monnaie parallèle'. In: AGIETTA, M. (org.), *L'écu et la vieille dame - un levier pour l'Europe*. Paris: Ed. Economica, 1986b.
- ANDRADE, Joaquim P., MOLLO, Maria de Lourdes Rollemberg & SILVA, Maria Luíza Falcão. Os programas de estabilização na América Latina: traços ortodoxos e heterodoxos. *Revista da Sociedade Brasileira de Economia Política*, n. 2, p. 96-119, jun. 1998.
- BACHA, Edmar. Latin America's reentry into private financial markets: domestic and international policy issues. *Texto para Discussão 299*, Rio de Janeiro: Departamento de Economia/PUC, 1993.
- BRUNHOFF, Suzanne. L'instabilité monétaire internationale. In: CHESNAIS, F. *op. cit.*, 1996.
- _____. Leuro, un compromis pour une Europe des marchés. In: *La monnaie unique en débat*. Paris: Syros, 1997.
- CALVO, Guillermo. On the time consistency of optimal policy in a monetary economy. *Econometrica*, 46, nov. 1978.
- _____. Varieties of capital market crises. University of Maryland, 1995, *mimeo*.
- _____. and VÉGH, Carlos A. Exchange rate-based stabilization under imperfect credibility. In: FRISCH, Helmut & WORGOTTER, Andreas (eds.), *Open economy macroeconomics*. London: MacMillan Press, 1993, p. 3-28.
- _____. Inflation stabilization and nominal anchors. *Contemporary Economic Policy*, 1994.
- CARTAPANIS, A. *Instabilité des taux de change et déséquilibres internationaux - le cas français*. Paris: Calmann Lévy, 1984.
- CHESNAIS, François. *La mondialisation du capital*. Paris: Syros, 1994.
- _____. *La mondialisation financière: genèse, coût et enjeux*. Paris: Syros, 1996.

- DAVIDSON, Paul. What international payments scheme would Keynes have suggested for the twenty-first century. In: DAVIDSON, Paul & KREGEL, Jan. *Economics problems of the 1990s*. Aldershot: Edward Elgar, 1991.
- _____. Propositions concernant la liquidité pour un nouveau Bretton Woods. In: BARRÈRE, A. (org.), *Keynes aujourd'hui: théories et politiques*. Paris: Economica, 1985.
- _____. Reforming the world's money. *Journal of Post Keynesian Economics*, v. 15, n. 2, p. 153-80, Winter 1992-93.
- DE BERNIS, G. & BYÉ, M. *Relations économiques internationales*. Cinquième Édition. Paris: Dalloz, 1987.
- DEVARAJAN, S. & RODRIK, D. Do the benefits of fixed exchange rates outweigh their costs? The CFA Zone in Africa. In: GOLDIN, Ian & WINTERS, Alan (eds), *Open economies: structural adjustment and agriculture*. Cambridge Eng.: Center for Economic Policy Research and Cambridge University Press, 1992.
- DORNBUSCH, Rudiger. Expectation and exchange rate dynamics. *Journal of Political Economy*, v. 84, p. 1161-76, 1976a.
- _____. Exchange rate expectations and monetary policy. *Journal of International Economics* 6, p. 231-244, August 1976b.
- _____. Doubts about the McKinnon standard. *Journal of Economic Perspectives*, v. 2, n. 1, p. 105-12, 1988.
- DOW, Sheila C. *Money and the economic process*. Grã-Bretanha/EUA: Edward Elgar Publishing Ltd., 1993.
- EASTERLY, William. When is stabilization expansionary? *Economic Policy*, v. 22, p. 67-107, April 1996.
- EDWARDS, Sebastian. *Crisis and reform in Latin America: from despair to hope*. New York: The World Bank/Oxford University Press, 1997.
- _____. Exchange-rate anchors, credibility, and inertia: a tale of two crises, Chile and Mexico. *The American Economic Review*, v. 86, n. 2, Papers and Proceedings of the 1996 Meeting of the AEA, p. 176-80, May 1996.
- FRENKEL, Jacob A. & GOLDSTEIN, M. A guide to target zones. *IMF Staff Papers*, v. 33, n. 4, p. 633-670, Washington DC: International Monetary Fund, 1986.
- FRIEDMAN, Milton. The case for flexible exchange rates. In: FRIEDMAN, M. *Essays in positive economics*. Chicago: University of Chicago Press, 1953, p. 157-203.
- GARBER, P. M. & SVENSSON, L. E. O. The operation and collapse of fixed exchange rate regimes. In: GROSSMAN, Gene & ROGOFF, Keneth. *Handbook of international economics*, v. III, Amsterdam, Lausanne: Elsevier, New York: Oxford, Tokyo: Shannon, 1995.

- GUTTMANN, Robert. *How credit-money shapes the economy: The United States in a global system*. US: M.E. Sharpe, Inc., 1994.
- JOHNSON, Harry. The case for flexible exchange rates, 1969. In: HALM, George N. (ed.), *Approaches to greater flexibility of exchange rates*. Princeton, N.J.: Princeton University Press, 1969, p. 91-111.
- KEYNES, John Maynard. *The collected writings of John Maynards Keynes*. XXV. Londres: Macmillan, 1980.
- KIGUEL, Miguel & LIVIATAN, Nissan. The business cycle associated with exchange-rate-based stabilization. *The World Bank Economic Review*, v. 6, p. 279-305, 1992.
- KREGEL, J. A. Risks and implications of financial globalisation for national policy autonomy. Artigo preparado para a Conferência Internacional: *Macroeconomia em Face da Globalização*, org. CORECON: Brasília, Brazil, 1996, (mimeo).
- KRUGMAN, Paul R. A model of balance of payments crises. *Journal of Money, Credit, and Banking*, v. 11, p. 311-25, August 1979.
- _____. *Has the adjustment process worked?* Washington, DC: Institute for International Economics, 1991.
- _____. Exchange rates in a currency band: a sketch of the new approach. In: KRUGMAN, Paul & MILLER, Marcus. *Exchange rate targets and currency bands*. New York: Cambridge University Press, 1992.
- _____. *Currencies and crises*. 2ª ed. Cambridge, US: Massachusetts Institute of Technology, 1993.
- KUTTNER, R. *The end of laissez-faire*. New York: Knopf, 1991.
- KYDLAND, & PRESCOTT. 1977.
- MCKINNON, Ronald I. Monetary and exchange rates policies for international financial stability: a proposal. *Journal of Economic Perspectives*, v. 2, n. 1, p.8 3-103, Winter 1988.
- MOLLO, M. de Lourdes Rollemberg, SILVA, M. Luiza Falcão & TORRANCE, Thomas S. Exchange-rate regimes: conceptual monetary differences and contrasting views. In: SILVA, M. L. Falcão, *Modern exchange-rate regimes, stabilisation programmes, and co-ordination of macroeconomics policies: recent experiences of selected developing Latin American economies*, cap. 4. Grã Bretanha: Ashgate, 1999 (no prelo).
- MOLLO, M. de Lourdes Rollemberg. Monnaie, valeur et capital fictif. *Thèse de Doctorat*, Université de Paris- X – Nanterre, 1989.
- _____. Globalização da economia: exclusão social e instabilidade monetário-financeira. Brasília, *Política Comparada*, Ano I, v. I, n. 2, maio-ago. 1997.
- PLIHON, Dominique. Déséquilibres mondiaux et instabilité financière. In: CHESNAIS, F., *op. cit*, 1996.

- PERSSON, TORSTEN & TABELLINI, Guido. *Monetary and fiscal policy*, v. 1: Credibility. Cambridge/Mass. e Londres/UK: The MIT Press, 1994.
- SILVA, Maria Luiza F. & ANDRADE, Joaquim Pinto de. Brazil's new currency: origin, development and perspectives of the real. Rio de Janeiro, *Revista Brasileira de Economia*, v. 50, n. 4, p. 427-67, 1996.
- STUDART, Rogério. *Financial repression and economic development: a Post Keynesian response*. University College Discussion Paper in Economics, Londres, 1991.
- _____. Financial policies, growth and distribution: theory and lessons from Latin America and East Asia. In: *Anais do XXIV Encontro Nacional de Economia*, ANPEC, São Paulo: Águas de Lindóia, dezembro 1996.
- WILLIAMSON, John. Comment on McKinnon's monetary rule. *Journal of Economic Perspectives*, v. 2, n. 1, p. 113-19, Winter 1988.
- _____. Designing an international monetary system. *Journal of Post Keynesian Economics*, v. 15, n. 2, p. 181-92, Winter 1992-93.

(Recebido em fevereiro de 1998. Aceito para publicação em junho de 1999).