

# ESTABILIZAÇÃO DE PREÇOS, ÂNCORA CAMBIAL E BALANÇO DE PAGAMENTOS: BRASIL, ARGENTINA E MÉXICO\*

---

Marcelo S. Portugal\*\*

*"There is going to be no devaluation, no realignment. The soft option, the devaluation option, the inflationary option would be a betrayal of our future. It is a cold world outside the ERM." (Declaração do Primeiro-Ministro britânico John Major em setembro de 1992, alguns dias antes de desvalorizar a libra e abandonar o Exchange Rates Mechanism (ERM)).*

## 1 - Introdução

A importância do estabelecimento de uma âncora nominal, como parte fundamental de qualquer processo de estabilização de preços em economias de inflação alta e crônica, é algo relativamente consensual na literatura.<sup>1</sup> Nas experiências bem-sucedidas de estabilização presentes, sejam elas "heterodoxas", como no caso de Israel, ou "ortodoxas", como no do Chile, ou passadas, como no caso da Alemanha em 1923, a fixação da taxa de câmbio

---

\* Este texto foi concluído com informações até 19.06.95

\*\* Professor do Curso de Pós-Graduação em Economia da Universidade Federal do Rio Grande do Sul.

O autor agradece o auxílio dos bolsistas Frederico A. C. N. Pinto (CNPq/UFRGS) e Leandro Militistiky (PRUNI/UFRGS).

<sup>1</sup> Ver, por exemplo, Lopes (1991).

nominal desempenhou um papel fundamental no sentido de garantir a credibilidade da moeda nacional.

Outro exemplo recente da importância da manutenção de uma taxa de câmbio fixa para garantir a credibilidade do Banco Central e, por conseqüência, da moeda por ele emitida é fornecido pela experiência italiana. Como destacado por Giavazzi e Pagano (1988), a fixação de uma paridade nominal entre a lira e o marco alemão, estabelecida a partir da entrada da Itália no Sistema Monetário Europeu (SME), foi fundamental para garantir credibilidade da política antiinflacionária adotada. Esse ganho de credibilidade do governo é fruto da disciplina monetária e fiscal que tem de ser obedecida para a manutenção da paridade cambial. Assim, para que a paridade do câmbio nominal fosse mantida, a taxa de inflação na Itália teria, necessariamente, de convergir para a taxa de inflação alemã, sob pena de provocar uma valorização real da lira. Nas palavras de Giavazzi e Pagano (1988), essa é a "*advantage of tying one's hands*". As políticas monetária e fiscal na Itália passaram a seguir os mesmos padrões de austeridade que são usuais na Alemanha, reduzindo, assim, a "margem de manobra" do governo italiano na condução da política econômica.

Note-se, nesse sentido, que a fixação da taxa nominal de câmbio, como parte da política de estabilização, só faz sentido se acompanhada das austeridades monetária e fiscal necessárias, de forma a impedir uma excessiva sobrevalorização da moeda nacional e, conseqüentemente, a acumulação de déficits comerciais crescentes. Mais ainda, uma vez que as taxas de inflação na Itália e na Alemanha tenham ficado próximas, a política de taxa de juros na Itália fica também subordinada às ações do Bundesbank. Um aumento nas taxas de juros na Alemanha tem, em geral, de ser acompanhado por um aumento dos juros na Itália, sob pena de que a saída de capital da Itália para a Alemanha provoque uma desvalorização da lira.

Também no caso das experiências recentes da Argentina, do México e do Brasil, a fixação da taxa de câmbio nominal foi usada como principal âncora dos planos de estabilização. A recente crise do México serviu para mostrar, novamente, que uma política de câmbio nominal fixo só pode ser mantida quando existem convergência das taxas de inflação e coordenação da política monetária. Como a taxa de inflação no México continuou superior à dos

Estados Unidos e, durante 1994, houve um descompasso total entre as políticas de juros entre esses dois países, a crise cambial foi inevitável.

Neste artigo, procuramos discutir as políticas cambiais adotadas durante os planos de estabilização na Argentina, no México e no Brasil, dando especial atenção para os seus efeitos sobre o balanço de pagamentos e sobre a crise de liquidez recente.

## **2 - Estabilização de preços com âncora nominal: Argentina e México**

O plano de estabilização mexicano teve suas origens no Pacto de Solidaridad Económica (PSE), posto em prática, em dezembro de 1987, pelo então Presidente De la Madrid, quando a taxa de inflação mensal chegou a 14,8%.<sup>2</sup> O plano foi bem-sucedido em reduzir gradualmente a inflação, que, após subir para 15,5% em janeiro de 1988, atingiu uma média mensal de 1,13% no último quadrimestre desse ano. A base do sucesso do PSE foi uma política de rendas que praticamente congelou os salários, os preços e as tarifas públicas.

Quanto à política cambial, depois de uma desvalorização de 22% em dezembro de 1987, a taxa de câmbio foi desvalorizada em apenas 2% por duas vezes durante 1988. Assim, levando-se em conta uma inflação anual dos preços ao consumidor e no atacado de, respectivamente, 51,2% e 37% em 1988, fica claro que, embora o PSE tenha sido bem-sucedido em conter a inflação e garantir o ajuste das contas do setor público, a taxa de câmbio real apresentou uma elevada valorização ao longo de 1988. Quando associamos esses números da sobrevalorização cambial ao processo de abertura comercial implementado, que reduziu a tarifa de importação máxima de 40% para 20%, fica fácil explicar o grande aumento das importações ocorrido em 1988, que, dada a estagnação das exportações, provocou uma substancial redução no superávit comercial naquele ano.

---

<sup>2</sup> Para uma análise da política econômica anterior ao estabelecimento do PSE, ver Landau (1991).

Tabela 1

## Taxa de câmbio real no México - 1988-94

ANOS	CÂMBIO NOMINAL (pesos/US\$)	CÂMBIO REAL (1)		CÂMBIO REAL (2)	
		Índice	%	Índice	%
		(1990 = 100)		(1990 = 100)	
1988	2,2731	106,52	-	113,00	-
1989	2,4615	104,24	-2,14	107,01	-5,29
1990	2,8126	100,00	-4,07	100,00	-6,55
1991	3,0184	89,24	-10,76	87,64	-12,36
1992	3,0949	81,14	-9,07	78,28	-10,68
1993	3,1156	76,16	-6,14	72,88	-6,90
1994	3,3751	78,24	2,73	74,76	2,58

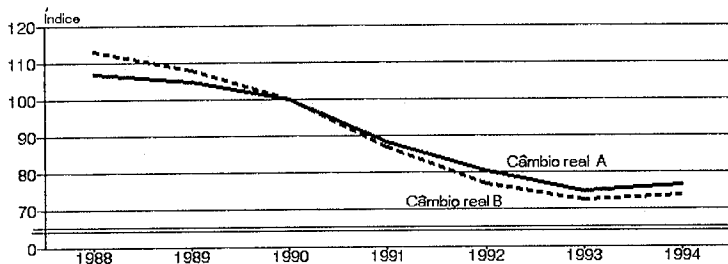
FONTE: INTERNATIONAL FINANCIAL STATISTICS (1995). Washington: FMI, v.48, maio.  
INTERNATIONAL STATISTICS YEARBOOK (1993). Washington: FMI, v.46.

(1) Calculado usando-se o índice de preços por atacado. (2) Calculado usando-se o índice de preços ao consumidor.

O novo governo do Presidente Carlos Salinas, que se iniciou em dezembro de 1988, representou uma mudança importante no que diz respeito à prioridade da política econômica. Entre 1984 e 1988, o crescimento médio do PIB mexicano foi de apenas 1,0%, enquanto a renda *per capita* apresentou um crescimento médio de -1,1% nesse mesmo período. A partir desse quadro de estagnação, o combate à inflação deu lugar à retomada do crescimento econômico como objetivo central na agenda do governo. O novo governo apresentou, então, um novo "pacto social", o Pacto para la Estabilidad y el Crecimiento Económico (PECE). Inicialmente, o PECE tinha como validade o período de janeiro a julho de 1989, mas acabou sendo renovado seguidamente até o final do governo do Presidente Salinas.

## GRÁFICO 1

### EVOLUÇÃO DE TAXAS DE CÂMBIO REAL NO MÉXICO — 1988-94

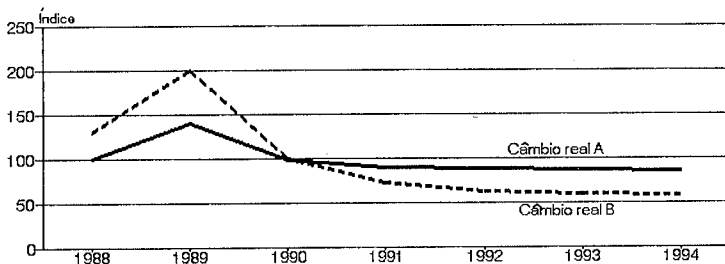


FONTE: Tabela 1.

- NOTA: 1. O câmbio real A é calculado usando-se o índice de preços por atacado.
2. O câmbio real B é calculado usando-se o índice de preços ao consumidor.

## GRÁFICO 2

### EVOLUÇÃO DE TAXAS DE CÂMBIO REAL NA ARGENTINA — 1988-94



FONTE: Tabela 1.

- NOTA: 1. O câmbio real A é calculado usando-se o índice de preços por atacado.
2. O câmbio real B é calculado usando-se o índice de preços ao consumidor.

Pelo PECE, ficou mantida a política de rendas com reajustes mutuamente acordados em preços e salários. Quanto à política cambial, estabeleceu-se um sistema de pequenas desvalorizações diárias, onde a taxa de câmbio nominal aumentava em um valor fixo a cada dia. Durante o ano de 1989, a taxa de câmbio nominal aumentou diariamente em um peso, e, para 1990 e 1991, esse fator de aumento diário foi reduzido para, respectivamente, 80 e 40 centavos de peso. Em 1992, essa política foi substituída por um sistema de bandas deslizantes, onde o limite superior da banda era elevado em 20 centavos de peso por dia, enquanto o piso ficava fixo. Já para os anos de 1993 e 1994, o valor de correção para o limite superior da banda foi elevado para 40 centavos por dia.

Os dados apresentados na Tabela 1 deixam claro que essa política de minidesvalorizações do câmbio, com um valor fixo entre 1989 e 1992, e de bandas deslizantes, entre 1992 e 1994, não foi suficiente para impedir uma forte valorização real do peso frente ao dólar norte-americano. Usando-se os índices de preços ao consumidor e no atacado, temos uma valorização real do peso, entre 1988 e 1993, de 28,5% e 35,5%, respectivamente.

Tabela 2

Preço do petróleo - UK Brent - no México - 1988-94

ANOS	US\$/BARRIL
1988	14,97
1989	18,22
1990	23,99
1991	19,99
1992	19,34
1993	17,04
1994	15,82

FONTE: INTERNATIONAL FINANCIAL STATISTICS (1995). Washington: FMI, v.48, maio.  
INTERNATIONAL STATISTICS YEARBOOK (1993). Washington: FMI, v.46.

Como fruto dessa valorização real do peso e da abertura comercial, as importações mexicanas cresceram 141% no período 1988-93, passando de US\$ 20,3 bilhões para US\$ 48,9 bilhões. Já as exportações cresceram apenas 46% nesse mesmo período, puxadas principalmente pelas exportações de petróleo, cujo preço no mercado internacional apresentou uma recuperação em relação a 1988. O déficit crescente na balança comercial, associado a um déficit também crescente na conta de serviços, provocou um aumento substancial no déficit em transações correntes, que passou de US\$ 2,4 bilhões em 1988 para US\$ 23,4 bilhões em 1993. A manutenção desses déficits crescentes no balanço de pagamentos em conta corrente só foi possível graças às maciças entradas de capital de curto prazo, que ocorreram ao longo de todos os anos do final da década de 80 e início da década de 90. Entre os chamados mercados emergentes, o México foi um dos países que mais atraiu capitais privados de curto prazo. Com a substancial redução nas taxas de juros no mercado norte-americano (*deposit rate*), que, entre 1989 e 1993, caíram de 9,1% para 3,17%, ficou relativamente fácil para os países latino-americanos atrair capitais de curto prazo para fechar suas contas de balanço de pagamentos.<sup>3</sup> Além do diferencial de juros, as perspectivas de crescimento econômico trazidas pelo NAFTA e o processo de privatização também contribuíram para atrair capitais para o México.

No caso da Argentina, houve uma explicitação da âncora nominal com o estabelecimento da Lei de Conversibilidade, a qual tornava o peso (10.000 austrais) livremente conversível em dólares norte-americanos à taxa fixa de um peso/dólar (10.000 austrais/dólar), a partir de 1<sup>o</sup> de abril de 1991. O artigo 4<sup>o</sup> da Lei de Conversibilidade estabelecia, ainda, a exigência de uma cobertura de reservas de 100% para a base monetária, incluindo-se nas reservas os títulos públicos, nacionais e estrangeiros, em poder do Banco Central, contabilizados pelo seu valor de mercado. Ficou também estabelecido, pelo artigo 8<sup>o</sup>, o fim da correção monetária a partir de 1<sup>o</sup> de abril. Na prática, a Lei de Conversibilidade representou a volta da Argentina ao regime do padrão-ouro nos moldes vigentes antes da crise do dólar de 1971.<sup>4</sup>

<sup>3</sup> Para uma avaliação mais abrangente dos diversos aspectos do plano de estabilização mexicano, ver Sánchez (1991)

<sup>4</sup> Para uma visão analítica do plano de estabilização da Argentina, ver Toledo (1992) e, para uma análise dos planos de estabilização anteriores ao Plano Cavallo, ver Murphy (1991).

Tabela 3

## Taxa de crescimento do PIB e da inflação no México - 1988-93

ANOS	PIB	INFLAÇÃO (1)
1988	1,2	20,06
1989	3,3	26,58
1990	4,5	22,70
1991	3,6	15,48
1992	2,8	9,74
1993	0,6	6,94

FONTE: INTERNATIONAL FINANCIAL STATISTICS (1995). Washington: FMI, v.48, maio.

(1) Índice de preços ao consumidor (média no período).

Tabela 4

## Balanço de pagamentos do México - 1988-94

RUBRICAS	(US\$ milhões)			
	1988	1989	1990	1991
Exportações .....	20 547	22 842	26 838	26 855
Importações .....	-20 273	-25 438	-31 271	-38 184
Saldo comercial .....	274	-2 596	-4 433	-11 329
Serviços (líquido) ..	-4 903	-5 772	-6 993	-6 305
Transferências unilaterais.....	2 255	2 543	3 975	2 746
Saldo em transações correntes .....	-2 374	-5 825	-7 451	-14 888

RUBRICAS	1992	1993	1994 (1)
Exportações .....	27 516	30 033	34 822
Importações .....	-48 193	-48 924	-58 828
Saldo comercial .....	-20 677	-18 891	-24 006
Serviços (líquido) ..	-7 150	-7 187	-13 992
Transferências unilaterais.....	3 021	2 687	3 032
Saldo em transações correntes .....	-24 806	-23 391	-34 966

FONTE: INTERNATIONAL FINANCIAL STATISTICS (1995). Washington: FMI, v.48, maio.

(1) Estimado pelo autor.



Os dados da Tabela 5 deixam claro que a evolução da taxa de câmbio real na Argentina foi bem diferenciada daquela ocorrida no México. Enquanto, no México, temos uma valorização contínua do peso mexicano entre 1988 e 1993, no caso da Argentina, apesar da fixação da taxa de câmbio nominal, a valorização real do peso argentino está concentrada em 1990, isto é, antes mesmo da adoção do plano de conversibilidade.<sup>5</sup> Para o período 1992-94, a taxa de câmbio real, calculada usando-se o índice de preços no atacado como deflator doméstico, fica relativamente estável.

As Tabelas 1 e 5 mostram claramente que a escolha do índice de preços a ser utilizado como deflator doméstico pode alterar substancialmente os resultados. A utilização do índice de preço ao consumidor tende a magnificar a valorização tanto no caso da Argentina como no caso do México. Para a Argentina, a valorização real do peso foi de 6,9%, se utilizarmos o índice de preços no atacado, ou 45,7%, se utilizarmos o índice de preços ao consumidor. Na verdade, como veremos a seguir, esse fenômeno também ocorre no Brasil no período após o Plano Real.<sup>6</sup> O principal motivo dessa diferença é o comportamento dos preços dos bens não comercializáveis, principalmente os serviços, que tendem a subir mais acentuadamente, imediatamente após a redução abrupta da inflação. Alheios à possibilidade de competição externa e em função da existência de diferenciação de produto e da afinidade que se estabelece entre produtor e consumidor, os serviços são os maiores responsáveis pela diferença entre os índices de preços ao consumidor e no atacado.

Um dos requisitos básicos para a manutenção a longo prazo da taxa de câmbio nominal fixa é que o nível da taxa de câmbio real resultante seja compatível com o equilíbrio a médio e longo prazos do balanço de pagamentos. Caso contrário, teremos um déficit significativo em conta corrente, que deverá ser coberto por uma entrada líquida de capitais. A Tabela 7 mostra que, apesar do crescimento suave das exportações e da estabilidade do déficit na conta de serviços, não foi possível manter o equilíbrio em conta corrente, em função do aumento substancial das importações, que praticamente dobraram em 1992 e 1993.

---

<sup>5</sup> A esse respeito, ver Batista Júnior (1993).

<sup>6</sup> Uma discussão sobre essas duas formas distintas de medir a taxa de câmbio real pode ser encontrada em Pastore e Pinotti (1995).

Tabela 5

## Taxa de câmbio real na Argentina - 1988-94

ANOS	CÂMBIO	CÂMBIO REAL (1)		CÂMBIO REAL (2)	
	NOMINAL				
	(pesos/US\$)	Índice	%	Índice	%
		(1990 = 100)		(1990 = 100)	
1988	0,00088	100,02	-	127,72	-
1989	0,04233	143,16	43,12	202,42	58,48
1990	0,48759	100,00	-30,15	100,00	-50,60
1991	0,95355	93,31	-6,69	72,04	-27,96
1992	0,99064	91,84	-1,58	60,41	-16,14
1993	0,99895	92,33	0,54	55,89	-7,48
1994	0,99901	93,10	0,83	54,29	-2,87

FONTE: INTERNATIONAL FINANCIAL STATISTICS (1995). Washington: FMI, v.48, maio.  
INTERNATIONAL STATISTICS YEARBOOK (1993). Washington: FMI, v.46.

(1) Calculado usando-se o índice de preços por atacado. (2) Calculado usando-se o índice de preços ao consumidor.

Tabela 6

Taxas de crescimento do PIB e da inflação  
na Argentina - 1988-93

ANOS	PIB	INFLAÇÃO (1)
1988	-1,9	3 086,92
1989	-6,2	2 313,71
1990	0,1	172,00
1991	8,9	23,43
1992	8,7	10,62
1993	6,0	4,27

FONTE: INTERNATIONAL FINANCIAL STATISTICS (1995). Washington: FMI, v.48, maio.

(1) Índice de preços ao consumidor (média no período).

Tabela 7

## Balanco de pagamentos da Argentina - 1988-94

(US\$ milhões)

RUBRICAS	1988	1989	1990	1991
Exportações .....	9 134	9 573	12 354	11 978
Importações .....	-4 892	-3 864	-3 726	-7 559
Saldo comercial ....	4 242	5 709	8 628	4 419
Serviços (líquido) .	-5 814	-7 102	-5 074	-5 859
Transferências uni- laterais .....	-	8	998	793
Saldo em transações correntes .....	-1 572	-1 305	4 552	-647

RUBRICAS	1992	1993	1994 (1)
Exportações .....	12 235	13 117	15 739
Importações .....	-13 685	-15 545	-19 954
Saldo comercial ....	-1 450	-2 428	-4 215
Serviços (líquido) .	-5 845	-5 470	-6 485
Transferências uni- laterais .....	749	446	400
Saldo em transações correntes .....	-6 546	-7 452	-10 300

FONTE: INTERNATIONAL FINANCIAL STATISTICS (1995). Washington:FMI,v.48, maio.

(1) Estimativas preliminares.

A análise das políticas cambiais na Argentina e no México não deixa dúvida quanto à ocorrência de um processo de sobrevalorização da taxa de câmbio real, que implicou déficits crescentes na conta corrente do balanço de pagamentos. Esses déficits foram financiados pela captação de recursos de curto prazo, atraídos pelo diferencial entre a taxa de juros doméstica e a internacional.

### 3 - O Plano Real e a política cambial: concepção e execução

O Plano Real diferencia-se dos demais planos de estabilização já implementados no Brasil em diversos aspectos. Em primeiro lugar, houve uma tentativa prévia de estabelecimento de um equilíbrio nas contas do setor público, antes que se removesse o componente inercial da inflação. O Plano de Ação Imediata (PAI) e a criação do Fundo Social de Emergência (FSE) representaram, respectivamente, tentativas de corte de gasto e aumento da participação da União no bolo tributário, que deveriam estabelecer o equilíbrio das contas do setor público.<sup>7</sup> Em segundo lugar, o Plano foi pré-anunciado e precedido por um período de ajuste de preços relativos, entre março e junho de 1994, através da utilização da Unidade Real de Valor (URV).

Contudo, da mesma forma que o Plano Cavallo e, em menor medida, o PECE, o principal elemento do Plano Real foi a âncora cambial. No caso brasileiro, a âncora nominal foi ainda mais firme que na Argentina, pois, em função do superávit comercial e da forte entrada de capital estrangeiro de curto prazo, a taxa de câmbio nominal se valorizou seguidamente entre julho e outubro, quando foi, então, estabelecida, informalmente, pelo Banco Central uma banda cambial de 0,85 a 0,83 reais/dólar. Ainda em outubro, para auxiliar a manutenção do limite inferior da banda cambial informal, foram tomadas diversas medidas para estimular a demanda por dólares e desestimular a oferta de dólares. Dentre elas, destacam-se a redução para o prazo de fechamento dos Adiantamentos de Contratos de Câmbio (ACCs), a redução tarifária, especialmente para bens de consumo duráveis, o aumento dos impostos incidentes sobre a entrada de capital e o relaxamento das restrições sobre pagamentos ao Exterior. Algumas fontes do Governo chegaram mesmo a colocar a obtenção de um déficit na balança comercial, que ajudaria o combate à inflação e a sustentação da taxa de câmbio, como um objetivo de política econômica para o ano de 1995.

---

<sup>7</sup> Para uma discussão mais detalhada do PAI, ver Portugal (1993).

Tabela 8

## Taxa de câmbio real no Brasil - 1988-94

ANOS	CÂMBIO	CÂMBIO REAL (1)		CÂMBIO REAL (2)	
	NOMINAL				
	(cruzeiros/US\$)	Índice	%	Índice	%
		(1990 = 100)		(1990 = 100)	
1988	0,265	141,98	-	140,17	-
1989	2,828	113,80	-19,85	120,46	-14,06
1990	68,056	100,00	-12,13	100,00	-16,99
1991	409,250	119,32	19,32	117,91	17,91
1992	4 551,280	123,94	3,88	123,87	5,05
1993	90 225,000	115,18	-7,07	123,37	-0,40
1994	1 843 236,250	100,16	-13,03	113,49	-8,01

FOONTE: INTERNATIONAL FINANCIAL STATISTICS (1995). Washington: FMI, v. 48, maio.  
INTERNATIONAL STATISTICS YEARBOOK (1993). Washington: FMI, v. 46.

(1) Calculado usando-se o índice de preços por atacado. (2) Calculado usando-se o índice de preços ao consumidor.

Não resta dúvida de que, em termos conceituais, o Plano Real foi melhor elaborado que os planos de estabilização anteriores. Contudo a valorização da taxa de câmbio nominal, que caiu de 1,000 R\$/US\$ em junho para 0,840 R\$/US\$ em novembro, exacerbando, assim, o processo de sobrevalorização da taxa de câmbio real, foi um erro importante. Note-se que, em grande medida, essa valorização nominal da taxa de câmbio foi intencionalmente provocada pelo próprio Banco Central, que parou de comprar dólares no mercado de câmbio, em função da necessidade de cumprir as metas de expansão monetária estabelecidas pela medida provisória que criou o real.

Tabela 9

Taxa de câmbio real no Brasil - jun./94 - maio/95

ANOS E MESES	CÂMBIO NOMINAL (reais/US\$)	CÂMBIO REAL (1)		CÂMBIO REAL (2)	
		Índice	%	Índice	%
		(jun./94 = 100)		(jun./94 = 100)	
1994					
Jun.	1,000	100,00	-	100,00	-
Jul.	0,925	74,84	-25,16	86,15	-13,85
Ago.	0,897	69,91	-6,58	82,42	-4,33
Set.	0,863	65,89	-5,75	76,64	-7,01
Out.	0,844	62,74	-4,78	72,65	-5,21
Nov.	0,840	64,40	-2,13	70,52	-2,93
Dez.	0,848	62,06	1,07	70,51	-0,01
1995					
Jan.	0,845	61,72	-0,55	70,17	-0,48
Fev.	0,839	61,33	-0,63	69,22	-1,35
Mar.	0,889	64,42	5,08	72,11	4,17
Abr.	0,907	64,57	0,23	71,82	-0,40
Mai.	0,897	65,18	0,95	69,66	-3,01

FONTE: INTERNATIONAL FINANCIAL STATISTICS (1995). Washington: EMI, v.48, maio.

INTERNATIONAL STATISTICS YEARBOOK (1993). Washington: EMI, v.46.

BOLETIM DO BANCO CENTRAL DO BRASIL (1995). Brasília, v.31, abr.

(1) Calculado usando-se o índice de preços por atacado (IPA-DI). (2) Calculado usando-se o índice de preços ao consumidor (IPC-FIPE).

Tabela 10

Taxa de crescimento do PIB e da inflação no Brasil - 1988-94

ANOS	PIB	INFLAÇÃO (1)
1988	-0,1	892
1989	3,3	1 636
1990	-4,1	1 639
1991	0,9	459
1992	-0,9	1 129
1993	5,0	2 491
1994	5,7	941

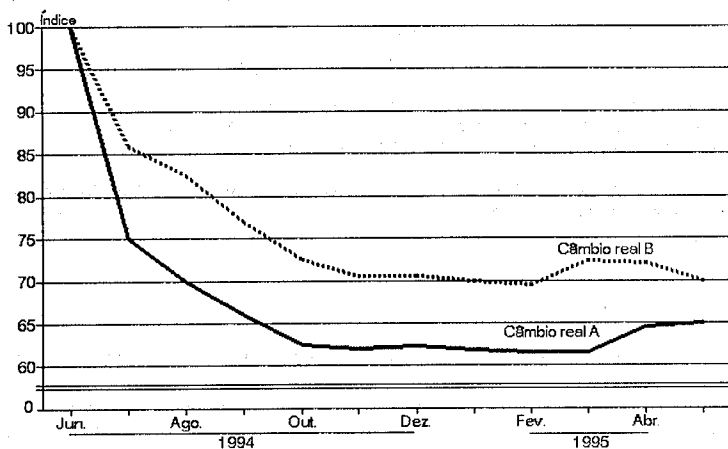
FONTE:BOLETIM DO BANCO CENTRAL DO BRASIL (1995). Brasília,v.31,abr.

(1) Índice de preços ao consumidor (final de período).

Dada a dificuldade de prever-se com precisão a demanda por moeda após a queda abrupta da inflação, fica claro que melhor teria sido assumir explicitamente, desde o início do Plano Real, que a taxa de câmbio era a única âncora relevante. A adoção de um sistema de dupla ancoragem, cambial e monetária, obrigou o Banco Central a limitar a compra de dólares para não expandir a oferta interna de reais, contribuindo, assim, para a sobrevalorização do real. Os dados apresentados na Tabela 9 e no Gráfico 3 deixam claro que grande parte da sobrevalorização do real ocorreu no período de julho a novembro de 1994, exatamente o período em que a taxa de câmbio nominal foi valorizada.

### GRÁFICO 3

#### EVOLUÇÃO DA TAXA DE CÂMBIO REAL NO BRASIL — JUN/94 -MAIO/95



FONTE: Tabela 9.

NOTA: 1. O câmbio real A é calculado usando-se o índice de preços por atacado.

2. O câmbio real B é calculado usando-se o índice de preços ao consumidor.

Tabela 11

Balanco de pagamentos do Brasil - 1988/95

(US\$ milhões)

RUBRICAS	1988	1989	1990	1991
Saldo comercial ....	19 184	16 120	10 573	10 579
Exportações .....	33 789	34 383	31 414	31 620
Importações .....	-14 605	-18 263	-20 661	-21 041
Saldo de serviços ..	-15 103	-15 331	-15 369	-13 542
Juros (líquidos) .	-9 832	-9 633	-9 748	-8 621
Transferências uni- laterais .....	94	244	834	1 556
Saldo em transações correntes .....	4 175	1 033	-3 782	-1 407
Saldo conta capital	3 635	-3 648	-4 715	-4 148
Erros e omissões ...	-833	-776	-328	852
Resultado .....	6 977	-3 391	-8 825	-4 679

RUBRICAS	1992	1993	1994	1995 (1)
Saldo comercial ....	15 239	13 072	10 390	-2 800
Exportações .....	35 793	38 783	43 558	13 126
Importações .....	-20 554	-25 711	33 168	-15 926
Saldo de serviços ..	-11 339	-15 362	-14 437	-3 916
Juros (líquidos) .	-7 253	-8 453	-6 397	-1 148
Transferências uni- laterais .....	2 243	1 653	2 596	862
Saldo em transações correntes .....	6 143	-637	-1 451	-5 854
Saldo conta capital	25 271	9 903	8 666	-1 326
Erros e omissões ...	-1 386	-862	-1 065	...
Resultado .....	30 028	8 404	6 150	...

FONTE: BOLETIM DO BANCO CENTRAL DO BRASIL (1995). Brasília, v.31, fev.  
INDICADORES ECONÔMICOS DO BANCO CENTRAL (1995). Brasília, 14  
maio.

(1) Primeiro quadrimestre de 1995, dados preliminares.



A valorização da taxa de câmbio real ocorrida no mês de julho está substancialmente superestimada, em função do resíduo inflacionário que contamina os índices de preços domésticos quando se reduz abruptamente a inflação. Essa contaminação pode aparecer tanto em função da diferença entre o período de coleta de preços e o mês calendário, como é o caso do índice de preços no atacado, quanto pela utilização dos preços médios no mês para efeito do cálculo do índice de inflação, como acontece com o índice de preços ao consumidor (IPC-FIPE). Assim, levando-se em consideração o período entre julho de 1994 e maio de 1995, temos uma valorização da taxa de câmbio real de 12,9% ou 19,1%, dependendo do índice de preços doméstico utilizado. Notemos que, assim como havia ocorrido nos casos da Argentina e do México, tomando-se o período posterior a agosto de 1994, a utilização do índice de preços ao consumidor magnifica a sobrevalorização cambial.

Apesar da sobrevalorização da taxa de câmbio real, as exportações brasileiras continuaram apresentando um bom desempenho após o Plano Real. O déficit comercial ocorrido a partir de novembro de 1994 foi causado por um aumento substancial nas importações, especialmente no que diz respeito a bens de capital, automóveis e outros bens de consumo duráveis. Somente no primeiro quadrimestre de 1995, a balança comercial já acumulou um déficit de US\$ 2,8 bilhões. Nesse período, as exportações aumentaram 4,53%, enquanto as importações apresentaram um crescimento de 93,38%, em relação ao primeiro quadrimestre de 1994. O bom desempenho das exportações pode ser explicado pelo aumento no preço internacional de diversas *commodities*, pela desvalorização do dólar frente às moedas européias e ao iene, o que aumenta a competitividade das exportações brasileiras para esses mercados, pela redução nos custos das matérias-primas importadas, fruto da própria sobrevalorização; e pelo ganho financeiro auferido pelo exportador ao fazer a arbitragem entre a taxa de juros doméstica e a internacional. Supondo que o exportador faça a antecipação das receitas de exportação através de um ACC, Portugal (1995) estima que, em fins de março deste ano, quando a taxa de câmbio estava em 0,90 R\$/US\$, a taxa de câmbio efetiva, isto é, aquela que leva em conta o ganho financeiro com o diferencial de juros, estava entre 0,935 R\$/US\$ e 1,126 R\$/US\$, dependendo da alternativa de investimento doméstico utilizada.

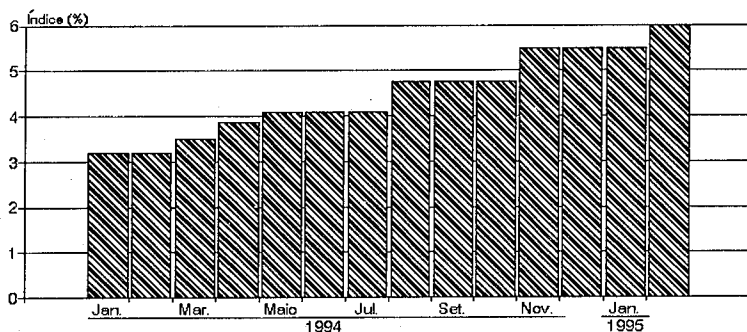
## 4 - A crise financeira do final de 1994

Assim como ocorreu em 1982, quando a moratória mexicana interrompeu o fluxo de capitais de empréstimo para a América Latina, dando início à crise da dívida externa, o México foi, novamente, protagonista de eventos econômicos que repercutiram nas bolsas de valores e nos fluxos de capitais em todo o continente sul-americano a partir de dezembro de 1994. Mais ainda, a crise mexicana lançou sérios temores quanto ao futuro dos planos de estabilização de preços baseados em uma âncora cambial nominal.

Com o levante armado na Província de Chiapas e a redução no fluxo de entrada de capital, em função da crise política e da expectativa de desvalorização, o governo mexicano decidiu, em meados de dezembro de 1994, desvalorizar o peso em 15% e, tentando minimizar o impacto inflacionário da desvalorização cambial, congelar preços e salários. A ação do governo abalou ainda mais a confiança dos investidores internacionais, provocando uma queda ainda maior do peso, que passou a flutuar livremente no mercado de câmbio, e uma grande fuga de capital. Em apenas poucos dias, até o início de janeiro, o peso mexicano foi desvalorizado em cerca de 34% frente ao dólar.

### GRÁFICO 4

TAXAS DE JUROS NOS EUA (*fed funds*) — JAN/94-FEV/95



FONTE: INTERNATIONAL FINANCIAL STATISTICS (1995). Washington: FMI, v.48, maio.

Apesar das linhas de crédito especiais abertas pelo Banco Central do Canadá e o pelo Federal Reserve (FED), de acordo com o que é estabelecido pelo NAFTA, o Banco Central mexicano não conseguiu sustentar o peso. A crise no México causou *after shocks* em toda a América Latina. Para compensar as perdas ocorridas nos investimentos no México, em função da desvalorização do peso, muitos investidores venderam ações em outros mercados emergentes, como o Brasil e a Argentina. No Brasil, as Bolsas do Rio de Janeiro e de São Paulo caíram cerca de 25% como reflexo direto da crise mexicana. Os Bancos Centrais da Argentina e do Brasil tiveram ainda que vender dólares no mercado para sustentar a taxa de câmbio.

A crise do México foi causada por uma combinação de uma política cambial equivocada, que produziu substanciais déficits comerciais, pela dependência excessiva de capitais de curto prazo para financiar o déficit em conta corrente, pelo aumento das taxas de juros norte-americanas e pela instabilidade política no sul do país. Para termos uma idéia da magnitude do desajuste na conta corrente do balanço de pagamentos, basta destacarmos que, entre 1991 e 1994, o México teve um déficit acumulado de quase US\$ 100 bilhões, o que corresponde a 72% do déficit das sete maiores economias latino-americanas. O problema mexicano não estava no déficit do setor público, que caiu de 17% do PIB em 1982 para 0,7% em 1993, mas, sim, no excessivo consumo e investimento do setor privado, estimulado pela sobrevalorização cambial e financiado pela entrada de capitais especulativos de curto prazo. Com o aumento contínuo das taxas de juros nos Estados Unidos ao longo de 1994, ficou cada vez mais difícil para o México manter o fluxo de entrada de capital. A crise política em Chiapas apenas precipitou uma crise que acabaria por ocorrer de qualquer forma.

A fuga de capitais e a impossibilidade de conseguir novos recursos para a rolagem da dívida indicavam uma crise semelhante à de 1982. Vendo que sua iniciativa de concessão de garantias de crédito não seria aprovada pelo Congresso, o Presidente dos EUA elaborou um pacote de cerca de US\$ 50 bilhões em conjunto com o FMI e o Banco de Compensações Internacionais (BIS), anunciado em 30 de janeiro. Como parte do pacote, o governo norte-americano usou uma *executive order* (decreto-lei) concedendo até US\$ 25 bilhões em garantias de crédito do Exchange Stabilisation Fund. Já o FMI entraria com US\$ 18 bilhões, sendo que US\$ 7,8 bilhões para desembolso

imediatamente, e o BIS com outros US\$ 5 bilhões. Em contrapartida, o México comprometeu-se a utilizar as exportações de petróleo como colateral dos empréstimos, a criar um Banco Central independente e a permitir um monitoramento pelo FMI de sua política econômica.

A ação dos EUA foi decisiva para estancar a queda do peso e a crise nas Bolsas de Valores em toda a América Latina, evitando, assim, uma crise generalizada no continente. Por outro lado, a atuação do FMI no México foi feita completamente fora da sua linha de atuação usual, que sempre envolve a apresentação de um programa de ajustamento prévio e desembolsos condicionados ao cumprimento das metas propostas nesse programa. A atitude do FMI em relação ao México é ainda mais surpreendente quando levamos em conta que, já em fevereiro de 1995, foram suspensas as negociações com a Rússia para um empréstimo de US\$ 6 bilhões, pois o orçamento proposto por Moscou não foi considerado satisfatório. Em um certo sentido, a situação individual da Rússia era mais grave que a do México, pois, em 1994, a inflação foi de cerca de 300% ao ano e o crescimento do PIB foi de -15%. Nesse sentido, a pressão direta dos EUA sobre a direção do FMI foi decisiva para o fechamento do pacote de auxílio ao México. Na verdade, vários países industrializados acabaram manifestando-se contra a intervenção branca realizada pelos EUA no FMI e no BIS.

Até mesmo os demais países latino-americanos foram convocados a participar do auxílio ao México. O Brasil, a Argentina e o Chile chegaram a anunciar um empréstimo de US\$ 1 bilhão. A ajuda brasileira, que corresponderia a US\$ 300 milhões, acabou sendo descartada em função do impacto negativo gerado na opinião pública. Na verdade, esse empréstimo tinha apenas o caráter simbólico de destacar a solidariedade latino-americana, não representando um grande esforço por parte do Brasil ou um grande alívio por parte do México.

O pacote de ajuda ao México conseguiu evitar que o pior da crise se espalhasse pela América Latina. Contudo tanto o Brasil como a Argentina sentiram os *after shocks* da crise mexicana. Na Argentina, a fuga de capitais implicou, dadas as regras do padrão-ouro, uma severa contração da base monetária. A fuga de depósitos do sistema bancário provocou uma séria crise, que resultou na falência de diversos bancos.

O problema com a adoção de sistemas cambiais do tipo padrão-ouro é que, quando existe um déficit no balanço de pagamentos, com conseqüente redução da oferta monetária, e a taxa de câmbio nominal permanece fixa, o ajuste interno tem de ser feito via redução dos preços domésticos. Contudo, como, em geral, os preços são rígidos para baixo, o resultado acaba sendo uma recessão econômica. Embora os preços na Argentina tenham mostrado alguma flexibilidade para baixo após fevereiro deste ano, com os preços ao consumidor apresentando uma variação negativa, não parece possível evitar o ajuste recessivo. Os dados referentes ao início de 1995 já apontam uma severa desaceleração no ritmo de crescimento econômico para este ano. A ajuda financeira do FMI, que compensou a fuga de capital com a entrada de capital de empréstimo, foi fundamental para permitir que a Argentina mantivesse a paridade cambial.

No Brasil, a crise mexicana provocou uma grande mudança na orientação da política econômica. As medidas de contenção da oferta e de incentivo à demanda de dólares adotadas em outubro foram integralmente revogadas, as tarifas de importação de automóveis e de diversos produtos eletroeletrônicos foram elevadas para 70%, e o câmbio foi desvalorizado, estabelecendo-se uma nova banda cambial de 0,88 a 0,93 reais/dólar. Essas medidas, contudo, não foram capazes de reverter o déficit na balança comercial, que deverá atingir US\$ 3,5 bilhões até maio. Além disso, o Governo tem também usado a política de juros como um instrumento para a redução na absorção doméstica. A substancial elevação das taxas de juros a partir de março parece ter conseguido conter o crescimento acelerado do PIB, que foi de 10,5% no primeiro trimestre de 1995, a partir de maio/junho.

## **5 - As lições de 1906-14 e de 1926-30**

É útil lembrarmos que esta não é a primeira vez que um plano de estabilização baseado em uma âncora nominal é adotado no Brasil. Em duas ocasiões distintas, o Brasil já criou um Currency Board para manter a taxa de câmbio fixa, garantindo a conversibilidade da moeda nacional. Entre 1906 e 1914, através da atuação da Caixa de Conversão, criada pelo Presidente

Afonso Pena, e entre 1926 e 1930, com Caixa de Estabilização, criada por Washington Luís, a taxa de câmbio foi mantida fixa. O fim da primeira experiência de estabilização cambial ocorreu em 1913/14, quando uma queda substancial dos preços do café e da borracha reduziram as exportações brasileiras em 37,3%. Esse fato, associado à incapacidade do Governo em conseguir um empréstimo externo que viesse a permitir a manutenção da conversibilidade, levou ao fechamento da Caixa de Conversão. Já a segunda experiência de estabilização cambial começou a fracassar em 1928, quando o *boom* da Bolsa de Nova Iorque tornou progressivamente mais difícil o acesso do Brasil ao mercado de capitais internacional. Em 1930, com a queda nos preços do café, a situação no balanço de pagamentos deteriorou-se ainda mais, tornando impossível a manutenção da estabilidade cambial. É sintomático que, em ambos os casos, a política de câmbio fixo acabou tropeçando em problemas de redução no superávit comercial e na dificuldade de manter o fluxo de capitais externos.

## 6 - Conclusão

Embora existam diferenças importantes entre os processos de estabilização implementados pelo Brasil, pelo México e pela Argentina, o estabelecimento da taxa de câmbio como uma âncora nominal para os preços está presente nos três casos. A experiência histórica não deixa dúvidas quanto à importância da âncora nominal para o sucesso do combate à inflação. Contudo fica também claro que, ao causar uma valorização do câmbio real, a âncora nominal deve ser um expediente de curto prazo. O sucesso de qualquer plano de estabilização depende, em última análise, da capacidade do governo em eliminar a **causa** do processo inflacionário, de forma a tornar desnecessária a utilização da âncora cambial.

No caso do Plano Real o argumento levantado pelo Governo é no sentido de que, pela primeira vez, o ajuste fiscal (PAI e FSE) foi feito como pré-condição para o plano de estabilização. Porém os dados da execução financeira do Tesouro Nacional para o primeiro trimestre de 1995 mostram que isso não ocorreu. Apesar do fantástico crescimento na arrecadação tributária após o

Plano Real, o Tesouro Nacional voltou a apresentar déficits em 1995. Para o período jan.-abr., o déficit acumulado chega a R\$ 1,495 bilhão. Os dados preliminares para o mês de maio apontam um superávit insignificante, que deve manter o déficit acumulado no ano acima de R\$ 1,4 bilhão. O principal causador desse déficit são as despesas com pessoal, que, no primeiro quadrimestre, chegaram a R\$ 10,554 bilhões e devem totalizar R\$ 35 bilhões até o final deste ano. O aumento dos juros ocorrido a partir de março afetou as contas públicas muito menos do que pode parecer à primeira vista, pois a taxa de juros média paga pelo Governo não se elevou na mesma proporção que a taxa de aplicação do mercado. O aumento nos juros tem sido causado pelo aumento no recolhimento de depósitos compulsórios e por outras medidas administrativas que abrem uma grande diferença entre as taxas de aplicação e de captação dos bancos comerciais.

Cabe destacarmos ainda que, enquanto o Brasil e a Argentina estão adotando o ajuste do balanço de pagamentos em conta corrente, juntamente com o combate à inflação, como seu objetivo central de política econômica, o México vem orientando sua política econômica com foco apenas no balanço de pagamentos. Enquanto o México produziu uma desvalorização cambial acentuada e desordenada, a Argentina está deixando todo o peso do ajuste da conta corrente do balanço de pagamentos na redução da absorção doméstica. Já no caso do Brasil, ainda é possível combinar uma desvalorização gradual real associada a uma redução do nível de absorção doméstica.

Países como o Brasil, o México e a Argentina não podem ter sua política econômica totalmente dependente dos fluxos de capital de curto prazo. Os déficits estruturais na conta de serviços obrigam a manutenção de um superávit comercial, de forma a reduzir o déficit em conta corrente e, conseqüentemente, a dependência dos fluxos de capital de curto prazo. O Chile, por exemplo, conseguiu reduzir sua dependência em relação ao capital volátil de curto prazo através de uma legislação que estabelece um tempo mínimo de permanência para o capital estrangeiro. A experiência chilena parece mostrar que a melhor forma de evitar a saída do capital dito especulativo é colocar empecilhos a sua entrada em primeiro lugar.

Esperemos que as experiências do Brasil em 1906-14 e em 1926-30, dos países-membros do Exchange Rates Mechanism em 1992-93 e, principalmente, do México não passem despercebidas ao Governo brasileiro. É preciso

que o ajuste fiscal permanente seja alcançado o mais rapidamente possível, para tornar a âncora cambial desnecessária. No curto prazo, contudo, a taxa nominal de câmbio deve ser corrigida para atenuar a sobrevalorização cambial e auxiliar o ajuste do balanço de pagamentos. Os efeitos negativos da desvalorização sobre a inflação podem ser minimizados pela ampliação do processo de desindexação da economia a partir de 1<sup>o</sup> de julho.

## Bibliografia

- BATISTA JÚNIOR, Paulo Nogueira (1993). Dolarização, âncora cambial e reservas internacionais. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v.13, n.3, p.5-21.
- GIAVAZZI, F., PAGANO, M. (1988). The advantage of tying one's hands. **European Economic Review**, v.32, p.1055-1082.
- LANDAU, E. (1991). Política de estabilização mexicana 1982-1989. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v.11, n.4, p.5-26.
- LOPES, F.L. (1991). O Austral conversível. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v.11, n.4, p.146-154.
- MURPHY, R. L. (1991). A experiência Argentina: alta inflação e estabilização fracassada. **Política e Planejamento Econômico**, v.21, n.1, p.55-77.
- PASTORE, A. C., PINOTTI, M. C. (1995). A taxa de câmbio real e os saldos comerciais. **Gazeta Mercantil**, São Paulo, 27 jan.
- PORTUGAL, M. S. (1993). Combate à inflação: propostas e perspectivas. **Indicadores Econômicos FEE**, Porto Alegre, v.21, n.2, p.158-168.
- PORTUGAL, M. S. (1995). Economia mundial. **Carta de Conjuntura**, Porto Alegre: UFRGS/Núcleo de Análise de Política Econômica, p.3-9, mar.
- SANCHEZ, M.(1991). O programa de estabilização mexicano: um balanço de três anos. **Política e Planejamento Econômico**, v.21, n.1, p.117-128.
- TOLEDO, J. E. C. (1992). Argentina: Cavallo, galope para o desastre? **Revista de Economia Política**, São Paulo, v.12, n.3, p.5-15.