

# TEXTO PARA DISCUSSÃO

**N° 102**

**Regime de  
bandas de  
câmbio:  
possibilidades e  
perspectivas**

**Mário C. de  
Carvalho Jr.**

**Dezembro de  
1994**

PROJETO FUNDAÇÃO BANCO DO BRASIL/FUNCEX  
COMÉRCIO, INTEGRAÇÃO E DESENVOLVIMENTO

## **Regime de Bandas de Câmbio: possibilidades e perspectivas<sup>1</sup>**

**Mário C. de Carvalho Jr.**

**Dezembro de 1994**

---

<sup>1</sup> Relatório parcial da etapa: Avaliação dos impactos de uma estratégia de “ancoragem cambial”.

---

**SUMÁRIO**

<b>I. INTRODUÇÃO</b>	<b>3</b>
<b>II. TAXA DE CÂMBIO: CONCEITOS, DETERMINAÇÃO E REGIME</b>	<b>6</b>
II.1. UMA VISÃO GERAL	6
II.2. CONCEITOS E DETERMINAÇÃO	11
a) <i>Escolha do deflator</i>	14
b) <i>Restrições à teoria da paridade do poder de compra</i>	14
c) <i>Escolha do ano base</i>	15
II.3. A TAXA DE CÂMBIO E A POLÍTICA FISCAL E MONETÁRIA	16
II.4. REGIME DE CÂMBIO	18
<b>III. A CONVERSIBILIDADE DA MOEDA</b>	<b>22</b>
<b>IV. TRANSFORMAÇÕES DO MERCADO E DO REGIME CAMBIAL</b>	<b>25</b>
IV.1. EVOLUÇÃO DO REGIME CAMBIAL	25
IV.2. EVOLUÇÃO DO MERCADO CAMBIAL	28
<b>V. RUMO AO REGIME DE BANDAS DE CÂMBIO</b>	<b>31</b>
<b>VI. CONSIDERAÇÕES FINAIS</b>	<b>39</b>
<b>BIBLIOGRAFIA</b>	<b>42</b>

## I. INTRODUÇÃO

Face à total credibilidade ex-post da política da estabilização do governo Itamar - que mudou o regime de quase hiperinflação para um regime de inflação crônica, a questão que se coloca é avaliar a credibilidade dos anúncios e das medidas da política de estabilização do governo FHC com vistas a fazer convergir a inflação crônica, onde variações positivas dos preços persistem indefinidamente, a patamares observados internacionalmente. Isto provém do fato que todas as tentativas de estabilização em países de inflação crônica invariavelmente sofreram de falta de credibilidade.

Não é fortuito que Diaz-Alejandro (1981) observou que "uma hipótese plausível para isso [falta de credibilidade] é que, ceteris paribus, quanto maior é a história dos fracassos dos planos de estabilização, menores são as chances de sucesso (e/ou maiores são os custos para o sucesso) de qualquer novo plano."

Mas, o que é credibilidade? Defini-la é uma ingrata tarefa, pois essa noção terá significantes e significados distintos. Para Végh (1991), alguns analistas partem da idéia de que credibilidade existe (ou não) quando da implantação da política de estabilização, notadamente para combater a hiperinflação. Neste caso, a condição necessária e suficiente para o sucesso da política é que haja uma mudança do "regime" que reflita uma quebra em relação às práticas anteriores e sinalize para os agentes econômicos uma estratégia de restrição e controle dos deficits orçamentários presentes e futuros. Este seria o caso da credibilidade ex-ante.

Em contraste com esta posição, Végh (1991) aponta que outros analistas pressupõem que a credibilidade pode ser estabelecida após a implantação do programa de estabilização, o que seria o caso da credibilidade ex-post. Esta seria obtida a partir do comportamento da política monetária, cambial e da taxa de juros observadas no período de transição que viabilizariam a estabilização de fato da economia.

Numa economia aberta, um programa de estabilização dos preços pode se basear, ou pela fixação da variação da taxa nominal de câmbio - estabilização via taxa de câmbio - ou controlando a taxa de crescimento da oferta monetária - estabilização monetária (Calvo e Végh, 1990). Cabe ao policy-maker escolher entre as duas âncoras, sob a forma uma ou outra, ou sob a fórmula de múltiplas âncoras (Bruno, 1990).

No tocante ao papel do regime cambial numa política de estabilização pode-se dizer que há atualmente uma nítida tendência de se considerar a taxa de câmbio como o instrumento a dar credibilidade à gestão macroeconômica, ao invés de considerá-la como instrumento para buscar o equilíbrio entre os dispêndios e as receitas efetuadas nas transações de uma economia doméstica com o resto do mundo (Aghevli, Khan e Montiel, 1991).

Para os proponentes desta "Nova Macroeconomia", a credibilidade da política de estabilização é obtida mediante a fixação da variação da taxa de câmbio, impondo à sociedade uma forte autodisciplina nas suas receitas e despesas ao eliminar as fontes de seignoragem. Sob esta ótica, a taxa de câmbio

nominal influenciaria o comportamento dos demais preços da economia, produzindo um forte processo de desinflação. Em outras palavras, a fixação da taxa de câmbio nominal "influenciaria e encaminharia" todos os preços da economia a um nível de equilíbrio não inflacionário, cumprindo assim o seu papel de âncora nominal dos preços numa sociedade que tenha perdido quase totalmente a noção dos preços relativos e da importância da moeda (Corden 1991).

Independente da escolha da(s) âncora(s) - monetária ou cambial -, o fato é que o policy-maker terá que, necessariamente, escolher um regime cambial que possa viabilizar, simultaneamente, um equilíbrio interno e externo da economia. Mas há desacordo entre os economistas quanto ao papel da taxa de câmbio porque existem dezesseis abordagens diferentes para "fechar" e "integrar" a taxa de câmbio "às teorias macroeconômicas" (Mundell, 1991).

Para Mundell (1991) o problema teórico de analisar a taxa de câmbio e integrá-la aos objetivos da política macroeconômica (de qualquer escola de pensamento econômico) surge do fato que a taxa de câmbio é a razão de duas quantidades nominais (preço da moeda nacional em relação ao preço da moeda estrangeira) enquanto os alvos da política econômica são variáveis reais.

Este "problema" surgiu na medida em que o sistema monetário internacional gradualmente começou a abandonar a sua âncora nominal metálica (ouro) por papel-moeda (dólar) e, posteriormente, se abandonou a relação dólar-ouro viabilizando a flutuação generalizada das moedas. (Redish, 1993). Segundo Aglietta e Deusy-Fournier (1994) o abandono do sistema de Brettons Woods esta impondo uma organização descentralizada da concorrência entre as moedas na medida em que não existe uma moeda internacional aceita por todos os agentes econômicos das diversas nações que sirva simultaneamente como meio de pagamento, unidade de conta e reserva de valor. A ausência desta "veichule currency" coloca aos *policy-makers* de qualquer país, sobretudo os em processo de "abertura econômica", como o Brasil, a necessidade de analisar as vantagens e desvantagens de se adotar um "novo" regime de câmbio, que minimize os choques reais e financeiros oriundos desta "instabilidade do mercado financeiro internacional".

Essas observações tornam-se relevantes na medida em que se assistiu, recentemente, no Brasil, a uma discussão acerca da viabilidade de se adotar um regime de câmbio fixo ou flexível, mas limitado a uma flutuação entre uma banda superior e inferior. A escolha dos *policy-makers* recaiu num regime onde se fixará, inicialmente, a variação da taxa de câmbio nominal atendendo aos objetivos do programa de estabilização (podendo posteriormente até fixar a variação da taxa de câmbio real), e reduzindo a instabilidade inerente do mercado cambial, ao evitar ataques especulativos. Com a adoção do regime de bandas de câmbio, onde se fixará inicialmente a variação cambial, se tentará buscar, simultaneamente, um equilíbrio interno e externo para a economia brasileira e uma credibilidade ex-post para o programa de estabilização do governo FHC.

Um programa de estabilização dos preços baseado na fixação da variação da taxa de câmbio nominal requer flexibilidade na sua implementação (Howard - 1987) - incluindo, talvez, "necessários" ajustes da taxa de câmbio - tendo em vista a incerteza em relação à qual deve ser o nível da taxa de câmbio real

"apropriada de equilíbrio". Entretanto, flexibilidade na implementação da política de estabilização solapa a credibilidade desta política, e obter credibilidade é um dos principais objetivos e justificativas para se adotar um programa de estabilização com base em âncora cambial.

Mesmo reconhecendo a perda de credibilidade face a flexibilização no manuseio da taxa de câmbio e a baixa credibilidade ex-ante (ou credibilidade imperfeita) da quarta fase do Plano Real - entendida como uma estratégia de restrição e controle dos gastos orçamentários presentes e futuros - a abordagem mais construtiva é usar o atual período de estabilidade e o início do governo FHC para ajustar as demais políticas de forma que a situação econômica fique (ou se torne) consistente à fixação da variação cambial de modo que não haja, eventualmente, a necessidade de se desvalorizar a taxa de câmbio e, conseqüentemente, recriar uma instabilidade econômica.

Para mostrar a vantagem e a possibilidade do regime de bandas de câmbio ser um instrumento "flexível" que permitirá a "construção" de uma credibilidade ex-post para o programa de estabilização do governo FHC sem causar um grande desequilíbrio no setor externo este trabalho foi estruturado de modo a analisar somente as principais características do mercado cambial, dos determinantes da taxa de câmbio e do seu papel na política de estabilização.

A razão dessa análise parte do pressuposto que ao fixar a variação da taxa de câmbio como instrumento da política de estabilização deve-se analisar as possibilidades de se manter (ou não) por um determinado período a fixação pré-estabelecida. Para que seja feita esta análise é preciso analisar o mercado cambial e os fundamentos e determinantes da taxa de câmbio e sua relação com as políticas fiscal e monetárias.

Para esta finalidade, na segunda seção se apresenta os fundamentos que determinam a taxa de câmbio de modo a explicar, posteriormente, os prós e contras do regime de câmbio fixo vis-à-vis ao regime cambial de variação entre bandas. Nesta seção é dada ênfase também ao papel desempenhado pela taxa de câmbio nominal e real. Discute-se ainda acerca da necessidade de se medir a taxa de câmbio real sob diversas formas a depender da abordagem adotada pelo analista econômico. Assim, face a essa "multiplicidade" de abordagens, o papel dos institutos de pesquisa que produzem esses indicadores é o de criar um "bem público" disseminando as mais variadas séries de taxa de câmbio real a partir das "concepções" destas abordagens. Ainda nesta seção é discutida a relação entre política cambial e as demais políticas (notadamente monetária e fiscal) para manter a fixação da variação cambial.

Face ao exposto na segunda seção, apresenta-se na terceira seção, brevemente, a questão da conversibilidade da moeda no regime de pagamentos de uma nação como um fator a contribuir para a condução da política cambial e para a flexibilidade do programa de estabilização. Na quarta seção são analisadas as principais transformações do mercado de câmbio brasileiro com vistas a mostrar que este mercado está se transformando gradualmente num mercado de ativos ao invés de ser um "simples" mercado de arbitragem de bens. Face a esta transformação, torna-se necessário adotar um regime cambial que privilegie principalmente a abordagem de ativos, ainda que se reconheça que esta transição não está completa e atenda aos objetivos de estabilização. Na quinta seção se discute a viabilidade (e

necessidade) de adoção no caso brasileiro de um regime de bandas de câmbio para atender tanto as transformações do mercado cambial quanto aos objetivos da política de estabilização. Finalmente, na última seção são feitas algumas considerações finais.

## II. TAXA DE CÂMBIO: CONCEITOS, DETERMINAÇÃO E REGIME

### II.1. Uma visão geral

Nos últimos meses vem-se assistindo a uma discussão acerca de qual o melhor regime de câmbio para ser implantado na quarta fase do plano real. A discussão versa sobre as vantagens e desvantagens de se utilizar um sistema de taxa de câmbio fixa ou estabelecer bandas de taxa de câmbio, entre as quais se permitiria uma flutuação da cotação.

Sob a perspectiva dos objetivos da política de estabilização com credibilidade, ambos os regimes seriam, a princípio, "idênticos", na medida em que são fixadas a variação da taxa de câmbio permitida. No caso da taxa de câmbio fixa a variação permitida é zero, ao passo que, sob as faixas de bandas de câmbio, a variação é igual a diferença entre o limite superior e o inferior<sup>2</sup>. A credibilidade da política de estabilização é obtida na medida em que os agentes econômicos percebem a fixação da variação da taxa de câmbio como definitiva ou temporária. Dependendo da percepção dos agentes econômicos, a política de estabilização pode ter ou não credibilidade em função basicamente da condução conjunta das políticas monetária, fiscal e cambial.

Ao buscar credibilidade e adotar uma âncora cambial como parte de um programa de estabilização, o *policy-maker* tem uma dupla intenção, a saber: de um lado pretende que a taxa de câmbio leve e encaminhe os demais preços da economia a um novo equilíbrio não-inflacionário, constituindo-se numa âncora nominal dos preços para uma sociedade que tenha perdido a noção de preços relativos (Corden 1991). De outro lado, a adoção da âncora dissemina entre os agentes econômicos informações acerca da condução apropriada (ou não) das demais políticas que compõem o programa de estabilização (Aghevli, Khan e Montiel, 1991).

Independente de se ter (ou não) um anúncio "solene" estabelecendo a adoção de uma âncora cambial, a discussão atual, no Brasil, indica a fixação da variação da taxa de câmbio - sob um regime de bandas - como o objetivo dos *policy-makers*. O estabelecimento da fixação da variação do câmbio impõe restrições à condução da política fiscal e monetária. Em outras palavras, o eixo do debate entre regime de taxa de câmbio fixo e flexível (mas, limitados às bandas) se desloca dos anos 70 para hoje em dia da independência nos usos dos instrumentos de política (monetária e fiscal) característica daquela época para uma restrição e redução do poder discricionário dos *policy-makers* na condução atual de qualquer política econômica (entendida como política fiscal, monetária e cambial).

---

<sup>2</sup> Ao longo do texto estaremos usando como sinônimos as seguintes expressões: fixação da variação em zero da taxa de câmbio como câmbio fixo e fixação da variação da taxa de câmbio entre limite inferior e superior como o regime de bandas de câmbio.



Ao fixar a variação da taxa de câmbio como instrumento da política de estabilização uma questão que tem de ser levantada é analisar a possibilidade de se manter (ou não) por um determinado período a fixação pré-estabelecida. Para analisar esse problema é preciso compreender os fatores e "fundamentos" da determinação da taxa de câmbio de forma a inferir acerca da factibilidade (ou não) de fixar a variação desta taxa entre zero até uma magnitude pré-determinada.

Colocando de outra forma, dado que foi fixada uma variação da taxa de câmbio que fatores e fundamentos contribuem para a manutenção desta regra ou quais os fatores que levariam a um repúdio da fixação da variação. Ou seja, para analisar a possibilidade de fixar a variação da taxa de câmbio sob uma "target zone", é preciso compreender a conceituação da taxa de câmbio e os fundamentos da determinação da taxa de câmbio sendo necessário estudar apenas o mercado de câmbio e as "teorias de determinação do câmbio". Isso decorre porque segundo Krugman (1991) "since the whole idea of target zone is that exchange rates will normaly be inside the zone, one would expect considerable focus on how the exchange rate will actually behave inside the band. In fact, however, there is essentially no literature on this question". (pág. 670) (grifos nossos).

Logo, ao invés de assumir um comportamento "normal" dentro de uma banda de câmbio, uma questão pertinente é indagar se a flutuação cambial poderá apresentar um comportamento "normal" dada as condições de "instabilidade endógena" da economia brasileira. Como muito bem assinalado por Araújo e Feijó Filho (1994) "a literatura de bandas de câmbio trabalha preponderantemente com a quantidade de moeda como fundamento. No entanto, a especificação exata dos fundamentos não é tão relevante, pois o que se requer é que os fundamentos, quaisquer que sejam, apresentem determinadas propriedades" (pág. 8).

No caso de estes fundamentos não apresentarem estas "propriedades" deve-se indagar numa perspectiva "filosófica socrática" porque estes fundamentos não são "estáveis" e, conseqüentemente, buscar um procedimento passo a passo (ou multiestágios) para estabelecer um "novo equilíbrio estável" para os ditos fundamentos de forma a implantar um "novo" regime de bandas de câmbio. A teoria econômica convencional que se estrutura em termos matemáticos sabe analisar muito convenientemente a variação entre pontos de equilíbrio num mesmo sistema (ou regime), mas tem muito pouco a dizer acerca da mudança de um regime para um "novo" regime. Por isso, o mais lógico é tentar decompor a questão do "regime de bandas de câmbio" passo a passo, ainda que sem a elegância e, sobretudo, os resultados direcionais da formulação matemática, de modo a compreender a interação entre os conceitos, fundamentos, determinação e o regime da taxa de câmbio para alcançar estabilidade de preços e, simultaneamente, um equilíbrio interno e externo.

Neste ponto deve-se também destacar conforme apontado por Mundell (1991) que não há consenso entre os economistas acerca da "integração" da taxa de câmbio à teoria macroeconômica. Zini (1993) faz uma resenha das "formas de integração" analisando a abordagem das elasticidades, o enfoque da absorção, a abordagem monetária do balanço de pagamentos, a análise de equilíbrio interno e externo e os bens comercializáveis e não comercializáveis. Em função dessa multiplicidade de "teorias" ao se discutir taxa de câmbio, acaba-se discutindo também "políticas" de ajustamento do setor externo. Por

isso, em parte, no debate atual sobre as recentes experiências de estabilização na Argentina, México e Brasil se discute, também, acerca da manutenção (ou não) de um equilíbrio do setor externo. Este tipo de visão leva necessariamente, em função dos exemplos históricos passados e recentes, a recorrentes crises do balanço de pagamentos (Tavares 1993).

Isto é proveniente do fato que atualmente há uma nítida tendência de se considerar a taxa de câmbio como instrumento a dar credibilidade à gestão macroeconômica, ao invés de considerá-la como instrumento para buscar o equilíbrio entre os dispêndios e as receitas efetuadas nas transações entre os consumidores domésticos com o resto do mundo. (Aghevli, Khan e Montiel, 1991).

Essa percepção decorre da relação entre poupança, investimento e transações correntes sob uma restrição intertemporal nas transações dos agentes representativos numa economia "aberta". Segundo Sachs e Larrain (1993), numa economia com livre mobilidade de capital, a poupança nacional não tem que se igualar ao investimento doméstico. O excesso de poupança sobre o investimento resulta nas transações correntes do balanço de pagamentos. Partindo da hipótese que as decisões de poupança e investimento num determinado período de tempo influencia a trajetória futura do consumo e de renda pode-se observar, a nível de um agente econômico individual, que quando este contrai um empréstimo hoje, conseqüentemente tem de consumir menos da sua renda total no futuro para poder pagar o empréstimo. De modo similar, a trajetória da poupança doméstica, investimentos e transações correntes influencia a trajetória futura do consumo e da renda da economia.

Sachs e Larrain (1993) observam que este tipo de análise pressupõe, por hipótese, que o devedor sempre honra seus débitos, o que implica que a restrição orçamentária intertemporal é derivada sob esta condição. Porém, há casos em que o devedor não pode pagar os débitos contraídos anteriormente. A nível doméstico, os devedores podem ir à falência. A nível internacional, como não há possibilidade "legal" de fazer "cumprir" os contratos, pode haver um repúdio ou um não pagamento da dívida contraída. Ou seja, a restrição intertemporal orçamentária não é "forte" o suficiente para estabelecer uma solução ótima entre o consumo e renda ao longo do tempo.

A idéia básica desta literatura, segundo Sachs e Larrain (1993) é que a restrição orçamentária intertemporal de um país impõe que: "o valor descontado do consumo agregado deve ser igual ao valor descontado da produção nacional menos o valor descontado do investimento mais a posição inicial das inversões estrangeiras líquidas. Em outras palavras, se um país for um devedor líquido, a economia dever gerar superavits comerciais no futuro, com um valor presente descontado igual à posição inicial da dívida líquida", (pág. 179). Como corolário, "isto impõe que o mercado de capitais internacional haverá de requerer que o país viva sob as suas posses, o que significa que nenhum emprestador financiará tanto a um país de modo que a única forma para repagar o empréstimo é que esta nação contraia novas dívidas no mesmo montante a cada período de tempo", (pág. 171).

Caso o devedor contraia continuamente empréstimos (para aumentar o consumo presente) e planeje pagar obtendo empréstimos para os juros dos serviços da dívida, esta estratégia é conhecida como "efeito Ponzi". Por isso, alguns países com fácil acesso ao mercado de capitais internacionais

estabelecem restrições administrativas (controle de capital) sobre empréstimos e financiamentos internacionais. (Sachs e Larrain, 1993).

A partir da imposição desses controles a análise se bifurca em dois campos, a saber: o primeiro privilegia a magnitude desses controles e analisa os efeitos sobre os dispêndios de uma liberalização da economia, face ao acesso ao mercado internacional de capitais (Falvey e Kim, 1992), e, o segundo assume uma "certa" normalidade desses controles para analisar a viabilidade de se ter deficits em transações correntes ao longo do tempo (Blanchard, 1983).

O debate atual sobre a estabilização recente na América Latina está situado no segundo campo de análise e parte da premissa que alguns países, como México e Argentina, estão acumulando com rapidez um deficit crescente em transações correntes. Para Blanchard (1983), "como as transações correntes é a diferença entre receita e despesa, essa questão pode ser posta de outra forma: dado os níveis correntes de dívida e capital, o dispêndio em consumo ou investimento são elevados?" (pág. 187).

Ainda segundo Blanchard (1983), "se perguntar se o deficit em transações correntes é muito elevado é perguntar se o dispêndio em consumo e investimento é muito elevado. O dispêndio em investimento pode ser muito elevado, mesmo que a taxa de retorno do capital exceda a taxa de juros do empréstimo. Este dispêndio também pode estar sendo feito rapidamente ou muito ineficientemente e muitos recursos serão desperdiçados em retorno a uma futura produção. O dispêndio em consumo pode ser muito alto visto que a acumulação implícita de dívida levará a reduções drásticas do consumo futuro." (pág. 188).

Para compreender a dinâmica da trajetória do dispêndio entre consumo e investimento, é preciso se ter uma descrição da tecnologia da economia, onde altas taxas de investimentos podem estar parcialmente associadas a desperdícios e a altos custos de instalações e uma ordenação das diferentes trajetórias de consumo.

A partir dessas hipóteses, Blanchard (1983) aponta três resultados estilizados sobre a "adequabilidade" do nível dos deficits em transações correntes. O primeiro é que existe uma assimetria significativa entre investimento e consumo. Qualquer que seja o nível inicial de endividamento, o investimento só deve ser efetuado se o produto marginal corrente exceder a taxa de juros. Quanto ao consumo, se este é alto (ou não), e se as transações correntes devem ser equilibradas (ou não), depende muito do nível inicial da dívida e não pode ser determinado a priori.

O segundo resultado é que um nível de consumo alto e sustentável numa economia em crescimento está associado a um grande deficit na balança comercial. Um consumo constante per capita numa economia em crescimento não é factível nem politicamente, nem socialmente desejável. Uma ordenação de consumo factível é estabelecer um aumento no consumo per capita idêntico à taxa de progresso tecnológico, pois não agindo dessa forma, estar-se-ia consumindo mais hoje em dia penalizado as gerações futuras.

O terceiro resultado é que se uma redução da taxa de crescimento da dívida externa deve ser obtida, o dispêndio em investimento e consumo não devem ser tratados de modo idêntico. Medidas como uma

desvalorização cambial ou uma recessão são passíveis de afetar tanto o consumo como o investimento e, por isso, não são atrativas para obter uma redução do endividamento.

A outra perspectiva de análise parte da hipótese do relaxamento dos controles (notadamente da conta capital) obtido através de uma liberalização comercial e busca estudar os efeitos sobre os dispêndios (em consumo e investimento) feitos pelos residentes. A principal contribuição é a de Calvo (1987, 1988 e 1989). A mensagem básica é que uma liberalização comercial pode ser custosa e não aumentar o bem-estar da população se não tiver credibilidade.

Esse resultado decorre da possibilidade de acesso ao mercado de capitais internacional. A disponibilidade de capital faz com que os agentes econômicos elevem suavemente o seu consumo ao longo do tempo e os investimentos passam a reagir às expectativas de lucratividade dos investimentos, visto que uma grande proporção passa a ocorrer sob a forma bursátil.

Mesmo as aquisições de equipamento, notadamente de bens duráveis, pode não promover o bem estar social na medida em que possa haver um "boom" de investimentos acima da capacidade da economia. Essa situação é basicamente derivada da política ser temporária ou não factível. Em outras palavras, o anúncio das medidas econômicas mostra que não há credibilidade e não será possível tornar a política de liberalização duradoura ao longo do tempo.

Adicionando-se as condições de oferta de capitais internacionais, a entrada de capitais para as nações latino-americanas pode ser decorrência das condições macroeconômicas prevaescentes no "centro" (Calvo, Leiderman e Reinhart, 1993). Assim, alterações neste "centro" ocasiona fortes choques financeiros nos mercados de moeda e títulos latino-americanos, o que provoca alterações nos dispêndios entre consumo e investimento.

Independente da existência de controles cambiais, o fato que ao se analisar a relação entre consumo, investimento e transações correntes, verificou-se que há um espaço para um relaxamento da restrição intertemporal do consumo. O acesso ao mercado financeiro internacional permite um aumento da possibilidade de consumo, até o momento de pagar os empréstimos, o que obriga a redução do consumo corrente.

Quando se adota uma política de fixação da variação cambial com objetivo de estabilizar a economia, se objetiva tornar operante a restrição orçamentária do governo. Isto "cria" credibilidade, visto que reduz a capacidade de seignoragem. Porém, o relaxamento dos controles de capital ou a sua inexistência permite o acesso a recursos internacionais para o consumo e o investimento. Se estes são elevados (ou não) depende do nível do déficit das transações correntes. Neste caso, a sustentabilidade da política de estabilização dependerá do nível de acumulação dos deficits de transações correntes.

Este fato realça uma contradição das políticas de estabilização com âncora cambial. A sua adoção significa impor restrições à condução presente e futura das políticas monetárias e fiscal. O uso da âncora cambial busca impor à sociedade a não violação das restrições orçamentárias do governo. Mas, paradoxalmente, ao se estar numa economia aberta com livre mobilidade de capitais, ocorre um

relaxamento das restrições orçamentárias dos agentes econômicos, permitindo que estes elevem o seu consumo e o investimento, gerando um déficit em transações correntes.

A contrapartida desse déficit em transações correntes é o endividamento externo. A manutenção deste endividamento requer a capacidade de honrar os empréstimos. Numa estabilização com âncora cambial a transferência de recursos para o exterior é o preço (ou aluguel) pago pela sociedade para conseguir estabilidade<sup>3</sup>. Se este endividamento se elevar em demasia, acaba sendo necessário discutir a questão do ajuste externo.

Ainda que se reconheça a importância da discussão sobre o ajuste externo nos programas de estabilização com âncora cambial o problema atual é avaliar apenas a possibilidade de fixar uma variação da taxa de câmbio. Para isso é preciso analisar, devido a instabilidade da economia e do mercado cambial brasileiro, a teoria da determinação e os fundamentos da taxa de câmbio para avaliar sob que condições "esses fundamentos" podem ser estáveis. A seguir deve-se verificar se a variação é crível, supondo uma variação entre zero (inclusive) até uma outra magnitude estabelecida.

## II.2. Conceitos e determinação

O que é uma taxa de câmbio? A abordagem moderna define a taxa de câmbio como o preço de um ativo. Para Krugman e Obstfeld (1991) a taxa de câmbio "é o preço da moeda de um país em relação a de um outro país. Como esta taxa de câmbio também é um preço de um ativo, os princípios comportamentais de um ativo - uma forma de riqueza para transferir o poder de compra do presente para o futuro - também influenciam o comportamento da taxa de câmbio. O preço implícito deste ativo é diretamente relacionado aos bens e serviços que os agentes esperam obter no futuro. Exemplificando, a cotação dólar/marco é hoje vinculada às expectativas dos agentes acerca do nível futuro desta cotação. Da mesma forma que o preço da ação da IBM se eleva em relação às notícias favoráveis quanto ao futuro da IBM, a cotação do câmbio responde imediatamente às notícias concernentes aos valores futuros da taxa (pág. 315).

No passado, a cotação entre duas moedas diferentes partia da hipótese que a taxa de câmbio entre duas nações tendiam a se igualar no longo prazo à razão dos níveis de preços observados internamente nestes países. Esta hipótese era coerente ao longo do século passado até os anos 20, quando a noção de poder de compra das moedas e a lei de um só preço eram fundamentais para estabelecer o equilíbrio no mercado cambial e, conseqüentemente, do balanço de pagamentos.

É bom lembrar que os *policy-makers* daquela época tinham que estabelecer uma relação entre a moeda local e as moedas estrangeiras, não para determinar o preço entre esses dois bens, pois este implicitamente era determinado sob os "gold points" do padrão ouro, mas para analisar o "valor real" ao invés do "valor nominal" de uma unidade da moeda local medida em termos de moeda estrangeira. Para ser expresso em termos de uma taxa real, calculava-se um índice baseado na cotação entre as duas

---

<sup>3</sup> Adaptado de uma entrevista do Ministro da Fazenda Domingo Cavallo ao JB, em 11/06/93. "A entrada de capitais e os juros pagos pelos argentinos é o preço da estabilização".

moedas ponderado pela razão dos preços internos e externos. Quando se observava transações entre várias moedas no mercado cambial estabelecia-se uma média dos níveis de preços, ponderada pela participação nas exportações e/ou importações, de forma a se obter uma taxa efetiva a partir desta cesta de moedas. Desvios no curto prazo entre os níveis de preço e das moedas levavam a uma situação de desalinhamento cambial.

Em condições normais, a existência de desalinhamento cambial gerava problemas de deficit no balanço de pagamentos, que deviam ser solucionados, ou por políticas de ajuste automático, ou por políticas de financiamento e endividamento externo. Agora, quando se desejava mudar de regime de câmbio, o desalinhamento cambial podia ser ou não crucial para a obtenção de um simultâneo equilíbrio interno e externo.

Não é nada fortuito que este instrumento de medição foi desenvolvido originalmente pelo economista sueco Gustav Cassel para analisar os problemas monetários no primeiro pós-guerra, que foram a saída e o retorno dos países europeus ao padrão-ouro e, a posterior reversão desta política. Ao fixar em meados dos anos 20 uma paridade entre a libra esterlina e as demais moedas, não levando em consideração as variações dos níveis de preços, as autoridades inglesas no início dos anos 30 foram obrigadas a permitir uma mudança do regime cambial, abandonando definitivamente o padrão-ouro. Estabeleceu-se, assim, uma "teoria de determinação do câmbio" com base no poder de paridade de compra (PPP).

Do abandono da "âncora" proporcionada pelo padrão-ouro até o surgimento e criação de uma outra "âncora" com base na relação dólar-ouro sob o sistema de Bretton Woods (neste caso, as demais moedas estabeleciam suas cotações em relação a um valor ao par com o dólar) ocorreu uma grande instabilidade nos mercados cambiais.

A literatura da época que analisou esta "instabilidade" esteve em parte preocupada com o papel da "especulação" no mercado cambial, buscando analisar sob que condições poderia ocorrer uma "estabilização" dessa especulação. A contribuição principal deste período é a de Friedman (1956). Neste clássico artigo ele descreve as características essenciais (e ainda presentes) para analisar um mercado cambial. Duas citações mostram os fatores instabilizadores e a volatilidade implícitas no mercado cambial.

"First, advocacy of flexible exchange rate is not equivalent to advocacy of unstable exchange rates. The ultimate objective is a world in which exchange rate, while free to vary, are in fact highly stable. Instability of exchange rate is a symptom of instability of underlying economic structure." (pg 414) (grifos nossos).

"The actual path of adjustment may involve repeated overshooting and undershooting of the final position, giving rise to a series of cycles around it or a variety of other patterns. We are entering into an area of economics about which we know very little, so it is fortunate that a precise discussion of the path is not essential for our purposes." (pág. 433) (grifos nossos).

A literatura subsequente basicamente analisa de um lado os fundamentos da determinação e a trajetória da taxa de câmbio e de outros fatores que possam minimizar a volatilidade implícita ao mercado cambial. A primeira consiste nos modelos de determinação da taxa de câmbio, enquanto a segunda nos regimes de bandas de câmbio.

Segundo Zini (1993), três abordagens surgiram nos anos 70 para explicar a determinação da taxa de câmbio: a monetária, a de ultrapassagem (ou de sticky-price) e a da conta corrente/equilíbrio de portfólio. A idéia comum nestas abordagens é a hipótese de que a taxa de câmbio é determinada como se tratasse de um mercado de ativos, onde o retorno esperado e antecipado em manter uma divisa (ou outro ativo denominado nesta divisa) é o elemento crítico na determinação da taxa de câmbio. Ou seja, essa idéia é consistente com a definição estabelecida e apresentada anteriormente.

A derivação formal das três abordagens está descrita em Zini (1993) e em MacDonald e Taylor (1992). Entretanto, é importante fazer alguns comentários acerca das hipóteses subjacente às abordagens e, sobretudo, mostrar o papel desempenhado pela taxa de câmbio real. De acordo com MacDonald e Taylor (1992), dado que a taxa de câmbio é, por definição, o preço da moeda de um país em termos de outro, faz sentido analisar os determinantes deste preço em função dos estoques e das demandas por essas duas moedas. Esta abordagem monetária tem duas hipóteses básicas: uma é que o poder de paridade de compra (PPP) vigora continuamente e existe uma demanda estável nas funções da demanda por moeda tanto a nível doméstico quanto externo. O problema com esta abordagem é que com PPP contínua, a taxa de câmbio real, por hipótese, não deveria variar. A volatilidade e a flexibilidade da taxa de câmbio fazem com que haja movimentação nesta cotação, sendo causada, no curto prazo, sobretudo, pelo papel das "notícias" .

A segunda abordagem conhecida como ultrapassagem (overshooting) parte do princípio que o mercado de ativos responde rapidamente às perturbações, porém, o mercado de bens responde com lentidão devido à existência de rigidez nos preços. Esses preços podem se desviar da PPP no curto prazo, mas no longo prazo a PPP se impõe.

Esta abordagem é um avanço em relação ao modelo monetário (onde vigoraria continuamente a PPP). Nesse sentido a abordagem de ultrapassagem explicaria melhor a realidade, mas este modelo é essencialmente monetário. Isto é, observa-se somente as condições de equilíbrio do mercado monetário visto que assume implicitamente perfeita substituíbilidade entre os ativos não monetários domésticos e externos. Esta "perfeita substituíbilidade" é relaxada na abordagem do portfólio. Uma das características principais desta abordagem é a ênfase na importância de uma cota corrente equilibrada no longo prazo (Zini 1993). Além disso, pode-se distinguir entre o equilíbrio de curto prazo (a oferta e a demanda por ativos) e um ajustamento dinâmico de longo prazo, onde se estabeleceria um nível apropriado de riqueza. É bom observar que movimentos nas taxas de câmbio real seguido de uma perturbação (ou choque) real tenderiam a ser suaves, enquanto distúrbios monetários tenderão a produzir ultrapassagem do nível de equilíbrio da taxa cambial.

Ainda que os testes empíricos em relação às três abordagens não sejam conclusivos (MacDonald e Taylor, 1992), no tocante à determinação da taxa de câmbio, em todas as abordagens aparece a noção de taxa de câmbio real. Cabe, então, distinguir entre o conceito de taxa de câmbio de equilíbrio, cuja determinação depende de hipóteses muito restritivas (Zini 1993) da estimação e comparação de séries usuais de índices de taxa de câmbio real.

De acordo com o descrito anteriormente a lógica subjacente à duas abordagens (monetária e ultrapassagem) se relaciona com o conceito de paridade do poder de compra da moeda (PPP). Mas, independente da abordagem, três dificuldades surgem para uma análise adequada baseada em índices de taxas de câmbio real, a saber:

#### **a) Escolha do deflator**

A escolha do deflator depende da interpretação quanto ao conceito de taxa de câmbio real e o que se pretende medir. Pode-se distinguir, basicamente, duas correntes quanto à definição do deflator apropriado. A primeira compreenderia os autores que atribuem à taxa de câmbio a função de equilibrar o mercado de ativos via a equalização do poder de compra das várias moedas. Esta corrente remontaria a Ricardo, Keynes e atualmente corresponderia aos modelos de determinação de taxa de câmbio monetários ou via mercado de ativos. O deflator apropriado deve abranger o maior número possível de mercadorias, dado o que se deseja é medir a variação do poder de compra das moedas. Índices de deflator do produto interno bruto ou índices abrangentes de preços ao consumidor interno bruto ou índices abrangentes de preços ao consumidor seriam preferíveis.

A segunda corrente privilegia o papel da arbitragem entre as mercadorias como o mecanismo regulador da relação entre preços e taxa de câmbio. Neste sentido deve-se procurar índices que reflitam a variação dos preços dos bens comerciáveis internacionalmente (tradeable goods). As outras abordagens não comentadas neste trabalho que privilegiam a conta-corrente do balanço de pagamentos na determinação da taxa de câmbio tem de analisar o papel da "arbitragem". Índices de preços por atacado que atribuem grande peso aos bens comercializáveis são preferidos.

A análise acima pressupõe que a taxa relevante de câmbio é a taxa de câmbio nominal estabelecida no mercado. A questão básica é determinar se a relação entre preços e câmbio se estabelece no mercado de bens ou no mercado de ativos para escolhermos o melhor deflator.

#### **b) Restrições à teoria da paridade do poder de compra**

Independente do uso do deflator escolhido existe ampla evidência que a taxa de câmbio não se move exclusivamente em função do diferencial de inflação entre o país e o resto do mundo. Neste sentido ao se comparar a série de taxa de câmbio nominal observada na economia e a série construída pela aplicação da paridade do poder de compra não se pode inferir que possíveis divergências reflitam necessariamente taxas de câmbio mal alinhadas.



Há três razões básicas para a divergência entre a taxa de câmbio e a relação postulada pela teoria da PPP: diferenças de produtividade dos setores entre os países; descobertas de novos recursos que influenciem decisivamente na posição competitiva do país; e mudanças permanentes nos termos de troca. A experiência dos países desenvolvidos com o sistema de taxas flexíveis mostrou que a teoria de PPP não se verifica pelo menos no curto prazo, mas parece ser válida no longo prazo.

Em suma, a observação que a taxa de câmbio não preenche os requisitos da teoria da PPP não permite concluir que esta esteja sobrevalorizado ou não, mas permite dizer que os desvios podem estar associados, por exemplo, ao fenômeno de ultrapassagem sem que se possa saber qual é a taxa de câmbio de equilíbrio de longo prazo.

### **c) Escolha do ano base**

Imagine-se que seja possível estabelecer o indicador da taxa de câmbio de equilíbrio levando em consideração as mudanças na economia. Ainda nos restaria um problema que diz respeito a escolha do período base. Este deve corresponder a um período em que a taxa de câmbio esteja em equilíbrio. Ou seja, a construção da série depende da informação que queremos obter.

Existem diversos modelos na literatura sobre a determinação da taxa de câmbio. Obviamente que se tivermos um modelo razoável de determinação da taxa de câmbio não precisamos analisar as séries de índices de taxa de câmbio real. Mas é bom lembrar que Zini (1986) mostra que ainda é baixo o poder explicativo desses modelos para o caso brasileiro.

Supondo que isto não ocorra, devemos, então, procurar outros indicadores que possam nos ajudar a estabelecer o período base. Pode-se definir a taxa de câmbio de equilíbrio como sendo aquela que irá permitir um saldo superavitário ou deficitário na conta corrente igual ao fluxo normal de capital, supondo que o país esteja em equilíbrio interno e não esteja restringindo os fluxos normal de importação ou exportação. O que é o fluxo normal de capital? Seria o fluxo de capital compatível com a estrutura de investimento/poupança do país e que não implique no caso de países deficitários em posições insustentáveis na capacidade de pagamento do endividamento externo.

Neste caso, também haverá um elevado grau de arbitrariedade na escolha do período base, porém somos obrigados a considerar as outras variáveis que influenciam a taxa de câmbio. Finalmente, dado que ocorrem mudanças nos preços relativos ao longo do tempo, o período base não deve estar muito afastado do ano que nos interessa, a fim de evitarmos maiores erros.

No momento, já há um certo consenso quanto a utilidade da teoria do poder de paridade de compra (PPP). Esta coloca que variações na taxa de câmbio entre duas moedas em qualquer período de tempo é decorrência das alterações dos índices de preços relativos entre os países das mesmas moedas. Variações dos níveis de preços seriam os fatores determinantes dos movimentos da taxa de câmbio. Para Dornbusch, (1988) a PPP pode ser considerada uma identidade, um truísmo, uma regularidade empírica ou uma grosseira má especificação. Entre ser uma explicação certa ou errada da realidade, a

PPP pode, atualmente, servir apenas como indicador objetivo para a análise do mercado cambial, mas nunca uma exata descrição do comportamento e da determinação da taxa de câmbio.

Uma outra característica comum e marcante nas três abordagens, - monetária, ultrapassagem e portfolio - é o papel das expectativas e, em alguns casos, o papel das "notícias - novidades". Segundo MacDonald e Taylor (1992), para explicar a baixa performance da abordagem de ativos, alguns analistas se concentram na análise da formação das expectativas dos agentes, sobretudo, na "percepção" dos analistas de câmbio que formam suas previsões, não com base nos fundamentos da teoria econômica, mas na identificação de supostos padrões recorrentes em gráficos de movimentos das taxas de câmbio, ou seja, em "análise de gráficos e barras".

Existe alguma evidência que "aconselhamentos" não-fundamentalistas influenciam o comportamento do mercado cambial dos países desenvolvidos, especialmente o mercado londrino. Há resenhas apontando que uma grande proporção dos "dealers" usam a "análise de gráficos" para formar as suas decisões de compra e venda, particularmente em horizontes muito curtos. Quando o horizonte de tempo se expande, esses dealers dão ênfase às análises dos fundamentos econômicos (MacDonald e Taylor, 1992). Conseqüentemente, na medida em que houver uma grande variância nessas expectativas qualquer mecanismo de bandas de câmbio ou de fixação da taxa de câmbio tem que em última análise dar uma clara indicação aos agentes econômicos que os "fundamentos" serão mantidos durante um largo período de tempo.

Uma outra característica da noção da taxa de câmbio como "ativo" é que como os modelos não têm um grande poder de explicação, conseqüentemente têm um baixo poder de previsão. MacDonald e Taylor (1992), após resenharem a literatura existente, sugerem que a taxa de câmbio se comporta como um ativo no curto prazo - sob a forma de um passeio aleatório -, mas no longo prazo a taxa de câmbio se relaciona, sistematicamente, às outras variáveis econômicas - os ditos fundamentos.

Do exposto, pode-se observar que dada a conceituação da taxa de câmbio e os fundamentos implícitos na determinação do câmbio se observa empiricamente uma volatilidade e flutuação da taxa de câmbio. Para reduzir essa volatilidade é que se desenvolveu argumentos econômicos para justificar a fixação da variação das taxas de câmbio.

### **II.3. A taxa de câmbio e a política fiscal e monetária**

Antes de se discutir a viabilidade para estabelecer limites para a flutuação cambial se deve analisar o papel dos fundamentos determinantes da taxa de câmbio, notadamente quando esta é um instrumento do programa de estabilização. Em outras palavras, na medida em que se estabeleça um programa de estabilização de preços para uma economia instável - como a brasileira - com base numa fixação da variação da taxa de câmbio, deve-se indagar e tornar operacional o relacionamento entre os "fundamentos" e o que significa uma "apropriada" política fiscal e monetária.

Considerando que a taxa de câmbio é um instrumento da política que está, a princípio, sob o controle do banco central, este tem segundo Tobin (1983) que "simplificar o complexo processo decisório e auxiliar o entendimento (da sua política) pelo público em geral por meio de uma estrutura hierárquica de

multiestágios" (pág. 511). Além disso, "estratégias monetárias, alvos e projeções devem ser consistentes com aquilo expresso no orçamento federal. Esses dois tipos de política macroeconômica não devem ser feitas por governos separados que escassamente se comuniquem entre si" (pág. 517).

Num programa de estabilização com "âncora cambial" esta compartimentalização tem de ser articulada de modo a evitar os custos de um repúdio ao programa. Na realidade, se deve procurar uma abordagem construtiva para estabilizar definitivamente a economia. Esta dicotomia ocorre porque o uso da fixação da variação da taxa de câmbio pode estar, ou se tornar, inconsistente com as condições macroeconômicas gerais do país. A política de ancoragem cambial pode produzir um período aparente de estabilidade macroeconômica, mas usualmente a um custo de má alocação de recursos em função de uma sobrevalorização cambial, da perda das reservas internacionais e do aumento do endividamento interno e, caso haja desvalorização da taxa de câmbio num retorno da inflação.

A abordagem mais construtiva é usar o período inicial de estabilidade para ajustar as demais políticas de forma que a situação econômica fique ou se torne consistente à fixação da variação cambial de modo que não haja, eventualmente, a necessidade de correção da taxa de câmbio e, conseqüentemente, instabilidade econômica. Para esta finalidade devemos analisar as alternativas de política e os dilemas econômicos enfrentados pelos policy makers nacionais, através de uma abordagem estilizada da economia que leve em consideração as seguintes características: (a) estrutura dos ativos e a demanda de moeda; (b) a taxa de câmbio; (c) o processo de oferta monetária; (d) a taxa de câmbio como alvo da política fiscal; (e) a taxa de câmbio como alvo da política fiscal e monetária. As idéias dessa abordagem foram derivadas por Howard (1987).

A idéia básica é que a taxa de câmbio atual depende das expectativas correntes e futuras acerca da expansão monetária. A determinação da taxa de câmbio é função da demanda monetária. Além disso, considerando que as autoridades monetárias - ou seja, aquelas responsáveis pela criação da oferta monetária - são completamente subordinadas às autoridades fiscais, então uma alternativa de estratégia macroeconômica é fazer com que, temporariamente, a política fiscal tenha como "alvo" a estabilização da taxa de câmbio.

Há uma diferença básica neste tipo de abordagem em relação às formas de intervenção com vistas a estabilizar a taxa de câmbio. Busca-se, na verdade, estabilizar a taxa de câmbio por meio de uma estabilização das expectativas acerca da evolução futura dessa taxa de câmbio que é obtida por meio de medidas fiscais fundamentais, popularmente conhecida como ajuste fiscal. Ou seja, não há somente o canal de intervenção no mercado cambial via venda de divisas ou variação da taxa de juros.

Em outras palavras, dado que o processo de oferta monetária é caracterizado por violações sucessivas das restrições das contas consolidadas do governo, que provoca contínuas injeções de moeda na economia; conseqüentemente, a imposição de transformações nos fundamentos fiscais permite uma estabilização das expectativas. Como não há injeção monetária na economia não há expectativa da expansão monetária, o que ajuda a estabilizar o câmbio. Assim, a política fiscal deve ser tal que a oferta monetária não sancione violações nas restrições do orçamento do governo.

Dado um nível de deficit (ou superavit) fiscal esperado, a estabilização da taxa de câmbio pode ser perseguida, no longo prazo, se a autoridade fiscal planejar uma regra fiscal que leve em consideração a tendência de crescimento da moeda doméstica, do nível de ativos domésticos (títulos do governo) nas mãos de não residentes, e a tendência do diferencial entre o nível de crescimento doméstico e externo (Howard, 1987).

Entretanto, não há como comprometer as autoridades fiscais a aderir a uma política fiscal que leve em consideração a tendência de flutuação econômica e a uma resposta ao nível de ativos domésticos nas mãos de não residentes. Assim, mesmo assumindo que as autoridades fiscais tenham tomado as medidas apropriadas no campo fiscal, sempre resta o problema da credibilidade da política de estabilização.

Isso porque mesmo se anunciando uma fixação da variação cambial e medidas fiscais consistentes sejam implantadas, a taxa de câmbio ainda assim será objeto de ataques especulativos por parte dos agentes econômicos que não acreditam que os ajustes fiscais sejam permanentes. Para superar isso, mesmo às custas de perder credibilidade, deve-se usar a noção de multiestágios, fazendo com que a taxa de câmbio seja o alvo da política monetária, para obter credibilidade no curto prazo e, ao mesmo tempo, usar a taxa de câmbio como alvo da política fiscal para criar uma credibilidade ex-post no longo prazo.

Essa estratégia em multiestágios é um ingrediente necessário para o sucesso de um programa de estabilização com o uso de âncora cambial, num país em desenvolvimento. Nesta situação, o deficit (ou superavit) do governo é feito de acordo com as restrições fiscais, mas a intervenção no mercado cambial é usada para influenciar a taxa de câmbio no curto prazo. A taxa de expansão monetária fica sendo igual ao deficit (se houver) mais qualquer mudança na posição das reservas internacionais.

As autoridades monetárias podem, através dessa estratégia, intervir no mercado cambial e manter a variação da taxa de câmbio fixa por um determinado período, usando o nível de reservas internacionais e a entrada líquida de capitais no curto prazo. Isto é viável a longo prazo se houver uma política fiscal que estabilize as expectativas da taxa de câmbio, obtendo credibilidade ex-post. Sachs (1986, 1987) e Dornbusch (1987) são os que originalmente propuseram este tipo de estratégia, onde a taxa de câmbio é fixada no curto prazo, enquanto medidas fiscais "apropriadas" são tomadas por intermédio de um forte ajuste fiscal de modo a assegurar uma estabilidade de preços no longo prazo.

#### **II.4. Regime de câmbio**

Para atingir a estabilidade de preços é preciso escolher um regime cambial que fixe a variação de taxa de câmbio. Esta pode assumir uma forma de taxa fixa (câmbio fixo) ou flexível entre um limite inferior e superior (câmbio em bandas).

Para Flood, Bhadari e Horne (1989) a escolha de um regime de câmbio deve levar em consideração que uma regularidade dos setores financeiro e real de qualquer economia é que eles passam por período de turbulência e tranquilidade com relativa volatilidade face a choque reais e monetários. Além disso, para

Flood, Bhadari e Horne (1989) a escolha de um regime cambial implica que os parceiros comerciais se puseram de acordo aos objetivos quanto ao nível de inflação. Ou seja, na medida que a propensão da inflação dos países se tornarem previsíveis, a escolha do regime cambial será também composta por aspectos previsíveis. Isto decorre do fato de que a taxa de câmbio é função das demandas por moeda entre dois países, no mínimo.

Caso esteja ocorrendo no Brasil uma mudança dos fatores e fundamentos determinantes do mercado cambial, e, sobretudo esteja ocorrendo uma mudança no "grau de tolerância" inflacionária observa-se a necessidade de se alterar o regime de câmbio.

A mudança dos fundamentos é decorrência da gradual transformação de um mercado cambial de arbitragem para um de ativos, e, o repúdio por parte dos agentes econômicos em conviver com um regime de alta inflação. Face a essas transformações, surge a atratividade do regime de bandas de câmbio, onde se busca minimizar a instabilidade do mercado cambial e impor uma certa disciplina na condução da política de estabilização.

A apresentação formal dos modelos de bandas de câmbio está exposta em Pessoa e Feijó (1994). Para esses autores "se os fundamentos em si são muito instáveis, dificilmente qualquer regra cambial conseguirá estabilizar o câmbio do ponto de vista prático" (pág. 9). "Entretanto, com fundamentos relativamente estáveis - isto é, pouco sujeitos a bruscas oscilações - a alocação do regime de bandas de câmbio pode estabilizar sensivelmente a taxa de câmbio". (pág. 9). Ou seja, se a taxa de câmbio for alvo das políticas fiscal e monetárias conseqüentemente há uma maior estabilidade dos fundamentos de determinação do câmbio.

Um sistema de bandas de câmbio parte da hipótese de um modelo monetário mínimo (Krugman 1991) e/ou de ultrapassagem (Miller 1991), e, se estabelece que "o regime cambial é de bandas nominais (reais) quando o câmbio (real) pode somente oscilar dentro de uma faixa estabelecida pelo Banco Central". (Pessoa e Feijó, 1994). Assim, deve-se observar que o objetivo da banda de câmbio pode ser uma variável nominal ou real.

Tendo sido definido o que é um regime cambial de bandas, pode-se observar algumas características que "qualifiquem" a banda. Para Frenkel e Goldstein (1986), o sistema de bandas pode ser "hard" ou "soft", se forem respondidas as seguintes questões: (i) o intervalo (limite superior menos limite inferior) da banda, observando que fora deste intervalo a taxa estará fora de linha; (ii) a freqüência das mudanças nas bandas; (iii) o grau de publicidade a ser dado às zonas. Neste contexto, pode-se distinguir entre um anúncio público do intervalo ou um anúncio em um círculo oficial do governo; e (iv) o grau de comprometimento em manter a taxa de câmbio naquele intervalo.

O grau de comprometimento do Banco Central é que permitirá avaliar se a banda é crível (ou não). Para isso, será necessário que o Banco Central intervenha no mercado cambial através do uso das reservas e da determinação de taxas de juros. Segundo Pessoa e Feijó (1994), para que o regime de bandas de câmbio possa funcionar adequadamente, é necessário que os agentes econômicos acreditem na capacidade de intervenção do Banco Central, ou seja, o regime de bandas tem que ser crível. Essa, de

fato, é a peça-chave do regime. Os agentes somente ajustam suas expectativas porque sabem que o câmbio não ultrapassará determinados limites anunciados pelo Banco Central.

Esses limites ditados pelo Banco Central serão mantidos por intervenções via reservas internacionais e/ou taxas de juros. Caso o intervalo da variação da banda seja igual a zero, o Banco Central tem de usar, sobretudo, as reservas para manter fixa a taxa de câmbio e tornar a taxa de juros extremamente volátil para conter os movimentos de capital. Numa hora, as taxas de juros teriam de ser elevadas para conter o movimento especulativo, enquanto que em outra, teriam de ser baixas (ou próximas aos patamares internacionais) para evitar a entrada de recursos. A dificuldade de gerenciar a taxa de juros é que faz com que não se opte por uma fixação da taxa de câmbio.

Agora, se os agentes percebem que o Banco Central não permitirá alteração na faixa (seja desvalorizando ou valorizando) por meio do aumento (ou diminuição) dos juros e do uso das reservas, implica, segundo Pessoa e Feijó (1994), em duas constatações: (i) a primeira é justamente "a disposição do Banco Central de elevar as taxas de juros o suficiente para manter o câmbio dentro da banda que faz com que a banda seja crível, e assim torna as taxas de juros baixas nas proximidades do extremo superior da banda"; (ii) nas proximidades do extremo inferior da banda valerá o contrário: a capacidade em reduzir as taxas de juros, "estimulando (ou desincentivando) a saída (a entrada) de capitais faz com que os agentes acreditem numa desvalorização cambial a ocorrer dentro da faixa". Um indicador para "medir" a credibilidade das bandas de câmbio é o diferencial entre as taxas de juros interna e internacional, dependendo em que extremidade esteja a taxa de câmbio.

Se a fixação da variação da taxa de câmbio for adotada como objetivo de um programa de estabilização, pode-se distinguir dois tipos de credibilidade: a total (full) ou a imperfeita (imperfect). De acordo com Calvo e Veigh (1991), o programa de estabilização pode sofrer no início um problema de credibilidade imperfeita na medida em que não há como os policy makers fazerem um anúncio de política e honrarem este anúncio para o público em geral.

Para evitar este tipo de problema, o regime de bandas de câmbio pode contribuir para a obtenção de uma credibilidade ex-post. Isto será obtido partindo do pressuposto que foi definido que o "atual" nível da taxa de câmbio é um alvo para a política monetária e fiscal. Também se constata que existe um grande diferencial entre os juros internos e externos, o que indica que a taxa de câmbio está no limite inferior. Nesta situação, havendo um ajuste fiscal e estabilizando-se as expectativas no mercado cambial, pode-se gradualmente reduzir as taxas de juros interna, permitindo uma suave desvalorização cambial, sem que o Banco Central perca suas reservas.

A adoção desta estratégia permite que haja uma desvalorização "normal" dentro da faixa e se obtenha credibilidade ex-post na condução da política de estabilização. O problema que fica ainda para ser respondido é o tamanho do intervalo e o tipo de banda de câmbio. Quanto ao primeiro, não há indicações sobre o tamanho "ótimo" do intervalo, e quanto ao segundo, já há alguma experiência internacional que pode auxiliar o processo de escolha dos *policy-makers*.

Caso as autoridades monetárias decidam estabelecer um regime de bandas, qual deve ser a opção: nominal ou real? O sistema monetário europeu e o de Israel (entre 1989-91) são exemplos de bandas nominais. Ambos apresentaram fortes tendências à desvalorização cambial. Para Pessoa e Feijó (1994), o diferencial de juros "alto" tende a gerar futuras depreciações cambiais quando a taxa se aproxima da barreira superior. Por isso, as bandas de câmbio nominais européias não foram críveis entre 1979 e 1990.

O sistema de banda nominal de câmbio israelense visa conciliar o controle inflacionário com autonomia da política monetária numa economia aberta. O governo israelense evitou a adoção de uma fixação da taxa de câmbio "visto que um ambiente de elevadas taxas internas de inflação relativamente à externa num contexto de integração financeira internacional" (Pessoa e Feijó, pág. 15) leva à apreciação da taxa de câmbio real e desencadeia recorrentes ataques especulativos. A banda nominal funcionou em Israel do início de 1989 até o final de 1991, quando foi transformada num regime de banda real, devido a não credibilidade do sistema de bandas nominais.

Um sistema de banda de câmbio real foi adotado pelo governo chileno. A característica singular do regime chileno é que existe uma paridade central ajustada diariamente pela projeção do diferencial da inflação entre o Chile e os Estados Unidos, mas com uma zona de flutuação fixa percentualmente em torno dessa "paridade". O regime foi instituído em 1985 e até 1992 não sofreu ataques especulativos, sendo apenas ampliada as zonas de flutuação de 2% até 10%.

Segundo Pessoa e Feijó (1994), "o regime de câmbio em bandas procura absorver o melhor de cada um dos regimes (fixo e flutuante), sem incorrer em seus defeitos. Não se abdica da âncora nominal, mas se permite que o câmbio flutue dentro de uma faixa, o que confere alguma flexibilidade ao câmbio real". (pág. 16).

Todavia, é bom observar que o uso de banda real "ajustável" em determinado período de tempo ainda que sancione credibilidade à política econômica permite a convivência com inflação crônica. Isto necessariamente, implica que a sua adoção diminui os "animal spirits" dos *policy-makers* em combaterem a inflação, tornando-os pouco complacentes no ataque à inflação. Mas, qual a alternativa que resta a um país com altas taxas de inflação (em torno de 50% ao ano) para estabilizar a taxa de câmbio sem gerar volatilidade na taxa de juros? A resposta é um sistema de bandas de câmbio nominal-real, que corresponda a uma decisão variante do sistema de bandas "tradicionais".

Do exposto, se observa que há uma superioridade do sistema de bandas em relação aos outros (fixo e flexível), mas a adoção do sistema de bandas, no caso do Brasil, depende, fundamentalmente, da análise da questão da conversibilidade da moeda, das transformações observadas no mercado cambial e, sobretudo, do timing das reformas estruturais do futuro governo.

### III. A CONVERSIBILIDADE DA MOEDA

A noção de conversibilidade da moeda deve ser entendida como a possibilidade de converter a moeda nacional em moeda estrangeira. Isso decorre do fato que, segundo Guitian (1994), o conceito de conversibilidade, no passado se referia ao direito de converter a moeda em ouro a uma dada taxa de câmbio e evoluiu para significar, atualmente, o direito de converter livremente e sem limites a moeda de um país pela moeda de outro país a uma taxa de câmbio estabelecida.

A conversibilidade aplica-se aos países que fixem a variação da taxa de câmbio ou permitam a livre flutuação da taxa (ou a mantenham controlada), mas esta conversibilidade pode ter uma característica *hard* ou *soft*, segundo Guitian (1994). A conversibilidade *soft* refere-se a possibilidade de converter livremente as moedas numa taxa de câmbio livremente determinada pelo mercado.

Uma conversibilidade *hard* consiste no direito de converter livremente a moeda a uma taxa de câmbio dada e pré-estabelecida. Em função da definição *hard* e *soft*, observa-se que a conversibilidade *soft* aplica-se aos regimes de taxa de câmbio com flexibilidade, e a conversibilidade *hard* associa-se a regimes de taxa de câmbio fixa. A distinção principal da noção de conversibilidade refere-se a gestão do risco cambial. Num sistema de conversibilidade *soft* os detentores da moeda assumem os riscos enquanto na conversibilidade *hard* é o país emissor da moeda fixada que assume este risco.

Num sistema de minidesvalorizações cambiais e sobre o qual incidem inúmeros controles sobre o regime de pagamentos a questão de conversibilidade não está diretamente associada a idéia *hard* ou *soft*, mas sim as restrições de acesso ao mercado cambial e a imposição de limites de compras de moedas sobre os agentes atuantes no mercado cambial.

Se um país estiver numa situação que o nível de preços interno esteja se elevando mais que o nível de preços externo, a melhor política a adotar é ajustar gradualmente o câmbio via uma política de minidesvalorizações cambiais. Esta política funciona muito bem enquanto a inflação é estável ou declinante, mas torna difícil o ajuste interno quando surge déficits no balanço de pagamentos decorrente de excessos de demandas internas que acabam "batendo" no mercado cambial.

Nesta situação, incorrer num déficit é equivalente a permitir que o excesso de oferta de moeda no mercado doméstico venha "bater" e se transformar em excesso de demanda por bens e serviços do exterior. A imposição de controles cambiais é o caso em que não se permite aos agentes econômicos realizar suas transações desejadas. Observe-se também que a imposição dos controles cambiais permite que o preço dos bens importáveis excedam os preços adicionados com as tarifas alfandegárias e conseqüentemente o mercado monetário se equilibra.

A característica de um mercado cambial que tenha restrições é fazer com que os dispêndios em moeda estrangeira sejam idênticos as receitas, permitindo que o mercado monetário se equilibre de tal forma que os preços domésticos sejam muito mais elevados que os preços internacionais. A imposição de restrições quantitativas se caracteriza por um viés maior do regime de comércio e pagamentos em



direção às atividades substituidoras de importação que aquela escolha feita com base na estratégia de industrialização.

O papel da reforma do regime de comércio consiste em uma última análise transitar de um sistema de controle cambial para um sem controle cambial, que se constitui num dos objetivos do processo de liberalização comercial. Esta política resulta em: (i) alterar significativamente o viés do regime de comércio e pagamentos de um regime de substituição de importações; (ii) remover do setor externo da economia as restrições quantitativas para impor restrições com base em preços; e (iii) contribuir para um ciclo virtuoso de crescimento além do movimento de stop-go de crescimento resultado de situações de estrangulamento cambial.

Na medida que um país, como o Brasil, implementa uma política de liberalização comercial, necessariamente ocorre um substancial relaxamento dos controles cambiais relacionados à conta de transações correntes. Ao se reduzir a complexibilidade dos controles e permitir uma maior liberdade cambial, surge com mais vigor a questão do gerenciamento dos riscos em operar com moedas diferentes pelo participantes do mercado cambial.

É bom observar que de acordo com os artigos constitutivos do Fundo Monetário Internacional (FMI) um dos objetivos desta agência é incentivar uma conversibilidade plena no sistema de pagamentos relativos ao comércio, mas não há obices em impor controles sobre o capital (Rosenberg 1983). Tanto isto é verdade que a maioria dos países industrializados impõem alguma restrição aos movimentos de capital para evitar, de algum modo, os movimentos especulativos. França, Itália, Espanha, Áustria, Bélgica, Grécia e Portugal são exemplos de nações que impõem controle de capital (Aizenman e Guidotti 1994).

No caso dos países em desenvolvimento, no momento, a imposição de controles na conta de capital está associada às possibilidades de "conter" ou "não-relaxar" a restrição intertemporal entre poupança, investimento e transações correntes, e esterilizar a entrada de capitais. A imposição (ou manutenção) de controles sobre a conta de capital pelos países que estão implantando reformas comerciais corresponde a uma transição de uma situação de estrangulamento cambial e financeiro para uma situação de normalização ou euforia pelo acesso ao mercado de capitais internacionais.

Mas, em países, como o Brasil, que liberalizaram a sua conta de comércio, mantendo ainda controles sobre a movimentação de capitais, tendo vários mercados cambiais (financeiro, comercial e paralelo) e a estabilidade de preços não está consolidada, ainda se faz necessário reconhecer que os riscos associados a movimentos especulativos é muito maior quando comparado à economias estáveis, o que impõem a necessidade de se restringir a noção de conversibilidade e ainda manter certos controles cambiais com vistas a gerenciar os riscos inerentes do mercado cambial.

A arte da gerência desses riscos se observa no dia a dia da mesa de câmbio, por exemplo, do BACEN, em Brasília, e é o que está por trás da discordância entre os membros atuais e futuros da equipe econômica. Possivelmente, o atual diretor internacional do BACEN aceitaria a definição que "uma moeda é dita conversível se a população puder trocar moeda nacional por moeda estrangeira a uma taxa estabelecida oficialmente (via mercado) sem muitas restrições. Se houver muitas restrições, a moeda

---

pode ser considerada não-conversível. Esta é claramente uma definição fraca, mas esta definição frouxa reflete subjacentemente o ponto que conversibilidade geralmente é um conceito de extensão ao invés de uma proposição do tipo tudo ou nada" (tipo hard ou soft). (Sachs e Larrain, pág. 293, 1993).

Outros membros da equipe econômica, como talvez o futuro presidente do BACEN, aceitariam a seguinte definição: "a taxa de câmbio, como é o preço da moeda de um país em relação a outro, também é um preço de um ativo, e os princípios que governam o comportamento dos outros ativos também governam o comportamento das taxas de câmbio" (Krugman e Obstfeld, pág. 315, 1991). Para que esta definição seja verdadeira é preciso que haja conversibilidade soft no sentido apontado acima.

Essas observações estão menos relacionadas às diferenças entre Harvard e MIT, locais de trabalho, até recentemente, dos principais autores desses livros e onde estudaram estes dois *policy-makers* que estão sustentando, dentro do governo, o debate sobre os prós e contras da conversibilidade, mas mais relacionadas ao fato que o governo FHC tem que escolher um regime cambial que minimize os ataques especulativos, seja neutro em termos de comércio exterior e se constitua numa âncora de sustentação da política de estabilização.

No entanto, devido à instabilidade macroeconômica ainda presente na economia nacional e, conseqüentemente, dada a instabilidade dos fundamentos de determinação da taxa de câmbio, não se deve, por hipótese, buscar nem uma conversibilidade soft, nem uma hard. A adoção destas formas de "conversibilidade" permitirá estabelecer uma substituição perfeita entre os ativos nacionais e os internacionais.

Na hipótese de não se estabilizar a economia mediante a transformação dos fundamentos reais por meio das reformas estruturais ou que haja uma certa "demora" na negociação dessas reformas pode ocorrer alterações substanciais na forma de como os agentes econômicos dispõem de sua riqueza (ou ativos), denominados em moeda nacional ou estrangeira. Isto geraria instabilidade cambial. Para coibir esse possível movimento especulativo, o governo deve dispor de um conceito de "conversibilidade opaco" à semelhança do exposto acima, não permitindo que os agentes econômicos assumam livremente riscos, mantendo imperfeita a substituidade entre os ativos domésticos e externos. Com isso, se geraria maior controle sobre a condução da política cambial sob qualquer programa de estabilização.

## IV. TRANSFORMAÇÕES DO MERCADO E DO REGIME CAMBIAL

### IV.1. Evolução do regime cambial

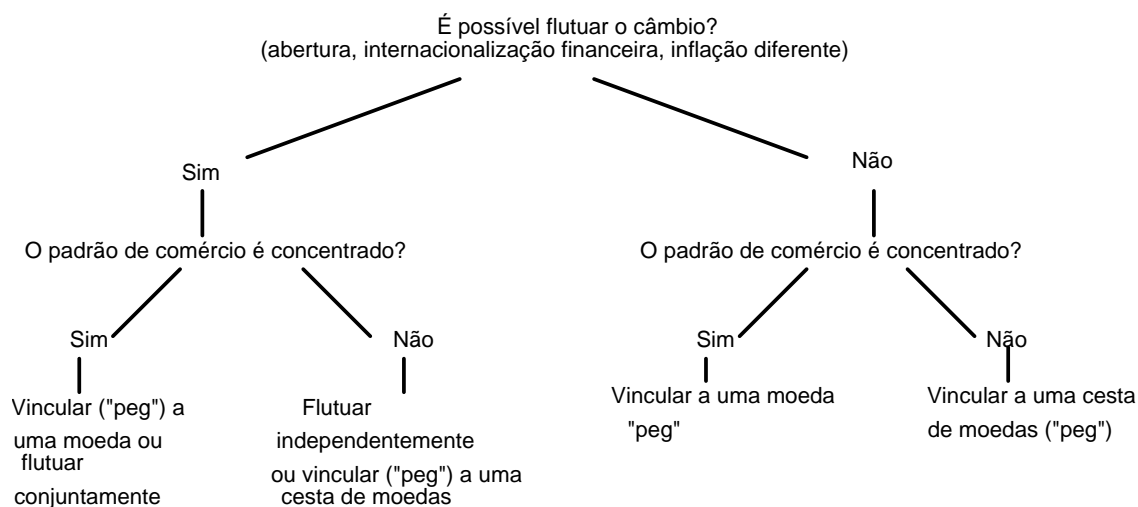
Desde a implantação do Plano Real, não há assunto mais comentado e criticado que a condução da política cambial. As análises feitas por empresários e analistas econômicos ligados a qualquer tendência do pensamento econômico giram, em linhas gerais, sobre os seguintes pontos: anúncio inicial de taxa de câmbio fixa antes da implantação do real e posterior fixação de um sistema "híbrido" de bandas, com flutuação na prática para baixo; forte sobrevalorização real da nova moeda frente ao dólar decorrência da apreciação nominal da taxa de câmbio e não dos índices de preços internos; problemas associados à esterilização do aumento da oferta monetária nacional ocasionado por superávits nas transações correntes e de capital; e a possível transformação do atual superávit em transações correntes em um déficit da ordem de 2% a 3% do produto interno.

Essas críticas têm fundamento, mas o que importa analisar é que houve um colapso do antigo regime cambial de mini-desvalorização e se está observando uma transformação dos fundamentos determinantes das taxas do mercado cambial. Dado que se observa atualmente significativas mudanças no mercado cambial, sobretudo no lado das exportações - ACC, ACE, Export Notes, pré-pagamento, ADR, Futuro, etc. -, então se pode compreender o presente debate sobre os rumos da política cambial como uma escolha de um novo regime cambial envolvendo riscos, onde, de um lado se busca estabilizar a economia, e de outro, se tenta evitar ataques especulativos contra a moeda nacional.

A dificuldade desta escolha pode ser observada se recuarmos um pouco na história, mais precisamente para o período entre 1964 e 1968. Como a historiografia econômica nacional ainda não analisou aquele período com os conhecimentos atuais sobre política de câmbio e estabilização, mas a internacional já o fez (Kiguel e Livitan, 1992), podemos inferir, preliminarmente que, de março de 1964 a agosto de 1968, a taxa de câmbio permaneceu quase fixa, sendo reajustada em longos períodos, e a oferta monetária foi fortemente contracionista no primeiro biênio e, posteriormente, crescia à conta-gotas, sob um rígido controle, obtido através de um orçamento monetário. Em linguagem moderna, pode-se dizer que os timoneiros daquela época tinham uma lanterna na popa, mas o navio estava fundeado com duas fortes âncoras: a cambial e a monetária. O resultado é que a inflação se reduziu de níveis indecentes para época, de aproximadamente 70,8% anuais em 1963, para menos de 30,4% anuais em 1967. Essas âncoras tiveram o mérito de trazer, em três anos, uma inflação elevada para uma mais próxima aos níveis internacionais.

Ascende então ao poder um jovem professor de uma universidade paulista, chamado Delfim Neto, que questiona profundamente a política cambial vigente, na medida que ela não evitava ataques especulativos contra o cruzeiro e não criava condições estáveis para as exportações e as importações. Naquela ocasião este policy-maker teve de decidir se era factível continuar sob um regime de câmbio fixo ou permitir uma flutuação da taxa de câmbio. Após ter feito a sua escolha é que soube como estabelecer uma política ótima para atingir um equilíbrio interno.

Como avaliar a factibilidade de um regime de câmbio flexível visto que era "preciso" abandonar o câmbio fixo? A figura abaixo ilustra a árvore de decisão das opções disponíveis à época.



Fonte: Branson e Katseli-Papaefstratiou (1981).

Para se tomar uma decisão acerca da possibilidade de flutuar o câmbio, se devia observar algumas características específicas da economia e estabelecer uma vinculação (peg) a uma moeda (dolar) decorrência, naquela época, da vigência do acordo de Brettons Woods que estabelecia um valor ao par para as moedas. Como não se tinha abertura econômica, internacionalização financeira e diferenciais baixos entre a inflação interna e externa, não era possível se optar pela flutuação cambial. Porém, também não era viável permanecer sob o regime fixo, pois se precisava abandonar este sistema.

Mas, por que? Existem "lendas" contando que "a impossibilidade de conduzir a política monetária com desvalorizações ocasionais substantivas foi o fator decisivo (para a mudança para o regime de minidesvalorizações). Com a política prévia havia fuga nociva de capital logo que se supeitava de uma desvalorização. Após a desvalorização o capital retornava. Tanto as multinacionais como os brasileiros participavam dessas manobras, especialmente as multinacionais" (relato de um funcionário do Banco Mundial, transcrito de Zini Jr., pág. 117, 1993). Se as "lendas" têm um fundo de verdade a adoção do sistema de minidesvalorizações, em 1968, permitiu "estabilizar a especulação" no mercado cambial, reduzindo a possibilidade dos ataques especulativos na terminologia moderna. A redução da incerteza no mercado cambial foi um dos resultados obtidos com a implantação do regime de minidesvalorizações (Coes, 1979).

A inovação do sistema de minidesvalorizações foi o de ser uma combinatória das vantagens dos sistemas polares - fixo ou flexível. O seu principal mérito foi estabelecer a "paridade do poder de compra relativa" (PPP) como teoria de determinação da taxa de câmbio, implementada sob uma "decisão variante" visto que o governo nunca vinculou publicamente a administração da política a uma regra formal. A não-adoção de desvalorizações pré-anunciadas evitava o surgimento dos ataques especulativos (Zini, 1993).

O regime de minidesvalorizações cambiais constitui-se numa "deliciosa receita de pudim", na concepção do ex-Ministro Delfim Netto, que permitiu a saída de um regime de câmbio fixo após uma brutal recessão no período 1964/67, sendo mantido até 1990. No entanto, ao longo daquele período, pode-se constatar duas "modificações" do regime. A primeira, em 1982, quando foi feita uma desvalorização real de 30% para atender os objetivos de (re)equilíbrio externo, e, a segunda, em 1986, mediante a fixação da taxa de câmbio por quase um ano, para atingir um equilíbrio interno.

Em outras palavras, segundo Flood, Bhandari e Horne (1989), a evolução de um regime cambial, entendido como o abandono ou retorno das regras cambiais é uma resposta previsível face à mudança da natureza das variáveis subjacentes ao estado da economia.

Observando-se o debate acerca da condução da política cambial brasileira antes de 1982 e pós 1986, observaremos duas características singulares. A primeira é que até 1982 a discussão foi centrada na pertinência de se acelerar as minidesvalorizações para obter um equilíbrio externo, sendo os objetivos internos perseguidos através do mix apropriado da política monetária e fiscal.

Por outro lado, após o Plano Cruzado até o Plano Collor a discussão sobre a política cambial se concentrou sobre o nível e os efeitos da defasagem cambial. O foco destes dois debates sobre as características do regime cambial foi derivar regras e sugestões para intervir no mercado cambial em função de parâmetros subjacentes da economia, e, da variabilidade causada pelos choques monetários e fiscal sofridos pela economia brasileira.

Para Flood, Bhandari e Horne (1989) este tipo de análise impõe uma visão restrita da realidade econômica. Isso porque assume-se por hipótese que a estrutura econômica subjacente da economia é invariante em relação ao tempo e a regra de intervenção ótima para o mercado cambial é obtida sob a forma tudo ou nada (uma ou outra). Ou seja, é uma discussão dicotômica - justificando câmbio fixo ou flexível - decorrência de uma solução do tipo once-and-for-all (uma vez por todas) decorrência da otimização dos agentes econômicos.

Um dos parâmetros que influenciam na escolha do regime de câmbio, dado que a taxa de câmbio é função das demandas por moedas de dois países, é que estes parceiros comerciais tenham se colocado de acordo quanto ao nível de inflação desejado. Segundo Flood, Bhandari e Horne (1989) o abandono dos alvos de inflação reduzida assumem um papel importante na escolha do regime, e, no tocante ao momento apropriado de sua adoção.

A inovação do ex-Ministro Delfim Netto foi exatamente introduzir um sistema de desvalorizações cambiais que permitiu conviver durante mais de um decênio com uma inflação moderada (mas, crônica). Não é fortuito que as duas recentes alterações no mercado cambial - Planos Collor e Real - ocorreram num momento em que a princípio há um objetivo de repudiar definitivamente os altos níveis de inflação observados no passado.

Conseqüentemente, para Flood, Bhandari e Horne (1989) a adoção e o abandono de regimes cambiais são função das alterações subjacentes da economia, que permitem aos policy makers trocarem (switch) de regime cambial, planejando retornarem ao mesmo no futuro.

Olhando sob uma perspectiva histórica, o ex-Ministro Delfim Netto ao implantar a regra de minidesvalorizações cambiais e tendo-a alterado em dois momentos do tempo (1980 e 1982) iniciou um processo de troca parcial ou modificação das regras cambiais, que foi seguido por quase todos os policy makers que o sucederam a partir do governo Figueiredo até o início do governo Collor. A grande característica deste regime cambial é que o mesmo permitiu a convivência com inflação reduzida ou extremamente elevada, além de dificultar, algumas vezes, a condução da política de estabilização.

O ponto a destacar a partir do governo Collor é que além de se ter alterado a "propensão a conviver com a inflação" por parte da sociedade brasileira, observa-se também concomitantemente uma transformação dos fundamentos do mercado cambial. Ou seja, observa-se uma transformação de um mercado cambial baseado num mercado de arbitragem para um de ativos, o que impõem uma maior volatilidade do nível da taxa de câmbio.

Essas tranformações causam uma mudança substancial nos "parâmetros estruturais", obrigando o abandono completo do regime de minidesvalorização cambial e reduzindo durante algum tempo a capacidade de fazer "modificações" dos policy makers até o mercado cambial se transformar definitivamente num mercado de ativos. Após ter sido completada esta transformação os policy makers poderão buscar um regime cambial onde possam ser feitas essas "mudanças" planejadas de regime de câmbio. Para se compreender esta "transformação inconclusa" deve-se analisar a evolução do mercado cambial brasileiro de arbitragem para o de ativo notadamente no que se refere aos "fundamentos".

## **IV.2. Evolução do mercado cambial**

Até 1990, os "fundamentos" se relacionavam às operações de exportação e importação de bens e serviços. Mas, de março de 1990 a março de 1994, ou seja, em quatro anos, consolidou-se um mercado de câmbio com as tradicionais operações de exportação e importação associado crescentemente à uma inédita movimentação de capital de curto e/ou médio prazos. Logo, as decisões de portfolio passam a influenciar a determinação do câmbio junto com a oferta e demanda de divisas de exportação e para importação.

Se essas transformações tendem a estabelecer a preponderância de fatores de portfolio na determinação da taxa de câmbio, então as operações de comércio passam a ser totalmente irrelevantes para determinar a taxa de câmbio. Nessa nova situação, tanto as operações de comércio (trade) como a de financeiras (finance) passam a ser escolhas envolvendo riscos. Logo, a questão, a nível de governo, é avaliar qual o regime cambial apropriado a essa nova situação.

Pode parecer errônea esta afirmação na medida em que se sabe, por exemplo, que em 1993, a corrente de comércio alcançou cerca de US\$ 60 bilhões, enquanto as transações de capital não devem ter ultrapassado a US\$ 10 bilhões. O ponto a ressaltar é que mesmo sob condições inflacionárias o

mercado financeiro ofertou uma série de "derivativos" e reforçou "velhos produtos" contribuindo para que se reduzisse os custos de ajustamento para o setor exportador oriundo da liberalização das transações correntes.

Os bancos comerciais ofereceram dois novos "derivativos" e modificaram "as características do produto tradicional" denominado contrato de câmbio. O primeiro derivativo lançado foi as "export notes" que permitiu aos exportadores de bens ofertarem ao mercado cambial doméstico um volume esperado de divisas a ser entregue ao mercado num prazo máximo de até 180 dias. Os importadores de bens e serviços de fatores e não-fatores puderam, por sua vez, adquirir para recebimento futuro um volume de divisas que reduzia em muito o risco cambial, decorrência da incerteza inerente a um regime de flutuação cambial "suja", transitando para um "real target".

Este derivativo tornou-se um substituto imperfeito de um mercado futuro de câmbio (forward market) visto que a incerteza em relação ao preço futuro da taxa de câmbio fazia com que não houvesse agentes econômicos dispostos a "banca" o risco cambial. As operações de "Export Notes" reduzem esse risco, mas é mais cara economicamente, porque eleva os custos de transação já que um banco comercial tem que "convencer" o exportador a emitir o título (a Export Note), assegurar a operação com recursos próprios e encontrar um tomador, algumas das vezes um importador, para a nota de exportação.

Para as operações superiores a mais de 180 dias foi lançado um segundo derivativo conhecido como o "pré-pagamento das exportações". Nessas operações os bancos comerciais adiantaram vultuosos recursos financeiros captados no exterior para financiar a produção (ou alongar o perfil de endividamento das empresas exportadoras);e, receberam como garantia o volume de divisas a ser obtido no futuro com as vendas externas.

Analisando as estratégias de comercialização externa das empresas torna-se possível avaliar o risco de crédito envolvido nessa operação. Tratando-se de um exportador tradicional, este risco é diminuto, e, do ponto de vista dos bancos comerciais, estes conseguiram "casar" uma operação em cruzeiros reais no presente contra um recebimento em dólares no futuro, assegurando uma lucratividade em "valores reais".

A implantação inicial de um regime cambial de "flutuação suja" e, posteriormente, de "real target", provocou profundas transformações no processo de formação das taxas das tradicionais operações de Adiantamento de Contrato de Câmbio (ACC) e/ou de fechamento normal pós-embarque (ACE). As taxas passaram a flutuar diariamente, o que obrigou uma melhor gestão do cash-flow das empresas de comércio exterior. Os executivos financeiros dessas empresas descobriram de um dia para outro, que ao venderem ou comprarem divisas no mercado cambial teriam de observar as taxas das operações no mercado monetário, e, fazer alguns cálculos de matemática financeira para avaliar a melhor estratégia para operar nesses mercados. Em outras palavras, a liberalização comercial permitiu uma maior arbitragem entre o mercado cambial e o mercado monetário a nível nacional.

Os adiantamentos de contrato de câmbio (ACC) tiveram a sua oferta expandida a partir de 1991. Até essa data essa fonte de financiamento às exportações era decorrência, sobretudo, do projeto 3 do

acordo da dívida externa, que estabelecia a obrigatoriedade por parte dos bancos credores de ofertarem cerca de US\$ 10 bilhões para financiar o comércio exterior brasileiro. Ao expirar essa obrigatoriedade em 1991, os bancos comerciais estrangeiros começaram a ofertar maiores volumes nas linhas de crédito ao sistema bancário nacional. Esta maior disponibilidade de recursos permitiu que um volume maior das exportações brasileiras fossem "cobertas" por meio das operações de adiantamento de contrato de câmbio.

Para o exportador, essa operação permitia que se tivesse acesso a recursos financeiros a uma taxa de juros mais baixa que aquela oferecida no mercado doméstico, tornando-se, assim, num "fator de competitividade". Cabe observar, no entanto, que em 1991 o país exportava cerca de US\$ 31 bilhões e "utilizava" recursos da ordem de US\$ 10 bilhões para financiar as operações de ACC. Em 1993, as exportações totais atingem, aproximadamente, US\$ 39 bilhões, enquanto o volume de crédito disponível para ACC se eleva para cerca de US\$ 24 bilhões. Ou seja, o volume de recursos oferecido pelo setor privado para ACC mais que dobrou em quase quatro anos, enquanto as exportações se expandiram numa proporção menor que a disponibilidade de crédito.

O retorno do Brasil ao mercado financeiro internacional viabilizou-se mediante a colocação de papéis para captar recursos no intuito de financiar a expansão das atividades (ou alongar o endividamento), sobretudo, de grandes empresas exportadoras nacionais. Também se observou um volume crescente de empréstimos intra-firmas, cuja a aplicação não se sabe ainda se foi voltada para a atividade produtiva ou se foi direcionada para o mercado financeiro.

Todas essas operações financeiras internacionais contribuíram para provocar um certo "casamento" entre a dimensão real e financeira das empresas de exportação. A partir da liberalização da conta de capital, as empresas exportadoras brasileiras passaram a montar suas operações de exportação combinando a lucratividade das vendas externas com a redução dos riscos cambiais e financeiros de modo que as variações na taxa de câmbio real não prejudicassem no curto prazo a evolução dos seus negócios internacionais. Essa política permitiu que algumas empresas resolvessem o "seu" problema de ajuste da taxa de câmbio real, decorrência do processo de abertura comercial.

Um ponto a enfatizar é o papel das linhas de financiamento ao comércio exterior durante o processo de redução dos controles da conta de capital. O aumento do volume de crédito via ACC e pré-pagamento das exportações observado atualmente tem características semelhantes ao que ocorreu nos países industriais antes do colapso de Bretton Woods no início dos anos 70. De acordo com Mathieson e Rojas - Juarez (1992) os créditos comerciais (notadamente de pré-pagamento das exportações) são difíceis de serem controlados e prontamente respondem à redução dos controles cambiais. Além disso, os créditos comerciais protegem a conta de transações correntes de flutuações erráticas da taxa de câmbio, criando um tipo de "mercado cambial separado", que auxilia as empresas exportadoras a resolverem o "seu" problema cambial.

Além das transformações apontadas, observa-se um contínuo aumento no uso do mercado futuro de câmbio. De 1991 até 1994, o número de contratos de câmbio se elevou de menos de 2.000 para mais de



15.000 operações, sendo cada uma delas de valores variados. No entanto, conforme descrito anteriormente, houve uma transformação nos fundamentos do mercado cambial relacionados às empresas exportadoras e aos bancos comerciais. Resta ainda transformar os fundamentos relacionados às empresas importadoras, de modo a tornar realmente o mercado de câmbio um mercado de ativos e não de arbitragem.

A transformação do mercado cambial em um mercado de ativos ainda é incompleta, na medida em que há uma informação assimétrica entre os participantes desse mercado, pois para alguns (exportadores e bancos comerciais) o mercado é preponderantemente de ativos, enquanto para outros - importadores - é um mercado de arbitragem de bens e serviços. De qualquer forma, esta transformação inconclusa gera uma volatilidade inerente ao mercado cambial que obriga a adoção de um regime de câmbio que minimize essa instabilidade.

Considerando que o mercado cambial brasileiro está se tornando um mercado de ativos, a tendência é a de haver uma flutuação da taxa de câmbio, dadas as características de ativo. Mas, esta flutuação não deve ser livre devido aos objetivos de estabilização econômica. Conseqüentemente, deve-se buscar um regime que permita uma flutuação, mas evite a transmissão dessa instabilidade para o restante da economia.

## V. RUMO AO REGIME DE BANDAS DE CÂMBIO

Uma característica marcante da política de estabilização do governo Itamar é a sua credibilidade ex-post. Para se obter credibilidade, torna-se necessário avaliar se a política monetária e cambial são temporárias ou definitivas, e o tempo disponível para sua implementação. O governo Itamar ao optar por uma política temporária de estabilização, a princípio de seis meses, pode, concretamente, reduzir os preços ao variar negativamente a taxa de câmbio, ao tentar cumprir, inicialmente, certas metas de expansão da oferta monetária, cujos limites poderiam ser alterados em decorrência do processo de remonetização.

Como as metas monetárias não foram cumpridas, não se sabe se a redução da taxa de câmbio é temporária ou permanente e haverá uma mudança em breve na equipe econômica, então a credibilidade ex-ante da política de estabilização do governo FHC é menor no tocante à possibilidade de fazer convergir a inflação a patamares internacionais livrando o país de vez da inflação crônica.

Essa questão se torna mais problemática se considerarmos a inflação crônica como sendo somente "inércia". Isto porque neste contexto a interação simultânea entre as ações de política e as expectativas sob um "véu" de credibilidade imperfeita obriga aos *policy-makers* optarem por uma postura "forte" ou "fraca" de modo que eles passem aos agentes econômicos uma percepção de que são "estabilizadores sérios" ou "os estabilizadores frívolos" (Cukierman e Livitan, 1992). Um dos dilemas da equipe econômica do governo FHC é dar sinais claros que são "estabilizadores sérios" e para isso tem de escolher entre as âncoras monetária e cambial. No caso desta última se torna necessário definir o grau de variação da taxa de câmbio.

Uma política de estabilização que defina o grau de variação da taxa de câmbio igual a zero (fixa) e diferente de zero ("flexível - bandas") parte de cinco ingredientes singulares que representariam aproximadamente os agentes econômicos e o ambiente em que se vivencia a história latino-americana e, em especial, a brasileira (Calvo e Végh, 1991). Eles são: a possibilidade concreta de substituição de moedas; a restrição de liquidez à frente do consumidor; a substituição intertemporal do consumidor e a substituição presente entre o consumo de bens comercializáveis (bens tradebles) e os não-comercializáveis (bens domésticos); a formação de preços sob a forma de contratos justapostos nos bens domésticos e o comportamento de tomador de preços nos bens comercializáveis; e a restrição intertemporal nas transações correntes de um país com o resto do mundo.

Olhando a nossa volta, encontraremos alguém que, independente dos controles cambiais, ao longo dos anos 80, trocou a moeda denominada nacional (que foram cerca de sete) por moeda estrangeira (dolar). Essas moedas estrangeiras ficaram guardadas em casa e, à medida em que houve possibilidade, passaram a ser depositadas em contas no exterior, onde foram trocadas por algum título externo. Este "consumidor" vem fazendo, já há algum tempo, uma substituição da moeda nacional por moeda estrangeira. Além disso, na restrição da liquidez à frente do consumidor sempre observamos ao redor alguém que "produz" liquidez ao dispor de sua riqueza financeira entre moeda e quotas de títulos (públicos ou privados) que são remuneradas a uma taxa de juros. Como estes títulos são de prazo muito curto, uma variação positiva dos juros gera, com o passar do tempo, ainda que paradoxalmente, uma elevação do consumo.

Durante os últimos oito anos todas as tentativas de estabilização fracassaram. A partir das experiências anteriores, a equipe econômica do presidente Itamar, através do mecanismo da URV, criou uma condição de quase hiperinflação, buscando com que todos os contratos justapostos fossem reajustados diariamente. Após disseminar quase totalmente o uso da URV na economia e ao reduzir, temporariamente, a taxa de variação cambial, o resultado foi que os preços se desaceleraram imediatamente. Consequentemente, diminuiu a substituição de moedas e aumentou os encaixes reais.

Dada a estrutura do consumo do agente econômico e a valorização real "aparentemente temporária" do câmbio, decorrência das regras de fixação dos preços dos bens domésticos, observa-se um aumento imediato do consumo dos bens comercializáveis e, gradualmente, os consumidores começam a diminuir o consumo de bens domésticos. Obviamente, o quanto e quando o consumo dos bens domésticos vai cair realmente dependerá do tempo, das condições de endividamento, da credibilidade da futura política de estabilização e, sobretudo, da substituição intertemporal do consumo.

O Ministro da Fazenda, Ciro Gomes, está totalmente correto quando diz que o consumidor é um "otário" ao não postergar suas compras para o futuro, estabelecendo uma relação intertemporal entre o consumo presente e o futuro. Por outro lado, todos os consumidores supõem que o ministro também é um "otário", porque não acreditam e não têm certeza quanto à continuidade da atual política de estabilização no governo FHC, apesar da sua credibilidade ex-post. Por isso, os consumidores antecipam o consumo para o presente, ao invés de fazê-lo no futuro, escolhendo entre os bens domésticos e os comercializáveis. Isto implica que a substituição entre comercializáveis e não comercializáveis

(decorrência da valorização cambial) é menor que a substituição intertemporal do consumo (Calvo e Végh, 1992).

Depreende-se que na raiz do atual aumento do consumo existe uma tensão entre os efeitos da substituição de consumo intertemporal e os efeitos da variação dos preços domésticos e comercializáveis decorrentes da valorização cambial. A apreciação real provoca um aumento presente do consumo dos bens comercializáveis em relação ao futuro, o que por sua vez leva também a um aumento inicial do consumo desses bens. A persistência, "a princípio temporária", de uma valorização cambial faz com que os bens domésticos fiquem mais caros ao longo do tempo, o que induz a substituição do produto produzido domesticamente pelo importado. Conseqüentemente, elevam-se as importações, o que no futuro leva a um déficit em transações correntes. Essa explosão de consumo é validada ainda mais na medida que o consumidor tenha acesso a crédito doméstico e externo.

Caso a escolha do governo FHC seja por manter fixa a taxa de câmbio, a conversibilidade hard, no sentido mais amplo, se torna condição necessária para o estabelecimento deste novo regime cambial. Se essa ação for implementada poder-se-ia esperar que o programa de estabilização do governo FHC teria uma credibilidade ex-ante e os agentes econômicos não alterariam a intertemporalidade do seu consumo. Com a fixação definitiva da taxa de câmbio, os agentes diminuiriam a relação entre consumo presente e futuro e perceberiam os novos preços dos comercializáveis e domésticos como definitivos, causando uma desaceleração imediata do nível de atividade. Dado que não é possível comprovar a credibilidade total ex-ante pode-se esperar ainda a manutenção de um crescimento do consumo durante um determinado período de tempo até a economia entrar em recessão, depois que for estabelecido os novos regimes monetário e fiscal. Aparentemente, isto ocorreu em Israel, no final dos anos 80, após ter sido fixada uma âncora cambial, ainda que em bandas nominais, apesar de toda solidez fiscal (Araújo e Lopes 1992). Mas, como a taxa de câmbio se trata de um ativo como as demais, qualquer notícia ou novidade pode alterar o seu preço futuro, obrigando a intervenção do banco central para garantir a taxa fixada. Ou seja, sob regime de taxa fixa pode-se exacerbar os fatores especulativos e é bom lembrar que o risco de variação cambial é compartilhado por toda a nação.

A fixação da taxa de câmbio com conversibilidade hard, por outro lado, proporciona uma enorme credibilidade à política de estabilização na medida que sinalizará a todos os agentes econômicos o objetivo de disciplina financeira e orçamentária a ser seguido. Caso persista alguma indexação formal ou informal internamente que provoque uma elevação dos preços internos, conseqüentemente observaremos uma valorização real da taxa de câmbio. Esses resultados alimentariam as notícias quanto a viabilidade (ou não) da manutenção por muito tempo de uma taxa de câmbio fixa, visto que as exportações estariam sendo muito penalizadas.

A adoção de um regime de câmbio fixo atende aos objetivos de estabilização, mas pode-se obter um equilíbrio interno às expensas de um desequilíbrio externo. Graças a esse desequilíbrio, o BACEN pode se tornar uma presa fácil para os agentes econômicos interessados em fazer um ataque especulativo contra a moeda nacional. Se porventura este ataque for vitorioso, o custo de repudiar a política de taxa

de câmbio fixa é perder a credibilidade da política de estabilização, o que será um custo muito grande a nível interno, sobretudo para o novo presidente da República.

É bom observar que sob este regime faz todo o sentido estimar uma taxa de câmbio real para avaliar o comportamento e a viabilidade da política de câmbio fixo. O índice a ser elaborado deve ser composto por bens comercializáveis (tradebles) e não comercializáveis (não-tradebles). Essa taxa de câmbio real é definida como o preço relativo dos tradebles e não-tradebles que equilibraria os dispêndios e as receitas. Edwards (1993) estima o papel da âncora cambial como "proxy" da disciplina financeira com este conceito. Calvo e Végh (1991) trabalham com conceito semelhante a esse o que permitiria a sua transposição em termos quantitativos. Numa situação de câmbio fixo este, a princípio, é o melhor procedimento, tanto que o indicador usado pela Federação Industrial Argentina para avaliar a taxa de câmbio real daquele país é uma razão entre tradebles e não-tradebles.

Em função dos altos custos políticos que podem ser imputados ao próximo governo no caso de repúdio à uma política de câmbio fixo, o mais sensato seria estabelecer um regime de bandas de câmbio. Em parte, a adoção da flutuação cambial se justifica devido às recentes transformações do mercado cambial brasileiro de um sistema de arbitragem para um mercado de ativos. A adoção da conversibilidade soft entendida como a possibilidade de converter livremente a moeda nacional por estrangeira solucionaria, a princípio, uma característica nociva da atual política cambial, que é a falta de clareza quanto aos fundamentos determinantes da taxa de câmbio.

Logo, há uma lógica correta em permitir que os agentes econômicos possam dispor livremente de sua riqueza entre moeda e títulos nacionais ou estrangeiros. O estabelecimento da conversibilidade soft permitiria aflorar os fundamentos determinantes da taxa de câmbio, sejam eles relacionados à visão de portfólio, monetária ou de ultrapassagem, conforme discutido anteriormente.

Dado estes fundamentos restaria apenas estabelecer o controle sobre os fatores inerentes à flutuação no mercado cambial. Para estabilizar esta especulação a melhor política é determinar as bandas de câmbio, pois na presença de alta mobilidade de capitais é provável que possam ocorrer crises no balanço de pagamento, independente de se estar conduzindo políticas econômicas internas adequadas. Este seria o caso recente da Inglaterra e da França, países de longa tradição de estabilidade de preços, que sofreram ataques especulativos contra suas moedas e crises no balanço de pagamentos.

Por isso, quando o atual diretor internacional do BACEN diz que conversibilidade é um objetivo a ser alcançado somente após a completa estabilização dos preços, o mesmo está coberto de razão. Ainda que este anuncie que o completo estabelecimento de um regime de bandas cambiais seja o objetivo a ser perseguido pela política cambial, dada a instabilidade macroeconômica, esta política cambial e a noção de conversibilidade não deveria ser transparente no sentido de mostrar claramente os determinantes da taxa de câmbio, mas razoavelmente opaca, sem regras explícitas de modo a obrigar um processo de aprendizado por parte dos agentes econômicos e, sobretudo, adequando passo a passo as expectativas desses atores. Assim, a implantação deste regime deveria ser lenta e gradual, seguindo um timing exclusivamente econômico. A "guerrilha especulativa" que vem sendo travada desde outubro

de 1994, onde o BACEN vem impondo a sua política através de intervenções diárias, mostra que a atual estratégia é eficaz para conter os ataques especulativos.

O fato de que a atual política cambial ser unanimemente criticada por analistas econômicos de todo o espectro político e por empresários mostra claramente que a política cambial atende aos objetivos do programa de estabilização e evita ataques especulativos. O atual nível de câmbio foi obtido mediante um processo de "determinação pura" feito pelo mercado na medida que o BACEN adotou inicialmente uma estratégia de "hands off" do mercado cambial. Ao contrário da política monetária onde se "estimou para baixo" a quantidade demandada de moeda a ser ofertada no período de remonetização, na política cambial nada foi anunciado até o nível da taxa de câmbio encontrar um plateau desejável, segundo as autoridades monetárias. Ao variar negativamente a taxa de câmbio o governo pode, concretamente, reduzir a variação dos preços internos. Se essa redução é temporária ou definitiva depende mais do mix das demais políticas (monetária e fiscal) e secundariamente da política cambial.

Neste sentido para implantar realmente um sistema de bandas de câmbio é preciso, antes de mais nada, avaliar se há controle na política monetária e fiscal. Na medida que, segundo alguns analistas, a condução da política monetária está muito frouxa, conseqüentemente dever-se-ia postergar ao máximo a implantação das bandas até o momento em que se tornasse claro o novo regime fiscal e monetário.

No entanto, a mudança de governo obriga a princípio um redirecionamento da política econômica com vistas a dar mais credibilidade ao programa de estabilização. Numa economia aberta, este pode se basear, ou pela fixação entre limites da variação da taxa nominal de câmbio - estabilização via taxa de câmbio - ou controlando a taxa de crescimento da oferta monetária - estabilização monetária. O governo FHC deveria buscar uma "hiperestabilização" durante os próximos quatro anos via âncoras monetária e cambial.

A âncora cambial a ser implantada será um sistema unilateral, a princípio, podendo evoluir posteriormente, face ao aprofundamento do Mercosul para um sistema multilateral de bandas cambiais. Este sistema de bandas poderá ser nominal ou real. A decisão entre um e outro dependerá em última análise da disposição dos *policy-makers* em atacarem a inflação, dependendo de eles serem "estabilizadores sérios" ou "frívolos".

Caso o combate à inflação seja a prioridade, a adoção de um sistema de bandas nominais é a opção mais apropriada. Em depoimento à comissão econômica do Senado, (O Globo - 16/12/94), o futuro presidente do BACEN, afirmou que o limite superior de banda será a relação um dólar por um real e, segundo declarações do atual diretor internacional, o nível atual de câmbio poderá vir a ser o limite inferior de banda. Conseqüentemente, estaria estabelecido o intervalo da banda, que permitiria flutuar a taxa nominal do câmbio entre aproximadamente R\$ 0,85 até R\$ 1,00 por dólar.

O estabelecimento desta banda longa será duramente criticado por aqueles que desejam um maior esforço da estabilização na medida que essa possibilidade de variação não permitirá que os agentes percebam o "valor da âncora nominal". Em outras palavras, a adoção de uma banda nominal larga é sinônimo de credibilidade imperfeita do programa de estabilização e de baixa credibilidade ex-ante.

Todavia, dependendo das ações nos campos monetário (assume-se uma "estabilização" na demanda de moeda) e fiscal, pode-se conseguir com facilidade uma credibilidade ex-post do programa de estabilização, sobretudo, graças às bandas de câmbio. É bom lembrar que o governo dispõe, conforme descrito na segunda seção de dois instrumentos para manter a taxa de câmbio entre as bandas. O primeiro é o grau das reservas internacionais e o segundo é a taxa de juros.

Além disso, caso o nível da taxa de câmbio se torne no alvo das políticas monetária e fiscal, sob uma perspectiva em multiestágio conforme descrito anteriormente, obtém-se uma flexibilidade no uso da política cambial, de modo a também construir uma credibilidade ex-post da política de estabilização. A condução da política fiscal deve agir sobre o nível das expectativas acerca da provável evolução da taxa de câmbio. Nessa estratégia, controlam-se os fundamentos tornando-os mais estáveis, enquanto que a adoção da banda de câmbio "cria" simultaneamente credibilidade ao programa de estabilização e torna difusa a possibilidade de ataque especulativo, pois os participantes só têm a noção dos extremos.

Na quarta fase do plano real o principal instrumento a ser usado na área cambial deve ser a taxa de juros e o manuseio das expectativas, que por sua vez permitirá um suave deslocamento nominal da taxa de câmbio ao longo da banda. Isto será obtido na medida que o governo FHC consiga obter aprovação das medidas de reformas estruturais, mais relacionadas aos dispêndios e à taxação do governo. É fundamental nesta etapa que o deficit potencial ou deficit ex-ante do orçamento seja zerado.

Encaminhando "apropriadamente" o orçamento governamental do ano de 1995, a reforma tributária e previdenciária e os subsídios implícitos (fundo de variação salarial da habitação e os fundos sociais - FGTS) que se constituem nos megapassivos a descoberto, o futuro governo pode, gradualmente, reduzir a taxa de juros e estabilizar as expectativas do mercado cambial. Em outras palavras, pode-se iniciar uma escalada paulatina e descendente do atual nível da taxa de juros interna e obter uma credibilidade ex-post para o programa de estabilização.

Mas, que efeito terá isso sobre a taxa de câmbio? Numa situação de livre mobilidade do capital a perspectiva de menores remunerações ao longo do tempo levará a uma diminuição da entrada de capital que permitirá uma suave desvalorização nominal da taxa de câmbio. Neste caso, o BACEN observa passivamente o deslocamento da taxa de câmbio nominal sem perder reservas. A redução do diferencial entre as taxas internas e externas traduz-se num ganho de credibilidade da política cambial, na medida em que permite a movimentação do limite inferior em direção ao limite superior.

Caso haja ajustamentos no mercado de ativos originários de choques externos (elevação da taxa de juros global) ou internos (inadequação da taxa de câmbio ou elevação da taxa de juros interna) devemos distinguir dois tipos de retornos sobre os ativos financeiros.

As categorias de investimento direto e participação ... "Are likely to be governed more by profits prospects associated with the level of income than by interest rates available on financial claims. International capital flows are responsive to income and the income mobility of capital need not invariably operate in harmony with the interest mobility. If easier credit promotes sufficiently vigorous demand, then income - mobile capital inflows may dominate interest - mobile capital outflows (Johnson - 1966, pág. 350).

Assim, mesmo que haja uma crise de credibilidade em que cesse o fluxo de capitais do "centro" para a "periferia", é bom observar que a movimentação do capital será diferenciada. Aqueles capitais que adentraram no país buscando apenas a remuneração da taxa de juros (interest mobility) com certeza, face a uma crise de credibilidade provocarão uma fuga de capitais. Em contrapartida, os capitais relacionados à renda (income mobility) não apresentarão este comportamento. A questão é que não se consegue distinguir entre o capital bom e o ruim (Calvo 1987) do ponto de vista do país.

Se os capitais externos (realmente de não-residentes ou de residentes que desejam repatriar o capital) estiverem muito "desejosos" em entrar no país nos anos vindouros o BACEN pode manter ainda os atuais controles de capitais que elevam sobremaneira os custos de transação entre as instituições financeiras ou pode impor um sistema de filas, racionando a oferta de divisas no mercado cambial. Este "racionamento" contribuiria para que houvesse um movimento "natural" para evitar a apreciação da taxa de câmbio nominal.

Assim, caso haja algum corte nas taxas de juros interna e "remodelação" dos controles de capital, se pode esperar uma desvalorização nominal da taxa de câmbio no caso do futuro governo adotar um sistema de bandas, variando entre R\$ 0,85 a R\$ 1,00. No entanto, cabe destacar que aproximadamente no meio das extremidades a taxa de câmbio apresentará um comportamento volátil, podendo requerer (ou não) intervenções do Banco Central via reservas internacionais. Nesta fase a taxa de câmbio se assemelhará a uma taxa "totalmente" flexível porque refletirá muito mais as expectativas dos agentes que necessariamente os fundamentos determinantes da taxa de câmbio.

Nesta etapa surgirá a questão dos fundamentalistas e os não fundamentalistas. Caso o governo tenha conseguido apresentar uma solidez orçamentária com certeza se buscará fazer convergir mais a taxa de juros interna à internacional acrescida do prêmio de risco-Brasil. Se não bastasse a questão do "ajuste interno" serão levantadas questões sobre a adequação deste "novo" nível de câmbio às operações do setor externo, notadamente as exportações. Isto levará à pressões para "guerrilhas especulativas" contra a moeda nacional. O quanto (e se) o BACEN vai resistir (ou permitir) um rápido encaminhamento para o limite superior é algo que depende mais do timing do novo regime fiscal e monetário que do regime de câmbio propriamente dito. Ao adotarem o regime de bandas nominais, os *policy-makers* poderão ser considerados "estabilizadores sérios", mas dada a amplitude da banda o nível de inflação interna será totalmente aleatório, não seguindo qualquer tendência específica.

É bom observar que a experiência de Israel com bandas nominais durou três anos consecutivos, mas as bandas de câmbio foram muito estreitas, o que provocou recorrentes ataques especulativos (5 desvalorizações) de forma que o regime de banda não foi crível e o governo deste país foi obrigado a estabelecer um regime de banda real.

Esses ataques foram provocados pela persistência de um elevado diferencial entre as taxas de juros interna e externa, o que obrigou o abandono da fixação da variação cambial. Considerando que o diferencial entre a taxa de juros interna e externa, no Brasil, é extremamente elevada é correto o governo estabelecer um intervalo de variação grande para a banda de câmbio, seja formalmente ou

informalmente. Na medida em que se consiga obter um ajuste fiscal que atenda aos objetivos de estabilização, que é bem menor em relação a necessidade de ofertar serviços públicos e atender a programas de solidariedade distributiva, se pode reduzir as taxas de juros interna e "forçar" um deslizamento suave em direção ao limite superior da banda de câmbio.

O problema com a estratégia de banda nominal é que o processo de formação de contratos justapostos dos bens domésticos pode provocar uma sensível sobre valorização cambial, prejudicando a competitividade internacional e transformando uma situação de superavit para uma de deficit em transações correntes.

A ocorrência de deficits nesta conta do balanço de pagamentos reduziria a necessidade de esterilização monetária, notadamente aquelas operações relacionada às exportações e impondo que só a entrada de capitais passasse a ser objeto desta medida. A instabilidade da taxa de câmbio real provocaria uma retração das exportações. Caso o setor externo ficasse muito penalizado possivelmente o governo se virá obrigado a adotar uma política de bandas reais com vistas a manter a competitividade internacional do país.

Este regime foi implantado originalmente no Chile e consiste no estabelecimento de uma paridade ajustável da taxa de câmbio pelo diferencial entre a inflação chilena e a norte-americana, podendo flutuar entre o limite estabelecido percentualmente acima e abaixo do valor central. Este sistema permite uma flutuação tanto da taxa nominal quanto da real, o que atende aos objetivos internos e externos.

Sob um regime de bandas de câmbio reais admite-se que a sociedade devido a crônica inflação criou mecanismos institucionais (ou não) para conviver com a inflação. Neste caso, ainda que paradoxalmente, pode-se dizer que os *policy-makers* são "estabilizadores frívolos".

Como não há ainda anúncios formais quanto ao tipo de banda-nominal ou real - a ser implantada pelo governo brasileiro é bastante provável que seja adotado um sistema "híbrido" de bandas cambiais que busque compatibilizar os objetivos de equilíbrio interno e externo, flexibilizando a condução da política cambial. Sob uma banda nominal a desvalorização provável (e monitorada) da taxa de câmbio permitiria que gradualmente se guiasse ainda que aleatoriamente os preços domésticos a um novo equilíbrio não-inflacionário e concomitantemente se permitiria uma alteração dos níveis da taxa real de câmbio, o que atenderia aos objetivos de competitividade externa.

Dada a transição do mercado cambial de um "locus" de arbitragem para um de ativos, faz todo o sentido calcular um índice de taxa de câmbio real que leve em consideração um índice abrangente de preços, e, também dever-se-ia calcular uma taxa de câmbio real que levasse em consideração índices de preços que atribuam grande peso aos bens comercializáveis e um outro que estabelecesse uma razão entre tradeables e não-tradeables.

Do exposto, pode-se observar que o regime de bandas de câmbio é um instrumento flexível para o programa de estabilização. A sua flexibilidade implica em perda de credibilidade na condução da política



de estabilização. Mas, esta flexibilidade permite uma gradual conquista de credibilidade ex-post na medida em que se observe uma apropriada condução da política monetária e fiscal.

Além dos objetivos voltados à estabilização, face à transformação do mercado cambial num mercado de ativos, a volatilidade implícita deste mercado obriga às autoridades a permitir uma flutuação das taxas. Para que essas taxas não fiquem muito voláteis faz sentido fixar uma variação via um sistema de bandas de câmbio pois se reduz a especulação neste mercado.

## VI. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo do presente trabalho foi analisar as características básicas de um sistema de bandas de câmbio, avaliando as vantagens desse sistema como instrumento auxiliar da política de estabilização. Para esta finalidade observamos que face a "inexistência" de um sistema monetário internacional "estável" e a necessidade de se estabilizar uma economia financeiramente aberta, qualquer policy-maker pode iniciar um programa de estabilização que fixe a variação da taxa de câmbio e/ou fixe a variação da oferta monetária.

No caso de se adotar a fixação da variação da taxa de câmbio, o objetivo da política de estabilização pode ser não permitir a sua variação ou permitir que haja uma flutuação, de preferência entre um limite inferior e superior. O regime cambial que permite flutuações limitadas das taxas é conhecido como regime de bandas de câmbio. Esse pode assumir a forma nominal e real. Para manter a taxa de câmbio entre as bandas o Banco Central dispõe de dois instrumentos de política: as reservas internacionais e a taxa de juros doméstica. A disposição de usar esses dois instrumentos é que determinará a credibilidade da banda de câmbio adotada. No entanto, se os fundamentos determinantes de taxa de câmbio forem instáveis é provável que o sistema de bandas seja instável e não crível.

As transformações observadas no mercado cambial brasileiro apontam uma gradual mudança nos fundamentos determinantes da taxa de câmbio, visto que se está estabelecendo um mercado de ativos ao invés daqueles fundamentos serem determinados no mercado de arbitragem como no passado. Essas transformações ocorridas num ambiente econômico instável está obrigando ao governo adotar um regime cambial que atenda aos objetivos de estabilização e reduza a volatilidade da taxa de câmbio.

Esse objetivo pode ser alcançado por meio de uma estratégia em "multiestágios". De um lado estabelece-se que o nível da taxa de câmbio é o alvo da política monetária e fiscal. Graças ao ajuste fiscal estabiliza-se as expectativas quanto à evolução futura da taxa de câmbio. Consegue-se assim controlar os fundamentos da determinação da taxa de câmbio. A adoção do regime de câmbio em bandas, por sua vez, permite a redução (ou controle) da volatilidade característica de um mercado de ativos. Ao fixar a variação em bandas, o regime também contribui para o programa de estabilização na medida em que esta variação for crível.

A estratégia de multiestágios permite que se intervenha no mercado cambial no curto prazo enquanto ações são desenvolvidas no campo fiscal para gerar uma credibilidade ex-post, apesar da sua

flexibilidade. O regime de bandas de câmbio torna-se assim na melhor opção para estabilizar a economia e reduzir a instabilidade do mercado cambial.

O grau de conversibilidade da moeda a ser adotado durante o processo de consolidação do programa de estabilização de preços deve ser razoavelmente opaco (ou difuso) para evitar exacerbar os movimentos especulativos no mercado cambial.

A noção de conversibilidade deve ser entendida como a possibilidade de converter a moeda nacional em moeda estrangeira. Se não houvesse muitas restrições à conversibilidade, os agentes econômicos poderiam estabelecer uma substituição perfeita entre os ativos nacionais e os internacionais. Numa remota hipótese de não se estabilizar a economia, mediante a transformação dos fundamentos reais por meio das reformas estruturais ou que haja uma certa "demora" na negociação dessas reformas, pode ocorrer alterações substanciais na forma de como os agentes econômicos dispõem a sua riqueza (ou ativos), denominada em moeda nacional ou estrangeira. Isto geraria instabilidade cambial, e, para coibir movimentos especulativos "estruturais", o governo deve dispor de um conceito de conversibilidade opaco, até atingir uma completa estabilização.

Devido à multiplicidade de abordagens adotadas pelos analistas econômicos o cálculo da taxa real de câmbio pode assumir diversas formas. Neste caso, o papel dos institutos de pesquisa é produzir e disseminar o mais variado "menu" de índices de taxa de câmbio real. É bom observar que na medida em que houvesse um modelo de determinação da taxa de câmbio, aceito por todos os agentes participantes do mercado, não haveria necessidade de se produzir índice da taxa de câmbio real. Todavia, é pouco provável chegar a esta unanimidade devido a discordância entre os economistas acerca do papel da taxa de câmbio nas políticas de estabilização.

Sob a perspectiva de credibilidade da política de estabilização, importa apenas fixar a variação da taxa de câmbio. Tendo em vista as transformações em curso no mercado cambial, ainda é necessário desenvolver um mercado onde as empresas possam administrar a exposição (exposure) face aos riscos cambiais.

O fato de que a atual política cambial ser unanimemente criticada por analistas econômicos de todo o espectro político e por empresários mostra claramente que essa política atende aos objetivos do programa de estabilização e evita ataques especulativos. O atual nível de câmbio foi obtido mediante um processo de "determinação pura" feito pelo mercado na medida que o BACEN adotou inicialmente uma estratégia de "hands off" do mercado cambial. Ao contrário da política monetária onde se "estimou para baixo" a quantidade demandada de moeda a ser ofertada no período de remonetização, na política cambial nada foi anunciado até o nível da taxa de câmbio encontrar um plateau desejável, segundo as autoridades monetárias. Ao variar negativamente a taxa de câmbio o governo pode, concretamente, reduzir a variação dos preços internos. Se essa redução é temporária ou definitiva depende mais do mix das demais políticas (monetária e fiscal) e secundariamente da política cambial.

A âncora cambial a ser implantada será um sistema unilateral, a princípio, podendo evoluir posteriormente, face ao aprofundamento do Mercosul para um sistema multilateral de bandas cambiais.

Este sistema de bandas poderá ser nominal ou real. A decisão entre um e outro dependerá em última análise da disposição dos *policy-makers* em atacarem a inflação, dependendo de eles serem "estabilizadores sérios" ou "frívolos".

Caso o combate à inflação seja a prioridade, a adoção de um sistema de bandas nominais é a opção mais apropriada. Em depoimento à comissão econômica do Senado, (O Globo - 16/12/94), o futuro presidente do BACEN, afirmou que o limite superior de banda será a relação um dólar por um real e, segundo declarações do atual diretor internacional, o nível atual de câmbio poderá vir a ser o limite inferior de banda. Conseqüentemente, estaria estabelecido o intervalo da banda, que permitiria flutuar a taxa nominal do câmbio entre aproximadamente R\$ 0,85 até R\$ 1,00 por dólar.

O estabelecimento desta banda longa será duramente criticado por aqueles que desejam um maior esforço da estabilização na medida que essa possibilidade de variação não permitirá que os agentes percebam o "valor da âncora nominal". Em outras palavras, a adoção de uma banda nominal larga é sinônimo de credibilidade imperfeita do programa de estabilização e de baixa credibilidade ex-ante.

Todavia, dependendo das ações nos campos monetário (assume-se uma "estabilização" na demanda de moeda) e fiscal, pode-se conseguir com facilidade uma credibilidade ex-post do programa de estabilização, sobretudo, graças às bandas de câmbio. É bom lembrar que o governo dispõe, conforme descrito na segunda seção de dois instrumentos para manter a taxa de câmbio entre as bandas. O primeiro é o grau das reservas internacionais e o segundo é a taxa de juros.

Na quarta fase do plano real o principal instrumento a ser usado na área cambial deve ser a taxa de juros e o manuseio das expectativas, que por sua vez permitirá um suave deslocamento nominal da taxa de câmbio ao longo da banda. Isto será obtido na medida que o governo FHC consiga obter aprovação das medidas de reformas estruturais, mais relacionadas aos dispêndios e à taxação do governo. É fundamental nesta etapa que o déficit potencial ou déficit ex-ante do orçamento seja zerado.

Encaminhando "apropriadamente" o orçamento governamental do ano de 1995, a reforma tributária e previdenciária e os subsídios implícitos (fundo de variação salarial da habitação e os fundos sociais - FGTS) que se constituem nos megapassivos a descoberto, o futuro governo pode, gradualmente, reduzir a taxa de juros e estabilizar as expectativas do mercado cambial. Em outras palavras, pode-se iniciar uma escalada paulatina e descendente do atual nível da taxa de juros interna e obter uma credibilidade ex-post para o programa de estabilização.

Agora, o grau de sucesso no uso do regime de bandas de câmbio nominal ou real depende, em última análise, do comprometimento do futuro governo em estabilizar a economia em patamares inflacionários próximos aos níveis internacionais. Em relação a esses objetivos não há nenhuma clareza se o futuro governo tem como objetivo trazer o atual nível da inflação crônica para patamares internacionais. Independente deste objetivo, o fato é que o sistema de bandas de câmbio concretamente se adequar tanto a um nível "ótimo" de inflação - baixa ou moderada - desejado pelo governo como evitar os ataques especulativos.

---

**BIBLIOGRAFIA**

- Aghevli, B; Khan M. e Montiel, P. (1991) - Exchange rate policy in developing countries: some analytical issues. IMF, Ocasional paper n° 78.
- Aglietta, M e Deusy - Fournier, P (1994) - Internationalisation des monnaies et organization du systeme monétaire - Économie Internationale, n°, 3 eme trimestre.
- Aizenman, J. e Guidotti, P. (1994) - Capital controls, collection cost and domestic public debt - Journal of International Money and Finance, V. 13, March.
- Araújo, A. P. e Feijó, C. Z. (1994) - Bandas de câmbio: teoria, evidência empírica e sua possível aplicação no Brasil, EPGE - Ensaio Econômicos, n° 234, Abril.
- Banco Mundial (1989) - Brazil: trade policy. Washington, DC (Br. report 7765).
- Blanchard, O. (1983) - "Debt and the current account in Brasil", in Financial Policies and The World Capital Markets: The problem of Latin American Countries, Ed. Pedro Agpe Armella, Rudiger Dornbush e Maurice Obstfeld, University of Chicago Press.
- Branson, W. e Katseli - Papaefstratiou (1981). "Exchange rate policy for developing countries", in The World Economic order - past and prospects, ed. Sven Grassman and Erik Lundberg. Mac Millan Ltd. London.
- Bruno, M. (1990) - High inflation and the nominal anchors of an open economy - NBER, Working Paper, n° 3518.
- Calvo, G.; Leiderman L. e Reinhart, (1993) - Capital inflows and real exchange rate appreciation in Latin America, IMF Staff Papers, vol. 40 n° 1, March.
- Calvo, G. (1987) - On the costs of temporary policy, Journal of Development Economics, n° 1, 2, October.
- Calvo, G. (1988) - Costly trade liberalization: durable goods and capital mobility, IMF Staff Papers, vol. 35 n° 3, September.
- Calvo, G. e Végh, C. (1990) - Credibility and the dynamics of stabilization policy: a basic framework - IMF Working Paper n° 110.
- Calvo, G. e Végh, C. (1991) Exchange - rate based stabilization under imperfect credibility. IMF Working Paper n° 77.
- Calvo, G. e Végh, C. (1994) - Stabilization dynamics and backward - looking contracts, Journal of Development Economics, vol. 43, March.
- Coes, D. V. (1979) - The impact of price uncertainty: a study of Brazilian exchange rate policy. Garland Publishing INC, New York.
- Corden, M. (1991) - "Exchange rate policy in developing countries" in Trade Theory and Economic Reform - North, South and East. Essays in honour of Bela Balassa. Ed. Jaime de Melo e Andre Sapir, Basil Blackwell.
- Cukierman, A. e Liviatan, N. (1992) - The dynamics of optimal gradual stabilizations. The World Bank Economic Review, vol. 6, n° 3.

- Diaz - Alejandro, C. (1981) "Southern Cone stabilization plans". in Economic Stabilization in Developing Countries (Washington: The Brooking Institution) pg. 119-41 Ed. Willian R. Cline and Sidney Weintraub.
- Dornbusch, R. (1988) - "Lessons from the German inflation experience of the 1920's" - in Exchange rates and inflation - Dornbusch, R., The MIT Press, Cambridge, Massachusetts.
- Dornbusch, R. (1988) - "Purchasing power parity", in Exchange rates and inflation, The MIT Press, Cambridge, Massachusetts.
- Edwards, S. (1993) - Exchange rates as nominal anchors, in Weltwirtschaftliches Archiv, Band 129, Heft 1.
- Falvey, R. e Kim, C. D. (1992) - Timing and sequencing issues in trade liberalization, The Economic Journal, vol. 102, July.
- Flood, P. R. , Bhandari, J. e Horne e J. (1989) - Evolution of exchange rate regimes, IMF Staff Papers, vol. 36, n° 4.
- Frenkel, J. e Goldstein, M. (1986) - A guide to target zones, IMF Staff Papers, vol. 33, n° 4, December.
- Friedman, M. V. (1956) "The case for flexible exchange rates" - in Readings in International Economies, Ed. Richard Caves and Harry Johnson, 1968.
- Guitian, M. (1994) - "Conversibility" in IMF, Survey, 21, March.
- Howard, D. (1987) - Exchange rate regimes and macroeconomic stabilization in a developing country. international finance discussion papers, n° 314, November, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, D.C..
- Johnson, H. G. (1966) - "Some aspects of the theory of economic policy in a world of capital mobility", in Essays in Honour of Marco Fanno, vol. II, Padova, 345-57.
- Kiguel, M. e Liviatan, N. (1992) - The business cycle associated with exchange rate - based stabilizations, the World Bank Economic Review, vol. 6, n° .
- Krugman, P. (1991). Target zones and exchange rate dynamics, Quartely Journal of Economics, vol. CVI, issue 3.
- Krugman, P. e Obstfeld, M. (1991) - International economics: theory and policy, Harper Collins Publishers.
- MacDonald, R, e Taylor, M. (1992) - Exchange rate economics: a survey - IMF Staff Papers vol. 39, n 1, March.
- Mathieson, D. e Rojas - Juarez, Z. (1992) - Liberalization of the capital account: experiences and issues, IMF Working Papers, n° 46.
- Miller, M. e Weller, P. (1991) - Currency bands, target zones and price flexibility, IMF Staff Papers, vol. 38, n° 1, March.
- Mundell, R. (1991) - Do exchange rates work? Another view, IMF Working paper n° 91.
- Redish, A. (1993) - Anchor aweigh: the transition from commodity money to fiat money in western economies, Canadian Journal of Economics, vol. XXVI, n° 4, November.

- 
- Rosenberg, M. (1983) - "Foreign exchange controls: an international comparison" - in International Finance Handbook, vol. 1, Ed. Abraham M. George e Ian H. Giddy, John Wiley Sons, New York.
- Sachs, J. (1986) - "The Bolivian Hyperinflation and stabilization"; NBER. Working Paper, n° 2073, November.
- Sachs, J. (1987) - "Trade and exchange rate policies", in Growth - Oriented Adjustment Programs, Ed. Vitorio Corbo, Morris Goldstein e Moshin Khan, IMF and World Bank, John Hopkins University Press.
- Sachs, J. e Larrain, F. (1993) - Macroeconomics in the global economy - Prentice Hall, Englewood Cliffs, New Jersey.
- Tavares, M. C. (1993) - "As políticas de ajuste no Brasil: os limites da resistência", in Desajuste global e a modernização conservadora de Maria da Conceição Tavares e José Luis Fiori. Paz e Terra, RJ.
- Tobin, J. (1983) - Monetary policy: rules, targets and shocks, Journal of Money, Credit and Banking vol. XV, n° 4, November.
- Zini, A. A. (1986) - Teoria da determinação da taxa de câmbio - Revista Brasileira de Economia, vol. 4 n° 3.
- Zini, A. A. (1993) - Taxa de câmbio e política cambial no Brasil, Edusp - SP.



Ajudando o Brasil a expandir fronteiras

[www.funcex.com.br](http://www.funcex.com.br)

**Endereço/Adress**

Av. Rio Branco, 120, Grupo 707, Centro  
20.040-001 Rio de Janeiro RJ - Brasil

**Telefones/Calls**

(55.21) 2509-2662, 2509-4423

**Fax**

(55.21) 2221-1656

**E-mail**

[funcex@funcex.com.br](mailto:funcex@funcex.com.br)