

**O PAPEL DO REGIME CAMBIAL NO PROCESSO DE AJUSTAMENTO  
DE PAÍSES COM INFLAÇÃO CRÔNICA**

*Tatiane Almeida de Menezes*

*Doutoranda em Economia pelo Instituto de Pesquisas Econômicas  
da Universidade de São Paulo (USP)*

**Resumo:** *Em meados de 1994 foi implementado no Brasil o Plano Real que, ao contrário dos outros planos de estabilização, buscou, além de desindexar a economia, ancorá-la numa variável nominal. O presente trabalho tenta esclarecer o sentido de uma âncora nominal e sua importância no processo de estabilizar uma economia com inflação crônica, juntamente com a análise das vantagens e desvantagens da utilização da taxa de câmbio como esta âncora. Feito isso, parte-se para uma pequena discussão sobre a forma como o Plano Real estava sendo conduzido, enfatizando o debate em torno da dolarização. Por fim evidencia-se a importância de se atacar as causas estruturais da inflação brasileira, oriundas do conflito distributivo e da incapacidade do financiamento do setor público, para se conseguir uma verdadeira estabilização.*

**Palavras-chave:** *Inflação; Desindexação da Moeda; Estabilização Econômica; Âncora Cambial; Plano Real; Brasil.*

## 1. INTRODUÇÃO

O final dos anos 70 juntamente com os anos 80 caracterizam-se por um processo de inflação crônica desenvolvida em vários países da América Latina, em particular na Argentina, Brasil e México. Ao contrário das hiperinflações européias, curtas e explosivas, a inflação latina persiste a aproximadamente uma década com taxas anuais de três dígitos. Segundo alguns autores (BRUNO, 1991 e PASTORE, s.d.)<sup>(2, 7)</sup> tal estabilidade do processo inflacionário é caracterizada por uma inércia quase perfeita, oriunda de um forte grau de indexação juntamente com uma acomodação das variáveis nominais, como salários, câmbio e oferta monetária, atreladas aos movimentos do nível geral de preços.

Entende-se por inflação crônica o processo inflacionário no qual o reajuste de preços passa a ter uma dinâmica própria, independente do déficit orçamentário ou de qualquer âncora real. Numa situação como esta, dizemos que o sistema econômico perdeu sua âncora nominal. Observa-se nos países que sofrem de tal desequilíbrio que, em determinados momentos, todas as variáveis nominais passam a se mover independentemente de choques nominais ou reais, sendo o mesmo nível de déficit compatível com várias taxas de inflação. Neste caso, os choques gradualistas são provavelmente ineficazes, uma vez que persiste a memória inflacionária. A natureza do processo descrito anteriormente sugere que haja um programa de choque coordenado, que simultaneamente desloque todos os componentes nominais do sistema de uma situação de alta inflação para um nível próximo de zero. É nisto em que se baseiam os conhecidos programas de estabilização heterodoxos. Neste momento, surgem as seguintes questões: qual deve ser a âncora nominal e quais os novos conjuntos de regras em que o novo equilíbrio deve se basear, a fim de evitar-se o retorno da indexação.

O presente trabalho será dividido basicamente em duas partes: na primeira será apresentando o modelo de BRUNO (1991)<sup>(2)</sup>, que discute o processo de inflação inercial e nos sugere alguns critérios de escolha para a âncora nominal, seguida de uma discussão das vantagens e desvantagens da utilização da taxa de câmbio fixa como a âncora do sistema. A segunda parte consiste na exposição da situação na qual o Brasil se defrontou após o plano de estabilização, juntamente com o debate sobre uma possível dolarização da economia brasileira.

## 2. A ESCOLHA DA ÂNCORA NOMINAL

Como argumenta BRUNO (1991)<sup>(2)</sup>, os países que hoje sofrem com altas taxas de inflação e desejam se estabilizar, antes de mais nada devem utilizar mecanismos ortodoxos a fim de remover as causas reais das perturbações, que em sua maioria são oriundas de desequilíbrios fiscais ou na balança de pagamentos. A importância da inclusão de tais mecanismos torna-se clara, ao analisarmos os fracassos dos planos de estabilização da década de 80. Entretanto, como já mencionado, com os altos níveis inflacionários, como os apresentados no Brasil, um dado equilíbrio real pode ser compatível com várias taxas de inflação. Em tais circunstâncias, a retomada da estabilidade com uma minimização do custo social do ajustamento pede a fixação de uma âncora nominal, juntamente com algum programa de desindexação capaz de trazer a variação do nível geral de preços próxima de zero.

Será agora exposto o modelo contido em BRUNO (1991)<sup>(2)</sup>, que nos ajudará a considerar as alternativas de âncoras para o nível de preços. Trabalharemos com um modelo neoclássico tradicional, que supõe dicotomia entre o lado real e o nominal da economia, juntamente com o equilíbrio walrasiano, no lado real. Da primeira hipótese, tira-se que as funções **demanda** para todos os mercados são homogêneas de grau zero. Neste modelo, o nível geral de preços se ajusta para equilibrar o sistema e o mesmo permanece indeterminado, a menos que todas as outras variáveis nominais estejam fixadas. Tal mecanismo de ajuste está na base do conceito de âncora nominal.

Considere-se inicialmente, um simples modelo de economia fechada, sintetizado em dois mercados, sendo eles respectivamente o de trabalho e o de bens:

$$L(W/p; A_l) = 0 \quad (1)$$

$$Y(W/p; M/p; A_y) = 0 \quad (2)$$

onde:

W, M, P são respectivamente salário nominal, estoque de moeda agregada e nível geral de preços. As variáveis  $A_l$  e  $A_y$  correspondem a choques exógenos.

As equações 1 e 2 determinam o valor de equilíbrio do salário real e dos encaixes reais, onde a estabilidade do mesmo depende das regras de ajustamento para W e P, sob excesso de demanda.

Façamos agora um simples exercício de expansão monetária, assumindo uma economia sem crescimento. Pela equação (2) um excesso de oferta de moeda causa um excesso de demanda por bens. Surge então um *gap* inflacionário que leva a um ajustamento dinâmico no nível de preços (movendo-o para cima), o que por sua vez reduz o salário real, causando um excesso de demanda por trabalho, que se traduz em aumento do salário nominal. O equilíbrio será novamente reestabelecido quando  $P$  e  $W$  tiverem aumentado a uma mesma taxa, equivalente à elevação inicial em  $M$ . Havendo flexibilidade nos mercados de bens e de trabalho, variações em  $M$  farão  $P$  e  $W$  ajustarem-se a fim de manterem sempre os mercados em equilíbrio. Entretanto, caso não exista alteração em  $M$ , as magnitudes nominais  $P$  e  $W$  devem permanecer constantes. É neste sentido que a moeda é considerada a âncora nominal do sistema.

Por este modelo, tanto o nível de preços como o salário nominal podem também ser utilizados como âncora; porém, como BRUNO (1991)<sup>(2)</sup> mostra, é a moeda a âncora mais eficiente numa economia fechada. Entretanto, atualmente as economias mundiais estão cada vez mais interligadas e neste contexto o sistema de preços de um país pode ser ligado ao resto do mundo através da escolha do regime cambial. Nesta teoria, a taxa de câmbio passa a ser um concorrente viável de  $M$  para ancorar o sistema nominal.

Vamos então ampliar o modelo acima, para que possamos trabalhar com o mercado externo, tornando o mesmo mais realista. As equações (1) e (2) serão reescritas incluindo-se a taxa de câmbio real  $E/p$ , onde  $E$  é a taxa de câmbio nominal; será adicionado um terceiro mercado (o modelo externo), representado pela Conta de Transações Correntes:

$$L(W/p; E/p; A_l) = 0 \quad (1')$$

$$Y(W/p; M/p; E/p; A_y) = 0 \quad (2')$$

$$F(E/p; W/p; Y_f) = 0 \quad (3)$$

onde:

$Y_f$  corresponde a choques exógenos que afetem o mercado externo.

As três equações, conjuntamente, determinam uma única solução de equilíbrio para as magnitudes reais  $M/p$ ;  $W/p$ ; e  $E/p$ . O estabelecimento de

qualquer uma das quatro variáveis nominais (M, P, W, E) fixa o nível de equilíbrio das três restantes. Neste modelo, a taxa de câmbio nominal torna-se uma legítima alternativa de âncora para a economia. Compreendido o porquê da taxa de câmbio como âncora nominal, o próximo passo consiste em identificá-la como a mais eficiente para uma economia caracterizada por uma inflação crônica.

O processo inflacionário tem sido até agora marcado por um período de ajustamento, em virtude de um excesso de demanda no mercado de bens gerado por uma sobra de oferta no mercado monetário. Entretanto, como sabemos, uma inflação de preços persistente pode muito bem continuar, mesmo quando o mercado de bens está equilibrado. Para podermos estudar a dinâmica dos altos processos inflacionários, iremos transformar uma equação de equilíbrio como a (2') em uma equação em termos da taxa de mudança das variáveis nominais. Tal processo consiste em log-linearizar a equação (2') e extrair a derivada em relação ao tempo. Assim temos:

$$\pi = a_1\omega + a_2\varepsilon + a_3\mu + v \quad (4)$$

onde:

$\pi = \dot{P}/P$  é a taxa de variação da inflação, e o numerador representa a derivada de P em relação ao tempo  $\dot{P} = \partial P/\partial t$ ;  $\omega = \dot{W}/W$  é a taxa de variação do salário nominal;  $\varepsilon = \dot{E}/E$  é a taxa de desvalorização cambial;  $\mu = \dot{M}/M$  é a taxa de variação da oferta monetária; v correspondente a choques exógenos de demanda e de oferta; e  $a_1 + a_2 + a_3 = 1$  devido à homogeneidade de (2').

Agora reescrevemos a equação (4) na forma de uma equação de aceleração inflacionária:

$$\pi - \pi_{-1} = a_1(\omega - \pi_{-1}) + a_2(\varepsilon - \pi_{-1}) + a_3(\mu - \pi_{-1}) + v \quad (5)$$

onde:

$\pi_{-1}$  é a taxa da inflação defasada em um período.

Partindo de uma situação de *steady state* onde todas as variáveis nominais crescem a uma mesma taxa  $\mu_0$ , suponha-se que ocorra um choque real na balança de pagamentos que reduza a demanda de exportação. O fato leva a uma desvalorização do câmbio, provocando em determinado período um

salto em  $\varepsilon - \pi_{-1}$ , que após o choque novamente é  $\varepsilon = \pi$ , dado ser o fenômeno descontínuo. Na ausência de um ajustamento do lado real, como um corte nas despesas fiscais, o choque exige uma redução em  $M$ , necessária para reequilibrar os mercados. Se até agora  $M$  e  $W$  têm crescido a uma taxa  $\mu_0$ , e não há como reduzi-la, a desvalorização cambial leva necessariamente a uma elevação momentânea nos preços e, por conseguinte, na taxa de inflação, a qual logo em seguida recuperará seu valor de *steady state*, assim como todas as variáveis nominais, à medida que a elevação da inflação acarreta uma redução de  $M/P$  e  $W/P$ .

Suponha-se agora que a política monetária seja acomodativa e que os salários estejam formalmente indexados à inflação passada. Neste caso, teremos sempre:  $\omega = \mu = \pi_{-1}$ . Assim, a base monetária e o salário real crescerão a uma taxa superior a  $\mu_0$  após a desvalorização. Agora, o salto em  $\varepsilon - \pi_{-1}$  na equação (5) deverá causar um aumento permanente na taxa de inflação e em todas as variáveis nominais. Através deste mecanismo é que um sistema indexado faz perpetuar a inércia inflacionária. Num sistema com alto grau de indexação, choques reais, que antes se dissolveriam em pouco tempo, levam a uma mudança de patamar na taxa de inflação.

O estudo das grandes inflações mundiais nos faz identificar a taxa de câmbio como a âncora nominal chave da maioria dos processos de estabilização. Partimos em busca de uma sistematizada argumentação em favor desta escolha.

FISCHER (1986)<sup>(4)</sup>, trabalhando com uma pequena economia aberta, semelhante à do modelo 2, supondo ainda perfeita mobilidade de capital, alguma rigidez no salário nominal, porém nenhuma indexação formal e expectativas racionais, conclui que a queda do produto requerida para estabilização é inferior quando a taxa de câmbio é fixa.

PASTORE (s.d.)<sup>(7)</sup>, supondo uma economia aberta com perfeita mobilidade de capital, taxa de câmbio real fixa - ou seja, a taxa de câmbio nominal deve flutuar a fim de manter a paridade do poder de compra (PPP) - e onde resida um processo inflacionário crônico semelhante ao anteriormente descrito, argumenta que uma política monetária persistentemente contracionista gera uma tendência para endogeneizar o déficit público. Dada tal economia, se o Governo faz variar a taxa de câmbio nominal a fim de manter sempre um superávit na balança comercial, a política monetária contracionista eleva a taxa de juros doméstica acima da internacional, o que acarreta

entrada de dólares, motivando uma equalização dos juros e uma valorização instantânea do câmbio. O Governo, para não permitir essa valorização e para manter fixa a PPP, entra no mercado vendendo títulos e comprando dólar (o que só é possível através da manutenção da taxa dos juros domésticos acima da internacional, provocando um acúmulo de dívida pública). Esse mecanismo faz crescer o componente financeiro do déficit operacional e, assim, não havendo um correspondente corte nos gastos públicos e/ou elevação nos tributos, o próprio déficit operacional elevar-se-á. Neste caso, o déficit público se eleva não por erros de política fiscal, mas por políticas monetárias e cambiais equivocadas.

Conclui-se da análise anterior que, numa economia aberta, com perfeita mobilidade de capital e onde exista um processo inflacionário crônico, a moeda se endogeneíza, mesmo na presença de câmbio flutuante, não podendo assim ser utilizada como âncora nominal. Partiremos agora para a análise das vantagens e desvantagens da utilização da taxa de câmbio fixa como âncora nominal do sistema.

O grande argumento contra a utilização da taxa de câmbio fixa advém do fato de que em tal regime cambial qualquer desequilíbrio externo deve ser resolvido por ajustamentos no nível de preços e na atividade interna da economia, de modo que a ausência de um mecanismo de ajustamento mais suave levaria a recorrentes crises no balanço de pagamentos que gerariam, por parte dos países afetados, um aumento no protecionismo alfandegário. Com taxa de câmbio flutuante, o equilíbrio no balanço de pagamentos seria garantido por ajustamentos contínuos na taxa de câmbio, em virtude de modificações na demanda e oferta de divisas, sem maiores consequências para a economia doméstica (FRIEDMAN, 1956)<sup>(5)</sup>. Mesmo as alternativas de alterar de tempos em tempos a taxa de câmbio (como a utilizada por alguns países), era bastante criticada, uma vez que a proximidade de uma alteração na taxa de câmbio provocava ataques especulativos à moeda.

Outra questão importante contra a taxa de câmbio fixa reside nos resultados dos modelos macroeconômicos do tipo IS-LM-BP que, na presença de perfeita mobilidade de capital, concluem pela endogeneização da política monetária, sendo assim o país obrigado a abrir mão desse poderoso instrumento de política econômica. De acordo com esses modelos, na presença de taxas de câmbio fixas e perfeita mobilidade de capital, um aumento na quantidade de moeda gera uma tendência de queda na taxa de juros e de déficit na balança de pagamentos. Esses dois fatores geram uma contração

da base monetária até que a quantidade de moeda retome seu valor original (ZINI JR., 1993)<sup>(9)</sup>.

No entanto, observa-se que, principalmente em países com alta média inflacionária, as taxas de câmbio tendem a ser bastante voláteis, em virtude dos participantes do mercado não disporem de uma âncora para formar as expectativas de médio prazo. Tal volatilidade se dá devido ao fato de as políticas de administração de demanda, que teoricamente deveriam ancorar o sistema, serem de fato endógenas e geradas por movimentos de taxas de câmbio. Sem âncora, os eventos de curto prazo (como rumores de mudanças em políticas) levam a amplas revisões de expectativas sobre as taxas de câmbio futuras, com reflexos imediatos sobre as taxas correntes. Nessas circunstâncias, aumentam os riscos de movimentos especulativos que se auto-realizam. Mesmo que as mudanças previstas pelo público não reflitam de fato as intenções dos administradores de política econômica, existe a possibilidade de que alterações nas taxas observadas induzam de fato a mudanças na política. Se as políticas econômicas forem em grande parte endógenas, variações aleatórias nas expectativas sobre políticas futuras podem modelar as políticas presentes e a economia ficaria sem âncora. Nessas circunstâncias, não só a política monetária se endogeneiza, mesmo na presença de taxas flutuantes, mas também as demais políticas de administração de demanda. Assim, apesar do câmbio fixo obrigar o governo a se adequar à inflação média mundial, independente de seus objetivos internos, é importante repensar sua utilização como âncora do sistema, numa situação de inflação crônica como a vivida pelo Brasil (ALMEIDA, s. d.)<sup>(1)</sup>.

### 3. O DEBATE EM TORNO DA DOLARIZAÇÃO

O Plano Real, após a desindexação da economia pela URV, utilizou como uma das principais âncoras das variáveis nominais a taxa de câmbio, a qual foi mantida entre bandas muito próximas. Segundo PASTORE (s.d.)<sup>(7)</sup>, apesar do fato de se terem fixado bandas estreitas, dentro das quais o câmbio pudesse flutuar, não é empecilho ao Brasil viver hoje um regime de câmbio fixo, pois mesmo durante o padrão ouro a taxa de câmbio podia flutuar entre bandas, contidas entre dois *gold-points*. Ainda de acordo com PASTORE (s.d.)<sup>(7)</sup>, o regime de câmbio fixo não é caracterizado pela existência de bandas, mas sim pelo compromisso do Governo em manter estável por um longo prazo a taxa de câmbio nominal. Se ocorrer um déficit no balanço de pagamentos, o Governo deverá adotar qualquer instrumento de política eco-



nômica para estabilizar o mercado externo, com exceção da desvalorização cambial. Se a proporção dos bens internacionais sobre o PIB for grande, a arbitragem de mercado manterá os preços dos bens internos atrelados aos seus similares no mercado internacional, e sendo tais preços estáveis, também assim serão os preços domésticos. Na verdade, as estreitas bandas de flutuação diminuem a intensidade do câmbio fixo; porém, não o tornam flutuante. Como vimos até agora, tal sistema tem tido êxito em ancorar preços e salários nominais, mantendo-os num patamar aceitável para um programa de ajustamento.

Neste momento do processo de estabilização, torna-se pertinente a seguinte questão: cabe ao Governo avançar no processo de fixação da taxa de câmbio através da determinação de um regime monetário particular, no qual haja um certo grau de conversibilidade entre a moeda doméstica e as reservas internacionais, como por exemplo existe na Argentina, ou deve dar prosseguimento à sua política de manter o câmbio com bandas extremamente próximas?

A última parte do trabalho consiste exatamente na tentativa de fornecer uma resposta para essa questão. Com este intuito faremos uma rápida reflexão sobre a situação brasileira e em seguida serão expostos os argumentos dos professores PASTORE (s.d.)<sup>(7)</sup> e TOLEDO (1992)<sup>(8)</sup>, respectivamente, a favor e contra a dolarização.

A implantação da reforma monetária e a fixação da taxa de câmbio tiveram como conseqüências imediatas a queda da inflação para patamares próximos a zero, juntamente com a estabilidade do nível geral de preços. Esse novo quadro econômico reduziu o custo de se reter moeda, gerando um aumento da demanda por encaixes reais. Uma vez que o câmbio foi fixado pelo Banco Central, este só pode criar moeda através da compra de dólares; perde assim, a sua capacidade de aumentar a oferta de moeda com operações de *open market*. Ficando impedido de monetizar a dívida pública, o déficit se tornaria permanente. Por outro lado, esta imediata monetização não era de interesse para o programa de estabilização, uma vez que a queda dos juros, oriunda desse processo, aliada ao aumento do salário real, que veio após a fixação do câmbio, gerariam pressões de demanda prejudiciais à manutenção da inflação em patamares baixos. Entretanto, a manutenção do estoque da dívida pública, numa situação de inflação baixa, corresponde a um aumento da participação desta dívida no estoque de riqueza da população, o que só se viabiliza, no Brasil de hoje, através da manutenção da taxa de juros acima

da taxa de crescimento da economia, o que vem a ser uma situação insustentável a longo prazo.

Dado o estoque de ativos financeiros dos indivíduos e das empresas, o excesso de demanda por moeda produz um excesso de oferta de títulos, o que contrai seus preços e eleva a taxa de juros. Neste momento, a arbitragem do mercado financeiro internacional aumentará a oferta de dólares, a fim de equalizar as taxas de juros. Como o câmbio é fixo, o Banco Central é obrigado a comprar o excesso de dólares, o que teoricamente aumentaria a oferta de moeda, reduzindo os juros domésticos. No entanto, o Governo não pode permitir que haja tal queda, em virtude das pressões com o aumento da demanda (decorrentes dessa movimentação) e por isso entra no mercado vendendo mais títulos, mantendo assim a taxa de juros doméstica acima da internacional. A incapacidade do Governo de permitir a redução da taxa de juros faz com que ele acumule déficit operacional a níveis cada vez mais insustentáveis.

A inconsistência intertemporal, produzida pela manutenção da taxa de juros acima da taxa de crescimento da economia, obrigará no futuro próximo a autoridade fiscal a cortar gastos e/ou aumentar impostos a fim de produzir uma sequência de superávits, de modo a igualá-los ao valor presente daquela de déficits. Uma coisa, no entanto, é o Governo tomar consciência da necessidade de se adequar a esse novo regime cambial e assim criar regras rígidas para manter a disciplina fiscal; outra coisa é a autoridade econômica acreditar que só por ter fixado essa restrição poderá obrigar o Governo como um todo a manter uma disciplina fiscal compatível com o câmbio fixo. Se não houver tal consciência, a expansão fiscal aumentará a demanda doméstica, elevando o preço dos bens não comercializáveis - uma vez que o preço dos bens comercializáveis está atrelado ao mercado internacional através do câmbio fixo - gerando inflação interna e apreciando a taxa de câmbio real; esta, por sua vez, aumenta as importações e reduz as exportações até a autoridade econômica ser obrigada a desvalorizar o câmbio, para manter a competitividade internacional dos produtos domésticos.

Pela ótica do equilíbrio externo, nota-se que o câmbio foi fixado a uma taxa na qual a moeda nacional está sobrevalorizada, refletindo-se numa redução das exportações e elevação das importações, juntamente com o aumento da demanda interna, o que eleva o preço dos bens não comercializáveis. Tais movimentos, na ausência de outras medidas que visem a um ajuste estrutural doméstico, tendem a apreciar a taxa de câmbio real que,

mais cedo ou mais tarde, vai levar o País a realizar um processo recessivo para reduzir preços e salários, ou a abandonar o câmbio fixo; caso contrário, não conseguirá restabelecer a competitividade externa. Um processo semelhante a este vem se verificando na Argentina e explodiu no México, sendo este país obrigado a desvalorizar sua taxa de câmbio.

Passaremos agora a expor os argumentos de PASTORE (s.d.)<sup>(7)</sup> sobre a seqüência que deve ser dada à política de estabilização. Devido ao grau de instabilidade existente em nossa economia - e apesar de estreitas bandas de flutuação, a taxa de câmbio ser considerada fixa - ele defende que a manutenção da presente política cambial não caracterizaria uma adesão total do Governo ao câmbio fixo, ou seja, não existe a confiança (por parte dos agentes) em que as autoridades monetárias estejam comprometidas em manter o câmbio fixo a longo prazo - de modo que o constrangimento fiscal não se torne tão forte, a ponto de frear o ímpeto de gastos por parte do Governo como um todo - ficando nesse caso a âncora nominal enfraquecida. Assim, a moeda passa a ser de fato a âncora nominal dos preços; porém, como vimos, isso só será possível se a moeda for exógena. Vivendo num regime de perfeita mobilidade de capital como o nosso, isso só se dará caso o Banco Central passe a controlar o fluxo de capitais internacionais. Por isso, a dolarização é apresentada como a melhor saída para o caso brasileiro, pois ela garantiria (para os agentes) o compromisso do Governo de não depreciar a taxa de câmbio, que se tornaria uma perfeita âncora nominal para o sistema.

Dentro de sua exposição, PASTORE (s.d.)<sup>(7)</sup> defende ainda que não existiriam problemas na conversibilidade entre a moeda brasileira e o dólar. Um dos fortes argumentos contra a dolarização é que o tamanho das reservas não seria suficiente para lastrear o estoque de M4, que é o estoque de moeda considerado como sendo o relevante para muitos economistas; assim, haveria uma corrida da sociedade para o dólar, com o objetivo de se proteger. A corrida para o dólar por parte de indivíduos e empresas, em virtude de uma desconfiança no processo de estabilização, consistiria na venda por parte dos mesmos de seus títulos públicos, com o objetivo de trocar reais por dólares. Como o Banco Central é impedido de entrar no mercado comprando títulos, devido ao seu compromisso com a conversibilidade, esse excesso de oferta de títulos fará cair o valor de face dos mesmos, elevando a taxa de juros. A continuidade desse movimento fará aumentar, cada vez mais, a perda de capital de quem esteja vendendo títulos, além do que crescerá, também, o custo de oportunidade de se trocar M4 por dólar, uma vez que o segundo não rende juros, enquanto o primeiro renderá juros cada vez maiores no mercado

secundário. Dessa forma, a arbitragem de mercado se incumbirá de fazer cessar a corrida por dólares. PASTORE (s.d.)<sup>(7)</sup> conclui:

*"... as reservas atuais não são somente suficientes, mas são mais do que suficientes, e o seu dimensionamento não é um problema apenas contábil, mas econômico, que envolve as forças de oferta e procura nos mercados de dólares e de títulos de renda fixa".*

Em seu artigo de setembro de 1992, o prof. TOLEDO (1992)<sup>(8)</sup> expõe um modelo para uma economia aberta, e com base nele faz uma crítica ao processo de dolarização da economia argentina, prevendo que a mesma estaria fadada ao fracasso, pela impossibilidade de se conseguir um equilíbrio simultâneo entre a economia doméstica e o setor externo, quando se tem uma economia dolarizada. Procuraremos agora expor o processo de ajustamento apresentado por TOLEDO (1992)<sup>(8)</sup> a partir de dois cenários: o primeiro, supondo câmbio flutuante e o segundo, câmbio fixo, tentando transportar para a economia brasileira a análise inicialmente feita para a argentina.

No regime de taxa flutuante, o balanço de pagamentos está permanentemente em equilíbrio. Suponha-se uma situação inicial de desequilíbrio, tanto doméstico como externo, onde o nível de atividade e de renda estejam em um ponto abaixo do equilíbrio; ou seja, existe um excesso de demanda, a atividade econômica está se expandindo e há uma situação de déficit potencial. Como o câmbio é flutuante, observa-se uma rápida desvalorização cambial, equilibrando o setor externo. Do lado doméstico, porém, não há equilíbrio; apresenta-se uma igualdade entre demanda e oferta agregada; no entanto, o salário real é muito baixo (dado o nível de atividade econômica) e existe expectativa de aceleração inflacionária.

Diante desse cenário, as autoridades econômicas decidem-se por dolarizar a economia, comprometendo-se legalmente com uma conversibilidade entre a moeda nacional e o dólar. Com câmbio fixo, o equilíbrio do balanço de pagamentos deve se acomodar à dinâmica doméstica. Partindo do quadro anterior, no momento da fixação do câmbio os salários começam a subir, pressionando para o alto o preço dos bens não comercializáveis, apreciando a taxa de câmbio real. Nesta situação, as variáveis reais são estáveis e não há inflação; porém, a elevação da taxa de câmbio real irá gerar um déficit no balanço de pagamentos, o que torna o equilíbrio instável e temporário. Nessas circunstâncias, a autoridade econômica deverá, em algum momento, ser obrigada a desvalorizar o câmbio para restabelecer o equilíbrio externo; nesse momento, voltará a aceleração inflacionária.

Antes do Plano Cavallo, existia na Argentina uma situação de um relativo equilíbrio externo, simultaneamente com um quadro interno de baixo nível de atividade (caracterizado por baixos salários reais, aceleração inflacionária e pressões sindicais). Logo após a estabilização, houve um ganho de credibilidade no Governo que, com taxas de juros superiores às internacionais, induziu um processo de entrada de capitais e permitiu um relativo equilíbrio inicial das contas externas. A paulatina redução dos juros vai alterando o sentido do balanço de capitais; isso mais a deterioração das Contas de Transações Correntes (devido à apreciação cambial) levarão a uma redução do boom econômico dos primeiros anos. Simultaneamente, tem-se uma queda no nível de atividade do setor de bens comercializáveis, reduzindo a receita fiscal e piorando o déficit público. A união de todos esses fatores abalará a confiabilidade na taxa de câmbio fixa e a expectativa de desvalorização detonará, de uma vez por todas, o processo de corrida às reservas cambiais, pondo um fim na paridade fixa e na estabilidade doméstica.

A semelhança da economia argentina com a brasileira, ou seja, a presença de déficit público de difícil rolagem, seguido de um alto grau de conflito distributivo (caracterizado por salários reais baixos, sindicatos fortes e baixa concorrência), nos mostra o grande risco que estaremos correndo em avançar no processo de dolarização. TOLEDO (1992)<sup>(8)</sup> conclui:

*"...Somente um programa abrangente de reformas estruturais poderá lograr a estabilidade de preços. Tais programas requerem duas bases políticas: um pacto social e reformas institucionais..."*

As reformas institucionais seriam a reforma fiscal e a tributária (com maior eficiência na gestão dos gastos públicos), e ainda o aumento da renda real, através da incorporação de ganhos de produtividade e ganhos fiscais.

#### 4. CONCLUSÃO

Durante a década de 80, foi experimentada no Brasil uma série de planos de estabilização, todos fracassados. As razões de tais fracassos são hoje bastante discutidas, mas uma coisa é, de certa forma, consenso: as causas estruturais de nossa inflação não foram atacadas. Por causas estruturais, entende-se o enorme conflito distributivo vivido em nossa sociedade, oriundo de uma economia com baixo grau de concorrência, que permite à nossa classe empresarial achatar o salário real dos trabalhadores e repassar

para preços qualquer tentativa sindical de aumentá-lo. Além disso, verifica-se a falta de credibilidade do setor público, que o impossibilita de manter um déficit público que, apesar de em termos relativos ser pequeno, só ser financiado a custo de juros altíssimos e elavadíssima liquidez, retirando do Governo qualquer possibilidade de fazer políticas de longo prazo.

Como discutido, a inflação crônica vivida pelo Brasil e demais países da América Latina não pode ser combatida apenas atingindo suas causas estruturais; por isso, é necessário um plano de estabilização como o Plano Real. Este, engenhosamente, conseguiu quebrar a espinha dorsal do processo inflacionário aqui vivido. Primeiro, desindexou a economia sem gerar desalinamento de preços e salários, o que tinha sido um dos grandes problemas dos planos anteriores. Em seguida, ancorou as variáveis nominais na taxa de câmbio, o que como vimos, apesar de todos os problemas oriundos desse mecanismo, trata-se de âncora mais eficiente quando o país passa por um processo inflacionário crônico.

Possuímos hoje um ambiente de relativo equilíbrio doméstico, com inflação baixa e preços constantes; no entanto, a estabilidade ainda está longe. Vivemos ainda amedrontados com o fantasma da reindexação, alimentado por taxas de juros domésticas altíssimas (entre as maiores do mundo) e um crescente déficit no balanço de pagamentos (em virtude da apreciação da taxa de câmbio). Entramos agora, no meu entender, na fase mais importante do atual plano de estabilização, que consiste na tentativa de resolução das verdadeiras causas da inflação, ou seja, o equilíbrio das contas públicas e o conflito distributivo. Desta forma, só se o Governo for capaz de resolver estes problemas é que será possível atingirmos simultaneamente o equilíbrio doméstico e o externo.

**Abstract:** In July of 1994 it was implemented in Brazil the "Plano Real". Contrary to the other plans of stabilization, it tried to anchor the economy to a nominal variable. This paper defines the concepts of nominal anchor and its importance to the process of stabilization of an economy with cronic inflation. At the same time it will be done an analysis of the benefits and disadvantages in the use of the exchange rate as a nominal anchor. There will be included a small discussion about the path of "Plano Real", focusing a debate about dolarization. Finally the paper points out the importance of solving the structural problem of Brazilian inflation, as consequence of the income distribution problems and the incapability of government to finance the public sector, to achieve a strong stabilization.

**Key Words:** Inflation; Currency Stabilization; Economic Stabilization; Exchange Stability; "Plano Real"; Brazil.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

1. ALMEIDA, Saulo. **Fixação vs flutuação cambial**; a retomada de um antigo debate. [s.n.t.] Mimeografado.
2. BRUNO, Michael. High inflation and the nominal anchors of an open economy. **Essays in International Finance**, [s.l.] FMI, n. 183, June 1991.
3. THE ECONOMIST. *Fear of finance*. 19 Sept. 1992.
4. FISCHER, Stanley. Exchange rates versus money targets in disinflation. In: \_\_\_\_\_ (Ed.) **Indexing inflation and economic policy**. Cambridge, Mass : MIT, 1986.
5. FRIEDMAN, Milton. **The case for flexible exchange rates: essays in positive economics**. Chicago : University of Chicago, 1956.
6. MUNDELL, R. **International economics**. New York : Macmillan, 1968.
7. PASTORE, Affonso C. **Reforma monetária, inércia e estabilização**. [s. n.t.] Mimeografado.
8. TOLEDO, Cirne de. Argentina: Cavallo, galope para o desastre? **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 12, n. 3, jul./set. 1992.
9. ZINI JR., Alvaro. **Taxa de câmbio e política cambial no Brasil**. São Paulo : EDUSP, 1993.

---

Recebido para publicação em 07.04.95

