

O desequilíbrio externo e a taxa de câmbio

Ruben D. Almonacid[§]
Gabriel Scrimini[†]

RESUMO

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

Palavras-chave: desequilíbrio externo, política cambial.

ABSTRACT

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

Key words: external disequilibrium, exchange rate policy.

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

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

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

“Não cutuque a onça com vara curta.”

(Ditados populares brasileiros)

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

(*Gazeta Mercantil*, 24.2.99)

Introdução

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

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

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

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

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

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

1 Uma estimativa do desequilíbrio cambial brasileiro

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

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

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

A Inglaterra passou por essa situação na década de 20, quando após a 1ª Guerra Mundial decidiu reintroduzir a convertibilidade da libra em um nível que Keynes³ estimou entre 12

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

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

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

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

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

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

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

A) O saldo em transações correntes e a balança comercial

O Balanço de Pagamentos (BP) é definido como:

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

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

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

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

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

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

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

já que no nosso caso SBSM = - rD,

onde D é a dívida externa ampliada⁶ e inclui todas as formas de propriedade dos estrangeiros que geram obrigações de remeter renda ao exterior, e r é a taxa de juros paga sobre essa dívida. Para tornar esses valores compatíveis, no tempo e entre países, divide-se a expressão (2) pelo produto do país (y), ou seja:

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

ou

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

B) Análise empírica

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

A equação a ser estimada é:

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

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

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

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

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

Tabela 1
Modelos Explicativos para o sbcm

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

O número entre parênteses abaixo de cada coeficiente corresponde ao t de Student, R²Aj é o R² ajustado e DW o Durbin Watson da regressão.

Todas as regressões apresentam coeficientes com o sinal esperado e estatisticamente significantes. As melhores regressões para ambas as versões da renda são aquelas que usam a variável G_P como indicador de preços; a segunda melhor é a que utiliza a PPP_C. Para a renda, o melhor resultado aparece utilizando z_R. Nos quatro casos, o R²Aj é superior a 70%. Nas duas versões de z, a PPP_A apresenta o pior resultado.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

2 A política cambial pós-Real

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Conclusões

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

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

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

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

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

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

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

