

Políticas macroeconômicas e regimes cambiais: uma resenha crítica da contribuição do *mainstream* na década de 80

Mário Ferreira Presser¹

Introdução

Na década de 80, predomina quase um novo paradigma no *mainstream*. É um programa de pesquisa neowalrasiano, baseado na teoria de equilíbrio geral. Comparado com a síntese neoclássica, seu paradigma anterior, desaparece a ruptura entre uma macroeconomia keynesiana e uma microeconomia neoclássica: o programa de pesquisa de fundamentos microeconômicos, impulsionado pelos novos clássicos, torna-se hegemônico. Com a introdução do “agente representativo”, volta-se ao fundamentalismo:² considera-se que a economia de mercado é estável por sua própria natureza e segue uma trajetória próxima do pleno emprego, dela somente sendo deslocada por intervenções desastrosas das autoridades públicas ou por instituições inadequadas, ambas provocando distorções nos preços e nos incentivos individuais. Os agentes econômicos são racionais e reabilita-se o papel dos preços relativos. O mercado permite não apenas a designação ótima dos fatores, mas também a orientação das escolhas estratégicas pela difusão da informação privada ao resto da sociedade – sendo os preços de mercado o instrumento desta difusão. A crescente formalização matemática das condições de equilíbrio caracteriza esse programa de pesquisa e os modelos macroeconômicos tornam-se cada vez mais axiomáticos, lógicos e atemporais.

A principal novidade teórica desse programa de pesquisa é a importância concedida às expectativas e ao processo de aprendizado dos agentes econômicos nas decisões de política econômica. A negligência desses aspectos na síntese neoclássica não sobrevive à ofensiva dos novos clássicos na década de 70, que propõem “expectativas racionais”. Devem-se reconhecer os méritos desta escola, que obrigam as demais a reconhecerem e examinarem a pertinência dos processos de formação de expectativas, os efeitos das políticas no lado da oferta e a distinção entre políticas antecipadas e não antecipadas. Os novos clássicos introduzem o tema que domina o debate econômico no último quartel deste século: há um “processo de aprendizado” dos agentes econômicos, que se reflete nas suas

(1) O artigo é uma versão resumida e levemente modificada da Parte I de Presser (1999). O autor agradece os comentários de José Carlos Miranda, Luciana Togeiro de Almeida e do parecerista de *Economia e Sociedade*.

(2) Por fundamentalismo econômico denomina-se aqui um conjunto de princípios e ensinamentos que explica, orienta e dá objetivos à visão do *mainstream*, no qual se destaca o caráter metafísico das fundações e preconceitos da *Economics*.

reações às políticas macroeconômicas. Utilizando expectativas racionais, suas contribuições enfatizam, nas decisões de política econômica, a possibilidade de inconsistência temporal, a importância da credibilidade e a necessidade de independência das autoridades monetárias.

O comportamento das taxas de câmbio e a natureza do regime cambial são temas de vital importância para qualquer Estado nacional no capitalismo contemporâneo, uma vez que governam as ligações entre a economia nacional e o resto do mundo, estabelecendo os preços relativos entre as produções doméstica e internacional, influenciando a designação interna dos recursos entre setores produtores de bens comerciáveis e não-comerciáveis, e determinando quanto da riqueza financeira global (isto é, do investimento externo direto e das aplicações das carteiras dos investidores nacionais e internacionais) é denominada na moeda nacional. Refletindo sua importância, a escolha do regime cambial é uma das questões mais exaustivamente discutidas na literatura econômica do *mainstream*, sem se atingir um consenso sobre como o regime cambial afeta o desempenho de uma economia em matéria de crescimento, emprego e inflação, os principais objetivos de uma política de estabilização (Ghosh, Gulde, Ostry & Wolf, 1995).

Qualquer síntese da experiência com taxas de câmbio flutuantes, após o abandono definitivo das regras de Bretton Woods em 1973, mostra a rápida desilusão do *mainstream* com os resultados obtidos na adoção desse regime, apresentado pelos economistas monetaristas, nas décadas de 60 e 70, como um meio eficaz para resolver os problemas dos balanços de pagamentos, reduzir a especulação com as moedas, diminuir os custos das intervenções dos bancos centrais nos mercados de câmbio e insular as economias, dando autonomia à política monetária para perseguir as metas de estabilização interna.³

Nesta resenha, mostra-se que a ofensiva dos novos clássicos perde seu ímpeto na discussão dos regimes cambiais ao longo da década de 80. Paradoxalmente, a regressão para modelos reducionistas no *mainstream*, vale dizer, modelos determinados por seus componentes microeconômicos, coincide com o advento das grandes transformações e da profunda incerteza que acompanham a globalização, especialmente a globalização financeira. Tornam-se evidentes as desilusões do *mainstream* com as taxas de câmbio flutuantes, a falta de comprovação empírica da existência de mercados de câmbio eficientes, os

(3) Numa influente avaliação da experiência internacional com taxas de câmbio flutuantes no final da década de 70, Emminger (1979) destaca cinco características que levam ao crescente desencanto no *mainstream* com esse regime cambial: (1) os ajustamentos dos balanços de pagamento revelam-se particularmente difíceis de alcançar, especialmente a resolução dos desequilíbrios comerciais; (2) não sendo resolvidos os problemas nos balanços de pagamentos, persistem as restrições externas sobre as políticas econômicas internas; (3) a flutuação divide as principais moedas em dois grupos: as “fortes”, que estabelecem círculos virtuosos, nos quais a valorização fortalece a estabilidade interna e eleva a qualidade da inserção internacional, sustentando eventuais valorizações posteriores; e as “fracas”, sujeitas a círculos viciosos, nos quais a desvalorização eleva a inflação e degrada a especialização internacional, repondo a necessidade de novas desvalorizações; (4) as flutuações das taxas de câmbio tornam-se, em várias ocasiões, abruptas e erráticas; (5) permanece e torna-se aguda a crise da moeda-chave do sistema internacional, o dólar.

episódios de instabilidade causados pela crescente especulação nos mercados financeiros e cambiais, os maiores desequilíbrios macroeconômicos associados à negligência das políticas fiscal e cambial nos Estados Unidos e a permanência de um elevado desemprego estrutural (em particular na Europa).

Mostra-se também que o debate no âmbito do *mainstream* é marcado pela contra-ofensiva dos novos keynesianos nessa década, que aceitam o desafio dos novos clássicos de empregar metodologicamente as ferramentas da microeconomia para dar fundamentos à macroeconomia, mas que alternativamente sublinham as imperfeições dos mercados e as externalidades como elementos definidores da questão principal da macroeconomia. Para os novos keynesianos, os agentes são diferenciados, os preços não podem resolver simultaneamente as questões da designação eficiente dos recursos e da disseminação simétrica da informação, permanecem as assimetrias de informação em vários mercados (notadamente nos mercados de trabalho e financeiro), há uma certa autonomia dos processos políticos, e reconhece-se o papel das externalidades e dos rendimentos crescentes. Nesse enfoque, admite-se que intervenções públicas podem ser estabilizadoras em determinadas circunstâncias.

Como resultado da ofensiva dos novos keynesianos, a vitória do programa de pesquisa de fundamentos microeconômicos para a macroeconomia torna-se uma vitória de Pirro: multiplicam-se os modelos com diferentes hipóteses sobre informações, procedimentos de coordenação, poder, etc., cujos testes econométricos fornecem uma multiplicidade de resultados para a macroeconomia aplicada, aumentando as incertezas e indeterminações na economia, mais do que reduzindo-as. A procura de resultados mais pertinentes e robustos origina programas de pesquisa extremamente especializados, gerando uma enorme perplexidade na apreciação agregada dos resultados. Como as técnicas econométricas não proporcionam forte seletividade entre as hipóteses concorrentes, a teoria macroeconômica produz apenas algumas relações intuitivas simples sobre o comportamento dos agentes econômicos e o ajustamento dos mercados (Boyer, 1997).

Nesta resenha mostra-se que essa perplexidade também atinge os modelos de taxa de câmbio, cujas conclusões são altamente dependentes das hipóteses feitas acerca do tipo de previsão e antecipação dos agentes econômicos, do grau postulado de substituição entre divisas e da hierarquia inerente às relações monetário-financeiras internacionais. Surgem novos modelos ad hoc, adaptados para certas questões e épocas. Além disso, comprova-se que o conteúdo informativo da conta corrente reassume importância para os agentes em certas conjunturas e a identificação das causas do seu desequilíbrio nem sempre é fácil ou incontroversa.

Esta resenha pretende fornecer uma exposição sintética do desenvolvimento das grandes questões de política macroeconômica pelo

mainstream de meados da década de 80 até a crise do Sistema Monetário Europeu em 1992/93, mantendo o foco nos regimes cambiais, escolha justificada pela importância do tema nas opções estratégicas de política econômica na América Latina na década de 90. Essa exposição é feita a seguir em sete itens: no primeiro, discute-se a determinação das taxas de câmbio; no segundo, introduz-se um dos novos temas na política cambial: a questão da credibilidade; no terceiro, são introduzidos dois outros novos temas: controles dos movimentos de capitais e a cooperação internacional; no quarto, discute-se a designação dos instrumentos de política econômica; no quinto, as lições da crise do Sistema Monetário Europeu (SME); no sexto, a estratégia macroeconômica de desinflação competitiva; e, no sétimo e último, à guisa de conclusão, as novas faces da restrição externa são discutidas.

1. A determinação das taxas de câmbio

Um dos legados de um balanço crítico das políticas monetaristas implementadas na primeira metade da década de 80 é o fim da ilusão com a autonomia supostamente conferida às políticas econômicas internas pelo regime flutuante. Na virada da década de 70 para a de 80, com a posse de governos neoliberais liderados por Reagan nos Estados Unidos e Thatcher na Grã-Bretanha, a prioridade nas estratégias macroeconômicas passa a ser o combate frontal à inflação. A ênfase dessas estratégias é no controle monetário interno de médio prazo, sendo a taxa de câmbio determinada pelas forças de mercado. A valorização da moeda nacional, resultado das políticas monetárias altamente restritivas, é tolerada como um mecanismo de transmissão que potencializa o controle financeiro na luta contra a inflação.

Nesses dois países, a política monetária com metas quantitativas procura imitar a estratégia pioneira da Alemanha pós-1973, vista como apresentando um “círculo virtuoso” até 1979. No entanto, as formas específicas da sua implementação nos Estados Unidos e as respostas defensivas no restante do G-7 resultam em excessiva volatilidade das taxas de câmbio e de juros, reais e nominais, e em crescentes desequilíbrios comerciais, especialmente no interior da Tríade, na primeira metade da década de 80.

Esse comportamento das taxas de câmbio desafia os dois principais modelos do *mainstream* disponíveis para sua determinação em regimes flutuantes, a saber, o modelo Mundell-Fleming ampliado pela adição de expectativas⁴ e o modelo de diversificação das carteiras de ativos. Ambos os modelos destacam a importância da arbitragem em mercados financeiros crescentemente integrados.

(4) A renovação do modelo Mundell-Fleming pela introdução de velocidades diferenciadas de ajustamento dos preços nos mercados de bens e de ativos, bem como de expectativas racionais nos mercados de ativos, encontra-se no artigo clássico de Dornbusch (1976).

Expectativas racionais (*forward-looking*) são cruciais para alcançar o equilíbrio nos mercados de ativos e a taxa de câmbio nominal participa da formação dos preços relativos desses ativos no processo de diversificação das carteiras privadas entre ativos domésticos e estrangeiros. Nesse processo, mudanças esperadas na taxa de câmbio influenciam os rendimentos esperados das carteiras com ativos multimonetários.

Na sua resenha sobre regimes cambiais no final da década de 80, um dos pioneiros entre os teóricos das taxas de câmbio flutuantes admite que:

O fato observado com maior regularidade sobre o comportamento das taxas de câmbio flutuantes é que as mudanças nas taxas de câmbio são em grande parte randômicas e imprevisíveis. Isto tem sido certamente verdadeiro, desde 1973, para as taxas de câmbio bilaterais diárias, semanais, mensais e trimestrais das outras principais moedas contra o dólar, e parece ser geralmente verdadeiro para outras experiências com taxas de câmbio flutuantes. Como regularidade empírica geral, o comportamento estocástico das taxas de câmbio nominais e reais no regime flutuante aproxima-se bastante ao de um passeio randômico (*random walk*).⁵ (Mussa, 1990: 2).

A importância dessa conclusão é a admissão de uma importante lacuna teórica no *mainstream*: com o fracasso empírico dos modelos de determinação da taxa de câmbio, desaparecem as normas consensuais para encontrar uma taxa de câmbio de “equilíbrio” de longo prazo que possa orientar as decisões dos agentes que participam do mercado cambial. Em termos dos dois principais modelos do *mainstream*, no primeiro, o Mundell-Fleming ampliado, as amplas flutuações das taxas de câmbio não podem ser associadas aos fundamentos (*economic fundamentals*), sugerindo a presença de especulação no mercado de câmbio. No segundo, o de diversificação das carteiras de ativos, tais flutuações desmentem as hipóteses simplificadas de mercados de câmbio eficientes.⁶ Examinam-se brevemente, a seguir, as razões do fracasso da arbitragem nesses modelos de determinação da taxa de câmbio.

A hipótese central desses modelos incorpora a revolução dos novos clássicos: com perfeita mobilidade de capitais, investidores internacionais (multimonetários) racionais e neutros ao risco aplicam no instrumento financeiro que ofereça a maior rentabilidade, independente da moeda de denominação. Graças à arbitragem contínua de tais agentes, os mercados financeiros, inclusive o cambial, são eficientes. Num mercado especulativo eficiente os preços refletem plenamente toda a informação disponível aos investidores e não deve ser possível auferir sistematicamente lucros extraordinários (acima da média do mercado) com

(5) Numa trajetória de *random walk*, a melhor predição do valor futuro da taxa de câmbio é a taxa de câmbio corrente.

(6) As principais hipóteses sobre o papel dos mercados de câmbio, os resultados teóricos esperados e os testes empíricos efetuados, a partir desses modelos, são discutidos numa vastíssima bibliografia pelo *mainstream*, na qual se destacam Dornbusch (1987); Dornbusch & Giovannini (1990) e Taylor (1995).

a especulação. Num mercado de câmbio eficiente, a diferença esperada entre as taxas de câmbio de duas moedas nacionais diversas num momento futuro no mercado à vista (*spot*), deve ser compensada pelo diferencial corrente das taxas de juros respectivas, condição denominada paridade descoberta das taxas de juros, a única capaz de evitar que os agentes posicionados na moeda “fraca” mudem para a moeda “forte” para realizar ganhos de capital:⁷

$$sE_{t+1} - s_t = i_t - i_t^* \quad (1)$$

sendo s_t o logaritmo da taxa de câmbio da moeda “fraca” no mercado à vista no período t , sE_{t+1} o logaritmo da taxa de câmbio esperada dessa moeda no mercado à vista no período seguinte, i_t a taxa de juros nominal no mercado doméstico e i_t^* a taxa de juros nominal no mercado internacional. Esta condição é normalmente testada estimando uma equação de regressão da forma:

$$\Delta s = \alpha + \beta (f_t - s_t) + \eta_{t+1} \quad (2)$$

sendo f_t o logaritmo da taxa de câmbio no mercado futuro (*forward*) e η_{t+1} um termo aleatório, cuja distribuição não deve ser correlacionada com as informações disponíveis no período t .

Essa condição não se cumpre nos testes empíricos, significando que os mercados são ineficientes, não incorporando informações relevantes na determinação das taxas de câmbio em razão da não-verificação de uma ou ambas hipóteses de racionalidade e neutralidade diante do risco dos agentes.⁸

Se os mercados cambiais não são eficientes, ambas ou pelo menos uma das hipóteses sobre os agentes (racionalidade e neutralidade diante do risco) deve ser abandonada. O abandono da segunda tem conseqüências menos dramáticas para o *mainstream*, apesar de implicar a aceitação de que há uma hierarquia entre as moedas do Sistema Monetário Internacional (os investidores têm um “habitat preferencial”) que confere grau de liberdade distinto à política econômica de cada uma delas. Particularmente, o dólar exerce um papel à parte pela liquidez, segurança, tamanho e diversidade dos mercados financeiros que lhe são associados. A nova hipótese testada é que a condição de paridade descoberta pode não se cumprir pela presença de um prêmio de risco demandado pelos investidores para permanecer na moeda “fraca”:

$$sE_{t+1} - s_t = i_t - i_t^* - \rho_t \quad (3)$$

sendo ρ_t o prêmio de risco.

(7) Paridade “descoberta” porque permanece o risco cambial.

(8) A estimativa teoricamente esperada de β é +1, isto é, uma moeda que oferece taxas de juros mais altas deve desvalorizar por um montante equivalente no futuro. No entanto, os testes indicam β mais próximo a -1, o que significa admitir que o prêmio de risco cambial embutido em f_t não consegue prever a direção da mudança subsequente da taxa de câmbio no mercado à vista. Vários testes empíricos não comprovam o suposto aprendizado dos agentes racionais (Taylor, 1995).

Os testes empíricos de diversos modelos de prêmios de risco com expectativas racionais mostram modelos pouco robustos e limitados em seu poder explicativo a determinada moeda e período (Taylor, 1995).

Outra hipótese para explicar a não-comprovação da paridade descoberta é que novas informações (*news*) sobre os fundamentos alteram imediatamente ou com algum retardo as taxas de câmbio nominais, conforme comprovam vários testes empíricos (Dornbusch, 1987; Taylor, 1995). A hipótese de as mudanças aleatórias nas taxas de câmbio responderem a novas informações, que alteram as expectativas sobre os fundamentos, é atrativa teoricamente, mas logo o *mainstream* teve que admitir que não é a única e nem sequer a principal fonte dessas mudanças. Os mercados de câmbio, com o crescimento exponencial do volume de operações diárias e a excessiva volatilidade das cotações, tornam-se o locus de efeitos *bandwagon*, *cash-in*, bolhas especulativas e outras anomalias, que não podem ser atribuídas a avaliações racionais dos agentes acerca dos impactos das novas informações sobre os fundamentos, recebendo crescente atenção dos economistas do *mainstream*.⁹ Além disso, os modelos de determinação da taxa de câmbio devem incorporar a hipótese de que nem todos os agentes têm acesso à mesma informação e nem utilizam necessariamente um mesmo modelo econômico para julgar se o valor da taxa de câmbio é apropriado (Mussa, 1990).

Taylor (1995) enfatiza que o exame da literatura empírica demonstra a freqüente existência de movimentos amplos e persistentes nas taxas de câmbio que não são explicados pelos fundamentos. Há um interesse crescente no comportamento dos agentes nos mercados de câmbio e na estrutura desses mercados para compreender os mecanismos que geram tais movimentos. Duas hipóteses passam a ser as mais estudadas, ambas pressupondo a heterogeneidade, em vez da racionalidade das expectativas: (1) alguns agentes podem ter certas expectativas que dão origem aos desalinhamentos das principais taxas de câmbio, por exemplo, as que caracterizam o efeito *bandwagon*: esperam uma valorização contínua de determinada moeda após uma valorização inicial, adquirindo-a e ocasionando de fato a sua posterior valorização; (2) a grande influência nos mercados de câmbio de operadores que não baseiam suas expectativas na teoria econômica, mas na identificação de certos padrões julgados recorrentes no comportamento cotidiano desses mercados (por isso denominados *chartists*, em oposição aos *fundamentalists*, cujo comportamento é suposto ser plenamente racional).

Com a diferenciação dos agentes nos mercados cambiais, há uma interação concorrencial entre os dois tipos de agentes, que pode resultar na

(9) Todos os três efeitos caracterizam fases de valorização de um determinado ativo. O efeito *bandwagon* refere-se à atração exercida pela valorização inicial deste ativo sobre os demais investidores. O efeito *cash-in* à decisão de grandes investidores envolvidos no processo de valorização de realizarem lucros. Bolhas especulativas denominam as situações em que o preço do ativo se descola significativamente dos seus fundamentos econômicos de longo prazo.

propagação dos comportamentos “irracionais” ao conjunto do mercado, uma vez que os *chartists* são majoritários. Surgem riscos novos e a possibilidade de “contágio” pela propagação desses comportamentos, que leva defensivamente ao encurtamento generalizado dos prazos das aplicações, elevando o risco de liquidez e a possibilidade de maior instabilidade nos mercados cambiais.

A arbitragem que se verifica nos mercados financeiros internacionais integrados, segundo os testes empíricos, é apenas a da paridade coberta das taxas de juros (coberta porque os investidores limitam-se a circular entre os mercados à vista e a termo de uma mesma moeda):

$$f_t - s_t = i_t - i_t^* \quad (4)$$

O cumprimento dessa condição permite duas importantes conclusões:

- A globalização financeira praticamente eliminou as barreiras à arbitragem nos mercados financeiros entre eurodepósitos e depósitos nos mercados nacionais das principais moedas internacionais.
- A adoção dessa convenção pelo mercado interbancário estabelece a ligação entre mercados de câmbio e mercados de créditos de curto prazo, e entre taxas de câmbio e taxas de juros de curto prazo. Eventos nos mercados de câmbio, muito mais nervosos, de maior risco e guiados por eventos de curto prazo, podem ser imediatamente transmitidos para os mercados monetários.

Finalmente, na década de 80, a arbitragem internacional nos mercados de bens (a “lei do preço único”), suposta pela fórmula da paridade do poder de compra (PPC), também não é confirmada. Somando-se a uma outra constatação empírica desta década – a quebra da estabilidade da função demanda por moeda provocada pelas inovações financeiras – as evidências empíricas desfavoráveis acabam por desmoralizar o enfoque monetário do balanço de pagamentos (EMBP), o terceiro modelo de determinação da taxa de câmbio do *mainstream*.¹⁰ Como é sabido, o EMBP supõe que os preços relativos desempenhem um papel secundário no ajuste do balanço de pagamentos, assumindo a hipótese de perfeita arbitragem internacional para os preços nos setores de bens comerciáveis. Esta hipótese utiliza a regra da PPC como um ingrediente essencial na determinação da taxa de câmbio: para manter a competitividade externa constante, o diferencial entre inflação doméstica e inflação internacional deve ser incorporado à taxa de câmbio nominal (regra conhecida como PPC relativa, para distingui-la da PPC absoluta, que supõe que a taxa de câmbio bilateral entre duas moedas seja determinada pela relação direta entre dois índices de preços julgados adequados – o nacional e o estrangeiro):

(10) A “lei do preço único” supõe uma arbitragem internacional perfeita nos mercados de bens e serviços. Autores com forte influência monetarista, como Dornbusch (1987), consideram a demonstração da inexistência empírica dessa “lei” o mais impressionante resultado da experiência com taxas de câmbio flutuantes. Autores não monetaristas, como Goodhart (1989), preferem destacar os efeitos teóricos e práticos da quebra da estabilidade da função demanda por moeda.

$$\Delta E = \pi - \pi^* \quad (5)$$

sendo ΔE a variação da taxa de câmbio nominal, π a variação dos preços domésticos e π^* a variação dos preços internacionais.

A pesquisa empírica para o período pós-1973 mostra que não há evidência de que a regra da PPC seja alcançada, mesmo no longo prazo, uma vez que não há co-integração entre taxas de câmbio nominais e reais (Begg, 1989). Credita-se este resultado às profundas mudanças recentes na economia real na fase da globalização, que acarretam uma enorme incerteza sobre os valores de longo prazo da taxa de câmbio de “equilíbrio”. Mas há vozes discordantes, que não aceitam facilmente abrir mão dessa regra, vista como teoricamente fundamental na questão central da integração e extensão dos mercados. Mussa (1990) afirma que relações seculares entre as taxas de câmbio nominais e os movimentos na composição dos níveis de preços domésticos suportam empiricamente a PPC, que deve continuar sendo parte de uma teoria da determinação das taxas de câmbio nominais. Taylor (1995) também afirma que trabalhos econométricos recentes estão testando a co-integração entre a taxa de câmbio nominal e os preços relativos para um painel de países no período de taxas de câmbio flutuantes – interpretada como testando a PPC no longo prazo – encontrando evidências positivas e reabrindo essa questão. Estudos posteriores contestaram esta afirmação. O presente consenso no *mainstream* é aceitar que não há convergência para a regra PPC em prazos menores do que cinco anos em qualquer teste que comande aceitação generalizada, um prazo muito longo para um mundo onde os custos de transações e transportes são cada vez mais baixos e as forças que permitem a arbitragem nos mercados de bens e serviços cada vez mais livres. Obviamente, todo o esforço do *mainstream* é no sentido de provar que modelos ou dados melhores podem finalmente validar a PPC em prazos temporais aceitáveis.

No regime de taxas de câmbio flutuantes, além da excessiva volatilidade, os diversos episódios em que os mercados sancionam desalinhamentos visíveis entre as principais taxas de câmbio, por períodos relativamente prolongados, proporcionam evidência empírica adicional da permanente ameaça de instabilidade financeira, destacando-se a supervalorização do dólar entre 1980/85, pelos seus amplos efeitos sobre os processos de ajustamento na economia internacional neste período.

Nesses episódios de desalinhamentos prolongados, o *mainstream* teve que admitir que os mercados cambiais ignoram os fundamentos, pelo menos no médio prazo, e retardam o necessário ajustamento externo. Assim, os problemas tradicionais de excesso de demanda nos países desenvolvidos podem se transformar em problemas de balanço de pagamentos na década de 80. Vale dizer, em economias cada vez mais abertas, a ampliação dos déficits em conta corrente (ou a redução dos superávites) impede que o excesso de demanda se materialize numa aceleração inflacionária, ainda que os salários reais subam. Num ambiente

internacional mais aberto e integrado, generaliza-se a estratégia de redução das pressões inflacionárias internas por meio do recurso à oferta externa, em comparação com as décadas anteriores. Os desequilíbrios externos dos países desenvolvidos, financiados voluntariamente pelos mercados financeiros internacionais, tornam-se muito maiores, ainda que países isolados possam encontrar mais cedo restrições ao financiamento externo, associadas aos riscos de câmbio, causando reviravoltas nas suas políticas econômicas.¹¹ Naturalmente, os problemas de consistência macroeconômica dos países desenvolvidos podem reaparecer em nível internacional e exigir maior coordenação internacional para sua superação (Allsopp, Jenkinson & O’Shaughnessy, 1990).

Se nenhum dos modelos do *mainstream* explica adequadamente a taxa de câmbio de “equilíbrio” ou mesmo a sua dinâmica de curto prazo, os macroeconomistas não podem ignorar que, em consequência dos prolongados desalinhamentos das taxas de câmbio, se verificam os denominados “efeitos histerese” na economia real, extensivamente documentados para a sobrevalorização do dólar.

Na sua resenha sobre o estado da arte da literatura sobre regimes cambiais, Dornbusch (1987) mostra dois resultados obtidos com a aplicação de enfoques de organização industrial no estudo das consequências da supervalorização do dólar. O primeiro é uma alteração permanente nas decisões de localização industrial, que acelera a globalização produtiva, com a intensa entrada e saída de empresas do mercado americano: a supervalorização favorece tanto a penetração das importações e o investimento direto externo (IDE) das empresas estrangeiras no mercado interno, quanto o IDE das americanas no exterior. O segundo é que a supervalorização prolongada da taxa de câmbio costuma exigir uma forte desvalorização posterior, uma vez que os efeitos transitórios adversos na balança comercial podem se tornar permanentes, graças ao maior financiamento dos déficits em conta corrente nos mercados financeiros internacionais. Em consequência, eleva-se o estoque da dívida externa líquida e seu serviço no médio e longo prazos. O segundo efeito introduz uma importante repercussão dinâmica na determinação da taxa de câmbio: o resultado da balança comercial não somente deve reverter o déficit em conta corrente, mas gerar um superávit suficiente para pagar o serviço da maior dívida externa líquida, esforço que exige uma desvalorização mais agressiva, na ausência de choques de oferta favoráveis. O montante desse superávit e a magnitude da desvalorização real necessária dependem das taxas de juros internacionais e do risco-país que incidem sobre a dívida externa.

Justamente uma das características mais notáveis da década de 80 é a criação de um ambiente financeiro internacional com taxas de juros reais positivas

(11) A maior integração dos mercados financeiros também reduz a restrição orçamentária dos governos, permitindo a expansão dos déficits fiscais sem um impacto desmesurado sobre as taxas de juros domésticas.

e elevadas. Neste ambiente, a dinâmica do endividamento externo e sua sustentabilidade com determinadas taxas de câmbio e taxas de juros internacionais não podem ser ignoradas, tornando muito mais difícil o cálculo da trajetória desejável das taxas de câmbio reais de “equilíbrio” e, logo, das próprias taxas de câmbio nominais.

Uma safra de novos modelos para a determinação da taxa de câmbio admite a existência de concorrência imperfeita e de empresas com poder de fixar preços. Neste enfoque, os impactos da mudança da taxa de câmbio nos preços relativos de “equilíbrio” dependem de um número de fatores próprios da organização industrial (diferenciação dos produtos, número de firmas nacionais e estrangeiras no mesmo mercado, etc.). Em resumo, os mercados de bens comerciáveis e não comerciáveis podem ser afetados de forma diferenciada por uma mudança na taxa de câmbio nominal e os macroeconomistas não podem mais ignorar este resultado nos seus modelos teóricos.

Os dois resultados mais estudados dos novos modelos estão apresentados em Dornbusch (1987). O primeiro é que a valorização cambial pode levar a um declínio mais do que proporcional nos preços dos bens comerciáveis no mercado interno, uma vez que os produtores domésticos tentam preservar suas participações no mercado nacional em face de uma possível invasão do mercado por importados. O segundo é que, após uma desvalorização corretiva, as firmas exportadoras estrangeiras com canais locais de distribuição podem optar pela estratégia de manter a participação conquistada no mercado local, ao invés de simplesmente elevar seus preços ou se retirar do mercado.¹² Neste caso, uma desvalorização pode provocar ganhos em volume nos fluxos de comércio exterior aquém dos esperados ou levando um longo período para se materializar.

Hooper & Marquez (1995) confirmam e qualificam os efeitos dinâmicos de uma forte valorização da taxa de câmbio, tendo como referência o comportamento do dólar na década de 80. Num primeiro momento, as menores barreiras à entrada no mercado doméstico, facilitando a penetração das importações, baixam os custos e elevam a concorrência, reduzindo os preços e modificando a estrutura da oferta nos mercados domésticos. Num momento posterior, apesar da forte desvalorização, as firmas entrantes podem enfrentar custos de saída elevados, garantindo um menor repasse da perda de competitividade aos preços internos. A maior incerteza sobre os efeitos de uma mudança na taxa de câmbio nominal na competitividade internacional pode levar a um comportamento míope (*wait-and-see*) das empresas locais nas suas decisões de investimento em resposta às desvalorizações, especialmente retardando as decisões necessárias para modificar o padrão de comércio exterior para restabelecer o equilíbrio externo. Eis outro indicativo de que a maior instabilidade

(12) Atribui-se essa estratégia especialmente às firmas japonesas nos Estados Unidos entre 1985/87. A verificação empírica deste comportamento encontra-se em Marston (1989).

das taxas de câmbio no regime de taxas flutuantes pode afetar permanentemente a especialização internacional de um país, mais especificamente, seu padrão de vantagens competitivas dinâmicas.

A instabilidade das taxas de câmbio também pode afetar a acumulação de capital. Numa avaliação do desempenho do regime de taxas de câmbio flutuantes, Krugman (1989) destaca que a principal lição dos últimos anos é que os mercados de câmbio comportam-se muito mais como os mercados de ativos instáveis e irracionais descritos por Keynes do que como os mercados eficientes descritos pela teoria financeira do *mainstream*. Os mercados cambiais apresentam comportamentos irracionais que provocam sua desconexão durável dos fundamentos e os operadores nestes mercados não utilizam toda a informação disponível, notadamente os efeitos de médio prazo das taxas de câmbio sobre as contas externas. A instabilidade cambial associada à especulação lança maior incerteza sobre a taxa de câmbio futura, que se traduz num comportamento defensivo e cauteloso das empresas nas suas decisões de investimento, reduzindo a flexibilidade das respostas do sistema produtivo às mudanças nos preços relativos em diferentes países.

Mussa (1990) afirma categoricamente ser o comportamento das taxas reais de câmbio influenciado, sistemática e substancialmente, pela natureza do regime nominal para as taxas de câmbio. Há forte evidência de que as diferenças nesse comportamento devem-se intrinsecamente ao ajuste relativamente mais lento do nível dos preços domésticos nos mercados de bens e serviços quando comparado ao dos preços nos mercados altamente organizados de ativos. Nos regimes com taxas de câmbio flutuantes, as taxas de câmbio nominais tipicamente ajustam-se mais rapidamente do que os preços domésticos, explicando as diferenças substanciais e sistemáticas no comportamento das taxas de câmbio reais em distintos regimes cambiais.

Essa afirmação significa que o *mainstream* reconhece haver uma maior volatilidade das taxas de câmbio reais nos regimes flutuantes do que nos regimes com taxas fixas. Permanece a vantagem de um regime flutuante ou com alguma flexibilidade nas taxas de câmbio nominais para promover ajustamentos após choques externos inesperados: os movimentos das taxas de câmbio nominais e reais são fortemente correlacionados no curto prazo e uma desvalorização nominal transforma-se de fato numa desvalorização real.

Se as taxas de câmbio reais influenciam as decisões de localização industrial e provocam respostas estratégicas das empresas globais e, ao mesmo tempo, perderam toda e qualquer “âncora” com a globalização financeira, não é de estranhar a proliferação de propostas no *mainstream* sugerindo o retorno aos regimes cambiais com taxas de câmbio mais fixas ou administradas e até mesmo

de propostas “heterodoxas”, como metas para a conta corrente ou intervenções estratégicas nas políticas comerciais, na década de 80.¹³

As propostas “heterodoxas” costumam refletir as questões referentes à posição relativa de cada país na hierarquia internacional, vale dizer, as questões de poder. Em meados da década de 80, essas questões referem-se à ascensão do Japão como o principal credor do sistema internacional e à emergência dos Estados Unidos como o principal devedor. O intenso sentimento protecionista que prospera no Congresso americano na época acelera o final da negligência benigna com as taxas de câmbio do governo Reagan. Desenvolvidos a seguir, encontram-se os novos temas na política cambial, que demonstram a procura do *mainstream* por instrumentos compatíveis com uma ordem internacional liberal para atingir taxas de câmbio mais estáveis e menos desalinhadas.

2. Os novos temas da política cambial (I): credibilidade

Desiludido com a experiência de adoção de regimes de taxas cambiais flutuantes, o *mainstream* chega a um novo consenso no final da década de 80: é perigoso não ter uma política cambial com credibilidade, apesar das divergências sobre a forma específica dessa política e do reconhecimento de que a escolha do regime cambial não independe das demais escolhas estratégicas de política macroeconômica¹⁴ (Allsopp & Chrystal, 1989).

A procura de um regime cambial que goze de maior credibilidade deve-se fundamentalmente à rapidez da evolução da globalização financeira, que torna os valores dos ativos e passivos de importantes agentes nacionais diretamente determinados pelas variações das taxas de câmbio. Os eventos nos mercados de câmbio influenciam decisivamente os preços de vários ativos domésticos internacionalizados, particularmente dos títulos e das ações. As expectativas sobre as taxas de câmbio, associadas à credibilidade de que gozam as autoridades econômicas, podem induzir mudanças nos fluxos de capitais, que tanto afetam a oferta e demanda desses ativos domésticos internacionalizados quanto provocam mudanças no *mix* das políticas econômicas, especialmente nas taxas de juros. Essas reações interativas dos agentes privados e das autoridades monetárias acabam por determinar mudanças nos preços desses ativos, que confirmam ou não

(13) Kenen (1991) destaca que uma das principais lições da década de 80, evidenciada numa conferência sobre a experiência de ajustamento internacional entre 1985/90, é que nenhum dos participantes defende utilizar taxas de câmbio flutuantes para promover endogenamente as correções necessárias nas taxas de câmbio para restabelecer o equilíbrio externo. No entanto, como se mostra a seguir, Krugman (1991, 1993) demonstra um entusiasmo bem maior com essa fórmula.

(14) No novo consenso, a inconsistência temporal é a maior ameaça enfrentada pelas políticas econômicas, uma vez que as autoridades econômicas sempre gozam de um déficit de credibilidade, em virtude do compromisso dos governos com suas ações futuras nunca ser absoluto. Além disto, governos podem ser substituídos e compromissos renegados.

as expectativas iniciais dos mercados cambiais. No caso de se confirmarem, a variação dos preços dos ativos domésticos internacionalizados e os movimentos de capitais associados a esta variação podem assumir uma grande dimensão, causando um *overshooting* da própria taxa cambial.

Reconhecendo a importância das expectativas privadas e da credibilidade das autoridades econômicas na globalização financeira, o *mainstream* favorece um retorno a regimes cambiais com taxas de câmbio fixas ou administradas para evitar os desalinhamentos e a volatilidade das taxas de câmbio. A preocupação principal das autoridades econômicas na determinação das taxas de câmbio desloca-se da tarefa de restabelecer o equilíbrio externo para fornecer uma âncora nominal para as expectativas privadas, mudança que torna crucial a questão da credibilidade das taxas de referência.

Há diferentes interpretações sobre a credibilidade do regime cambial, todas importadas da discussão sobre a credibilidade da política monetária, tópico que reflete os impactos duradouros da revolução das expectativas racionais no *mainstream*. A mais difundida afirma que, ao tomar qualquer decisão de implementar novas medidas de política econômica, as autoridades responsáveis devem levar em conta o impacto do anúncio das medidas nas expectativas dos agentes privados sobre a evolução futura da economia e o grau de consistência dessas novas expectativas com os resultados esperados pelas autoridades (Blackburn & Christensen, 1989).

A discussão sobre a credibilidade da política cambial ganha importância com a constatação de que os movimentos de capitais ligados às transações internacionais com bens e serviços em conta corrente representam uma parte cada vez menor dos fluxos totais dos balanços de pagamentos. Os movimentos de capitais, principalmente os de curto prazo, autonomizam-se dos fluxos reais. *Ceteris paribus*, os investidores institucionais dão maior peso nas suas carteiras aos ativos denominados em moedas com tendência à valorização. No caso dos títulos de renda fixa, procuram aqueles que oferecem taxas de juros altas, mas cadentes, para realizar tanto rendimentos maiores quanto principalmente ganhos de capital, neste caso duplamente, graças às variações esperadas nas taxas de câmbio e de juros.

Num ambiente internacional caracterizado pela elevada mobilidade do capital, duas condições são necessárias para atingir uma maior credibilidade e uma menor volatilidade das taxas de câmbio (Begg, 1989): (1) convencer os mercados de que a política monetária renuncia às surpresas inflacionárias, permitindo aos agentes prever com maior certeza a trajetória de longo prazo da taxa de câmbio nominal, sendo a maior credibilidade das autoridades monetárias resultado da qualidade dos fundamentos, dos acordos internacionais e da reputação, adquirida no longo prazo pelo cumprimento das suas próprias regras e metas; (2) uma maior coordenação entre os movimentos das principais taxas de juros internacionais de

curto prazo, para eliminar as pressões especulativas, uma vez que os agentes reagem aos diferenciais de juros.

São justamente as dificuldades de tornar compatíveis as duas tarefas num ambiente de globalização financeira que trazem à discussão do regime cambial dois novos temas na segunda metade da década de 80: os controles dos movimentos de capitais e a cooperação internacional. Estes temas, examinados a seguir, sugerem, opondo-se ao enfoque da credibilidade, a necessidade de um maior ativismo macroeconômico dos Estados nacionais.

3. Novos temas da política cambial (II): controles dos movimentos de capitais e cooperação internacional

Controlar os fluxos de capitais para aumentar a independência da política macroeconômica é um enfoque francamente minoritário entre os economistas do *mainstream* favoráveis ao retorno de regimes cambiais com taxas de câmbio fixas ou administradas. No centro da polêmica, Tobin (1982) propõe um imposto uniforme, em todos os países, sobre as transações externas envolvendo operações cambiais para reduzir os incentivos aos fluxos financeiros e evitar os movimentos especulativos de curto prazo. O problema maior com essa proposta de controles é sua confrontação com o sentido geral das políticas de desregulação e liberalização da globalização financeira, pelo qual são os mercados que devem julgar a qualidade e disciplinar as políticas econômicas nacionais. Tecnicamente, os argumentos contrários destacam sua baixa eficácia para desestimular a especulação e que os controles aumentam a ineficiência na alocação internacional dos recursos.

Um dos eventos que influenciam decisivamente o *mainstream* a defender regimes cambiais com taxas de câmbio administradas é o grande e inesperado sucesso da coordenação internacional no interior do G-7, entre 1985/87, para evitar um *hard landing* do dólar. Com o Acordo do Plaza, em setembro de 1985, obtém-se uma substancial desvalorização do dólar pela gestão compartilhada das taxas de câmbio no Grupo dos Sete (G-7), sinalizando para os mercados o fim do período de negligência benigna com os desalinhamentos cambiais e os crescentes desequilíbrios comerciais na Tríade. No Acordo do Louvre, em fevereiro de 1987, o G-7 propõe manter as principais moedas internacionais dentro de bandas estreitas de flutuação, cujas cotações centrais são objeto de negociação “secreta” neste Acordo (as cotações centrais e suas bandas não são anunciadas oficialmente). Os dois Acordos representam uma profunda reavaliação, no interior do G-7, do papel dos mercados vis-à-vis o papel das políticas públicas na determinação das taxas de câmbio. Abandona-se a tese, antes predominante, de

que mercados livres determinam taxas de câmbio de “equilíbrio”, reconhecendo-se que os governos devem ter algum papel na sua determinação.

Com os dois Acordos, reabilita-se a crença na eficiência de intervenções coordenadas nos mercados cambiais, desacreditada nos meios acadêmicos e oficiais (Lamfalussy, 1987). Desde então, as intervenções nos mercados cambiais das principais moedas internacionais têm sido regulares e, em determinadas ocasiões, intensas. Predominam as intervenções esterilizadas nos mercados de câmbio, isto é, aquelas em que as autoridades monetárias, simultaneamente ou em curto espaço de tempo, compensam os efeitos automáticos das mudanças nas reservas internacionais sobre a base monetária doméstica. Nestes casos, as intervenções afetam a taxa de câmbio mediante dois canais de transmissão (Taylor, 1995): mudando a oferta relativa de ativos nos mercados e sinalizando as intenções das autoridades.

A evidência empírica sobre a eficácia das intervenções oficiais nos mercados de câmbio não é conclusiva e a importância relativa de cada canal de transmissão é sujeita a controvérsias. Goodhart (1995) destaca que a relação entre volumes das reservas disponíveis para intervenções oficiais e tamanhos dos mercados cambiais tem evoluído em detrimento dos primeiros, logo, em detrimento da capacidade de intervenção dos bancos centrais. A capacidade atual dos bancos centrais para influenciar a composição dos títulos nas carteiras privadas é reconhecidamente limitada e as intervenções sinalizadoras das suas intenções são ambíguas, podendo ser interpretadas pelos mercados como sinal de fraqueza ou fortaleza. O autor conclui que as intervenções no mercado cambial fornecem aos bancos centrais um controle muito restrito sobre a evolução das taxas de câmbio flutuantes.

A cooperação internacional depois do Plaza gera duas linhas de propostas no *mainstream* para a reordenação do Sistema Monetário Internacional, permitindo aos bancos centrais defender as paridades cambiais: a criação de uma união monetária internacional por McKinnon (1988) e Cooper (1987, 1990), e o estabelecimento de metas dentro de bandas para as taxas de câmbio por Williamson (1987).¹⁵

Segundo Eichengreen (1995), a evidência histórica não oferece uma receita simples para a reforma do sistema monetário internacional. Nos arranjos internacionais bem-sucedidos, há três atributos comuns que combinam as vantagens de ambos os regimes cambiais (taxas fixas e flutuantes): a capacidade para efetuar ajustes nos preços relativos, a adesão de seus membros a regras monetárias robustas e a habilidade para conter pressões de mercado.

A capacidade de efetuar ajustes nos preços relativos é necessária para evitar o surgimento e a acumulação de problemas externos. Quando os preços não são perfeitamente flexíveis, uma queda na demanda doméstica para fechar o hiato

(15) Essas propostas encontram-se discutidas em Eichengreen (1995) e Baer et al. (1995).

externo promove imediatamente a queda do nível de atividade e eleva o desemprego, em lugar da deflação esperada por muitos teóricos. Nestes casos, uma variação na taxa de câmbio nominal (uma desvalorização) pode ajudar a alcançar uma nova constelação mais favorável de preços relativos com menores custos em matéria de emprego e nível de atividade.

Eichengreen destaca que, até hoje, todos os arranjos internacionais julgados satisfatórios, inclusive aqueles com regimes cambiais fixos, têm “cláusulas de escape” que permitem desvalorizar em determinadas circunstâncias. Regras monetárias robustas são necessárias para assegurar que a existência dessas cláusulas não promova sistematicamente surtos privados de especulação que provoquem instabilidade. Trata-se de criar um sistema de informações que permita aos agentes privados anteciparem as intervenções do banco central para defender a paridade.

Eichengreen argumenta que o governo deve ter uma reputação de firme defensor da paridade corrente da taxa de câmbio, em todas as situações normais e em algumas excepcionais, para desencadear reações estabilizadoras dos agentes privados. Exemplifica com o caso do banco central holandês, que adquire tal reputação em manter a paridade do florim com o marco alemão (a regra monetária, neste caso, é sempre seguir a política do *Bundesbank*), que escapa da especulação generalizada no SME em 1992/93. Ressalta que a construção da reputação não é uma tarefa sem custos, só sendo adquirida no longo prazo.

É limitada a habilidade de qualquer banco central para conter, com custos aceitáveis, as pressões no mercado cambial por uma elevação das taxas de juros. Na prática, Eichengreen aponta que os arranjos internacionais que se tornam duráveis fornecem apoio externo aos países com uma tradição de menor credibilidade na defesa da taxa de câmbio, geralmente permitindo que controles reduzam os movimentos de capitais especulativos.

A partir dos atributos destacados por Eichengreen, a fragilidade básica da gestão compartilhada das taxas de câmbio no G-7, implementada com os Acordos do Plaza e do Louvre, é a falta de regras monetárias robustas e de cooperação internacional. A gestão conjunta das taxas cambiais torna-se um objetivo exclusivo, não havendo acordo quanto às demais políticas nacionais, em particular sobre as políticas fiscais. A partir do Acordo do Louvre, aumentam os conflitos entre os objetivos domésticos e as metas cambiais no G-7, notadamente as divergências entre os Estados Unidos e a Alemanha ao longo de 1987, desencadeando uma severa crise nas principais bolsas de valores mundiais em outubro daquele ano.

A crise financeira de outubro de 1987 mostra que as interações entre os mercados financeiros e cambiais podem conduzir à instabilidade quando a política monetária troca de objetivos (no caso, da defesa das paridades estabelecidas no Acordo do Louvre para o combate às maiores pressões inflacionárias nos meses seguintes). Na tentativa de estabilizar as expectativas inflacionárias, as taxas de

juros sobem na Alemanha e a seguir nos Estados Unidos, forçando uma reavaliação negativa das cotações alcançadas nas bolsas de valores, que, no caso de Nova Iorque, registram recordes históricos.

Desde a crise nas bolsas de valores, a cooperação internacional torna-se ad hoc, limitando-se à gestão de crises emergenciais, e aumenta a volatilidade das taxas de câmbio na Tríade. Uma nova pressão altista sobre o dólar, em 1989, confirma que a política cambial americana serve novamente à manutenção da estabilidade interna, frustrando uma gestão compartilhada das flutuações das principais moedas internacionais.

Conclui-se que as prioridades nacionais de Estados Unidos, Alemanha e Japão têm precedência sobre a cooperação internacional na gestão das taxas de câmbio, uma vez afastada a ameaça de alguma crise mais séria do Sistema Monetário Internacional, cuja reforma desaparece da agenda do G-7. Ainda que seja reconhecida a necessidade de atenuar a volatilidade das taxas de câmbio, descobre-se a insuficiência de instrumentos para atender a objetivos conflitantes, num ambiente de elevada mobilidade dos capitais, na ausência de maior cooperação internacional. Os três objetivos perseguidos pelas políticas econômicas externas nessa fase da globalização – preservar a soberania nacional, os mercados financeiros internacionais livres e as taxas de câmbio relativamente fixas – revelam-se incompatíveis, uma “trindade impossível”.

4. A designação dos instrumentos de política econômica

Após 1987, alcança-se um dos efeitos desejados da desvalorização nominal do dólar, qual seja, um menor desequilíbrio na balança comercial dos Estados Unidos (como percentual do PIB), levando parte do *mainstream* a reafirmar sua convicção na importância de conservar alguma flexibilidade para a taxa de câmbio no *mix* de política macroeconômica, para evitar que taxas de câmbio desalinhadas produzam “efeitos histerese” negativos e dificilmente reversíveis na economia real.

Nas análises de Krugman (1991, 1993) sobre o ajustamento da economia dos Estados Unidos às fortes flutuações nominais do dólar na década de 80, tenta-se recuperar a validade de médio prazo das conclusões do modelo Mundell-Fleming ampliado pela adição de expectativas, atacando tanto os ultra-reducionistas, os monetaristas e os novos clássicos, quanto os denominados “estruturalistas”.¹⁶ O modelo comprova que, com taxas de câmbio flutuantes, uma expansão fiscal torna-se menos efetiva em estimular a demanda interna no longo

(16) Os economistas “estruturalistas” citados por Krugman não devem ser confundidos com aqueles da escola latino-americana de mesmo nome. O jargão denomina os economistas americanos que resistem às forças de mercado, particularmente aqueles que defendem o comércio administrado. O economista citado nominalmente em Krugman (1991) como “estruturalista” é Robert Kuttner, colunista da *Business Week* e co-editor da revista *The American Prospect*.

prazo na presença de forte integração financeira internacional. O modelo supõe que nestas condições promova-se a igualação das taxas de juros internas e externas. Neste caso, o efeito deslocamento (*crowding out*) em resposta à expansão fiscal não ocorre por intermédio de maiores taxas de juros reais (*crowding out* financeiro), mas através da deterioração da conta corrente (*crowding out* real), causada pela valorização da taxa de câmbio.

Pode-se resumir o ajuste dos Estados Unidos na década de 80, utilizando-se esse modelo, da seguinte maneira: entre 1980/85, a taxa de câmbio do dólar valoriza-se pela expansão fiscal, mas torna-se uma supervalorização pela atração que a política monetária restritiva exerce sobre os fluxos de capitais internacionais, originando crescentes déficits em conta corrente. O tamanho e a permanência do desequilíbrio externo americano explicam-se também pela divergência das políticas macroeconômicas nos grandes países desenvolvidos, em especial entre as políticas expansionistas nos Estados Unidos e as de contenção na Europa, divergência refletida nas taxas de crescimento diferenciadas da demanda doméstica: a demanda doméstica nos Estados Unidos cresceu 30% entre 1980/89; na Europa, apenas 19%. Entre 1985/87, comprova-se que a grande desvalorização nominal do dólar, facilitada pelo comportamento cooperativo dos demais bancos centrais, que relançam a demanda doméstica na Europa e na Ásia, resulta em substancial desvalorização real, como esperado pelos economistas novos keynesianos (que postulam a existência de *sticky prices*), reduzindo o déficit em conta corrente dos Estados Unidos (como percentual do PIB).¹⁷

Nos dois períodos, a correlação entre os movimentos das taxas de câmbio real e nominal é extremamente elevada nos Estados Unidos, demonstrando a existência de forte rigidez nominal dos preços, ao contrário do postulado pelos ultra-reducionistas, monetaristas e novos clássicos. Examinando a evidência empírica acumulada no caso dos Estados Unidos, Krugman conclui que as desvalorizações continuam necessárias ao ajustamento externo e os seus efeitos sobre os volumes dos fluxos de comércio exterior, apesar de todas as profundas mudanças estruturais da economia americana na década de 80, são previstos nas equações de exportação e importação tradicionais, apesar do maior hiato temporal da resposta.¹⁸

(17) O grande problema de Krugman é justificar as evoluções agora relativamente independentes dos déficits gêmeos (externo e fiscal), uma vez que notoriamente o ajuste fiscal dos Estados Unidos não é efetuado entre 1985/90. Em termos do *mix* padrão de política econômica para o ajustamento externo, redução das taxas de juros e contração fiscal, os Estados Unidos adiam o último e exigem apoio internacional para efetuar apenas o primeiro neste período.

(18) Hooper & Marquez (1995) referendam a conclusão de Krugman para os Estados Unidos, mas alertam que, no caso do Japão, o modelo não explica satisfatoriamente o comportamento dos fluxos comerciais depois da forte valorização do iene, refletindo possivelmente tanto comportamentos estratégicos na formação dos preços das exportações quanto efeitos virtuosos sobre os custos das matérias-primas importadas. Além disso, como destacam os autores, certos bens comerciáveis não possuem substitutos domésticos muito próximos, ao contrário do assumido pelo modelo teórico.

A renovada ênfase na eficácia dos instrumentos macroeconômicos leva Krugman a assumir uma posição cada vez mais livre-cambista no debate internacional: os mercados financeiros internacionais sustentam o ajustamento dos Estados Unidos enquanto os efeitos da desvalorização atuam sobre os fluxos de comércio, não havendo nenhuma justificativa macroeconômica para o comércio internacional administrado, reivindicado pelos economistas “estruturalistas”.

Krugman é um exímio polemista e seu objetivo é provar que a combinação proposta por uma parcela importante dos economistas do *mainstream* para a economia interna, uma gestão macroeconômica ativa mais *laissez-faire* microeconômico, que se transforma na fórmula livre comércio (*laissez-passer*) mais uma gestão ativa da taxa de câmbio para a economia internacional, continua a ser a única válida. Em outras palavras, postula que não há problemas relevantes de rigidez da oferta no setor real da economia no médio prazo, mas revolta-se contra a “ditadura dos fundamentos microeconômicos”: o problema macroeconômico (um conjunto de equações empiricamente satisfatório descrevendo o comportamento da demanda agregada) tem uma existência própria e independente das condutas microeconômicas, supostas otimizadoras e racionais, dos modelos teóricos ultra-reducionistas.

No entanto, vários argumentos fornecidos por economistas “estruturalistas” e do próprio *mainstream* alertam que os Estados Unidos podem se tratar de um caso muito especial e o seu exemplo não garante a validade universal da fórmula “utilizar taxas de câmbio flutuantes para promover endogenamente as correções necessárias nas taxas de câmbio para restabelecer o equilíbrio externo”. Podem-se citar as seguintes circunstâncias especiais no caso dos Estados Unidos: o financiamento externo do ajustamento no período crucial de transição (1986/87) é garantido pela cooperação dos principais bancos centrais, e não apenas pelos mercados privados; os efeitos inflacionários da depreciação são compensados pelo antichoque do petróleo em 1986, pela queda pronunciada dos preços das *commodities* em geral entre 1979/86 e pela estratégia de *pricing-to-the-market* no curto prazo, adotada pelos fornecedores externos asiáticos; a forte valorização dos ativos nos Estados Unidos (ações e imóveis) depois de 1985, uma consequência da redução coordenada das taxas de juros no G-7, continua a atrair capitais externos privados; com o iene “forte”, muda a estratégia do investimento direto japonês, que direciona seus fluxos preferencialmente para os Estados Unidos; e o padrão estrutural de comércio exterior dos Estados Unidos é altamente diversificado quanto a produtos e mercados, nas exportações e importações, assegurando as elasticidades adequadas para garantir uma resposta positiva à depreciação.

Finalmente, na que talvez seja a mais importante das condições especiais, os desequilíbrios globais necessitam ser acomodados pela expansão da renda global, sendo improvável que apenas variações nas principais taxas de câmbio sejam suficientes para alcançar a expansão necessária da demanda efetiva. Em

outras palavras, as exportações dependem tanto da taxa de câmbio real quanto do dinamismo da demanda externa. Esta última condição torna-se muito favorável aos Estados Unidos devido a uma série de circunstâncias entre 1986/90 (quando se registra um auge capitalista nos países desenvolvidos), que podem não se reproduzir no futuro em diferentes lugares e conjunturas.

Em resumo, a principal crítica endereçada a Krugman, que pode ser estendida a praticamente todas as simulações de ajuste externo nos modelos canônicos do *mainstream*, é que o Sistema Monetário Internacional é hierarquizado (há uma hierarquia de moedas), o que determina condições, potencialidades e graus de liberdade diferenciados para cada economia nacional (Miranda, 1995).

Na sua mais recente avaliação do ajustamento internacional na década de 80, Krugman (1993) reconhece que os economistas do *mainstream* não dispõem de um modelo adequado dos efeitos microeconômicos gerados pelos diversos regimes cambiais. Na sua ausência, as conseqüências sobre o padrão das vantagens comparativas dinâmicas são mais incertas do que garante seu otimismo com os resultados macroeconômicos gerados pelo modelo Mundell-Fleming ampliado.

Lawrence (1996), por exemplo, admite que, até nos Estados Unidos, alguns efeitos do comércio internacional são diferentes segundo a estrutura dos mercados: (1) nos setores concentrados, a resposta-padrão à maior concorrência, por parte das empresas líderes, é intensificar o P&D e as inovações; (2) nos setores competitivos, essa resposta-padrão é reduzir os investimentos em geral para reduzir custos, provavelmente desacelerando o P&D e as inovações. Nestes últimos setores, há uma maior dependência de mão-de-obra barata e outras vantagens de custo para manter a competitividade perante a maior concorrência internacional.

As experiências dos períodos 1980/85 e 1985/89 também fornecem algumas lições importantes para o *mainstream* sobre a gestão da política monetária e a escolha de suas metas intermediárias com regimes de taxas de câmbio flutuantes. A primeira, aprendida entre 1980/85, é que uma concentração excessiva nas metas monetárias internas (os agregados monetários) acaba por produzir desalinhamentos intoleráveis entre as principais taxas de câmbio. A segunda, aprendida entre 1985/89, é que uma concentração exclusiva nas metas para as taxas de câmbio torna-se incompatível com conjunturas nacionais não sincronizadas ou com choques assimétricos, num ambiente financeiro internacional cada vez mais desregulado e integrado. A terceira, aprendida na crise das bolsas de valores em outubro de 1987, é que podem se desenvolver crises sistêmicas, mais precisamente, que abalos nos mercados de valores, de títulos ou cambiais podem afetar os sistemas de pagamentos e compensações de um grande

mercado financeiro nacional ou do próprio sistema internacional, que possui regulações mais frouxas.

As crises sistêmicas originam-se das grandes mudanças estruturais que atingem os mercados financeiros – integração, desregulação, inovação e “securitização”. Essas mudanças aumentam a concorrência e a eficiência dos sistemas financeiros nacionais, mas podem elevar sua “fragilidade financeira” e, por extensão, do Sistema Financeiro Internacional, às próprias ações da política monetária (Lamfalussy, 1987). O fracasso das metas intermediárias baseadas nos agregados monetários, devido às inovações financeiras, leva os bancos centrais a utilizarem a taxa de câmbio como uma variável intermediária de política monetária, mas suas *operating procedures* tornam as taxas de juros de curto prazo mais voláteis (especialmente quando os mercados acreditam haver uma inconsistência temporal da política econômica) e esta volatilidade transmite-se para todos os mercados financeiros, inclusive os mercados de longo prazo, e para o mercado cambial. Reconhece-se a necessidade de maior aprendizado com o novo mecanismo de transmissão da política monetária, tornando as respostas dos bancos centrais às mudanças conjunturais mais lentas e moderadas, comportamento verificado especialmente na década de 90.

O novo mecanismo de transmissão da política monetária torna inicialmente mais lenta a redução da liquidez, mas pode resultar em episódios de racionamento de crédito (*credit crunch*), como se descreve a seguir. Em resposta à elevação das taxas de juros básicas, os bancos elevam as taxas de juros sobre seus depósitos e empréstimos, não reduzindo automaticamente o volume dos seus empréstimos. No entanto, a elevação generalizada das taxas de juros de curto prazo pode causar pesadas perdas e inadimplências entre os devedores (particularmente dos devedores com débitos indexados a taxas de juros flutuantes e dos especuladores, que podem ser outros bancos), quando seus rendimentos de curto prazo não compensam estas maiores taxas. Eventuais defaults podem forçar a interrupção de novos empréstimos e a renovação dos antigos, conforme se deteriora o perfil da carteira de empréstimos dos bancos. Surgem episódios de racionamento dos créditos bancários. Esses episódios tornam-se altamente complexos, uma vez que costumam ser acompanhados de forte queda nos preços dos ativos, provocada pela tentativa de desendividamento dos agentes, aumentando ainda mais a inadimplência, que por sua vez provoca nova redução da liquidez, estabelecendo um círculo vicioso de difícil reversão (Lamfalussy, 1987).¹⁹

A utilização da taxa de câmbio como uma variável intermediária da política monetária pode, paradoxalmente, aumentar o risco sistêmico. Aproveitando-se das conjunturas financeiras em que há maior estabilidade das

(19) Para evitar os riscos sistêmicos, os principais países desenvolvidos estabelecem *prudential regulations* mais severas e de âmbito internacional para seus bancos, disciplinando a concorrência predatória, no Acordo do BIS em julho de 1988.

principais taxas de câmbio, os movimentos de capitais internacionais respondem elasticamente a pequenas variações nas taxas de juros dos países que participam de arranjos monetários internacionais para administrar as taxas de câmbio, formal ou informalmente (Allsopp & Chrystal, 1989). Justamente os procedimentos operacionais para utilizar a taxa de câmbio como variável intermediária costumam tornar as taxas de juros de curto prazo mais voláteis (particularmente quando não há consistência interna da política econômica). O impacto dessa elevação das taxas de curto prazo transmite-se para todos os mercados financeiros, inclusive os mercados de longo prazo (Goodhart, 1990).

Esses novos problemas manifestam-se claramente na Grã-Bretanha na segunda metade da década de 80. A estratégia macroeconômica britânica, neste período, procura manter a libra esterlina seguindo informalmente a cotação do marco alemão nos mercados cambiais. Essa estratégia acaba por tornar a taxa de juros demasiadamente baixa para as condições econômicas internas, que impõem a tarefa de combater um boom de demanda e suas pressões inflacionárias. É abandonada em 1988, quando a taxa de juros se eleva e a libra volta a se valorizar como resultado da forte entrada de capitais.

O problema da falta de sincronia das conjunturas nacionais ressurgiu com certa frequência no interior da Tríade. Um segundo episódio, já citado, ocorre em 1989, quando a elevação das taxas de juros de curto prazo nos Estados Unidos, para reduzir as pressões inflacionárias associadas ao auge cíclico, resulta numa nova apreciação do dólar e encerra a fase de gestão compartilhada das principais taxas de câmbio no G-7.

Constata-se que as políticas cambial e monetária podem se fundir em praticamente um único instrumento de política econômica na fase da globalização financeira. A tendência de crescente integração dos mercados financeiros internacionais aumenta a elasticidade da resposta dos fluxos externos de capitais a pequenos diferenciais das taxas de juros nominais, ajustados pelas expectativas sobre a evolução futura da taxa de câmbio. Eventos nos mercados de câmbio, muito mais nervosos, de maior risco e guiados por eventos de curto prazo, podem ser imediatamente transmitidos para os mercados monetários (Lamfalussy, 1987).

Num ambiente de alta mobilidade dos capitais, a escolha de um dos dois instrumentos de política econômica (taxa de câmbio ou taxa de juros) geralmente determina a forma de gestão do outro. Porém, as relações mútuas tornam-se incertas e, em certas circunstâncias, altamente instáveis, uma vez que na globalização financeira os valores dos ativos e passivos de importantes agentes econômicos se encontram diretamente determinados pelas variações, reais ou esperadas, das taxas de câmbio. Particularmente, para os países com um forte compromisso na manutenção de taxas de câmbio fixas ou em bandas estreitas, os mercados financeiros integrados colocam questões sérias à eficácia da política econômica, como se demonstra a seguir para o caso da França, na análise da crise do SME em 1992/93.

Sinteticamente, as lições retiradas da interdependência entre as políticas monetária e cambial na década de 80 são (Allsopp & Chrystal, 1989):

- Devem ser consideradas as conseqüências da política monetária sobre a evolução da taxa de câmbio, uma vez que há um *trade-off* complexo entre as políticas cambial e monetária quanto aos objetivos domésticos. A política de juros deve ser orientada muito mais para os objetivos finais (a taxa de inflação, por exemplo) do que para as metas monetárias intermediárias, para evitar que as flutuações excessivas dos juros perturbem os mercados cambiais.
- Outros instrumentos de política macroeconômica devem ser utilizados, particularmente a política fiscal. Em geral, a recomendação é que seja austera, facilitando a queda das taxas de juros internas e a desvalorização da taxa de câmbio real.

Essas lições coincidem com a designação dos instrumentos de política econômica proposta pelos defensores do regime cambial com bandas: as políticas fiscais devem assegurar os fundamentos internos corretos para evitar que as políticas monetárias tornem instáveis as taxas de câmbio.²⁰ Vale dizer, sendo a política monetária destinada a manter as taxas de câmbio em níveis que preservem o equilíbrio externo, a política fiscal deve ser formulada para atingir o equilíbrio interno, em particular para modular o *trade-off* entre a estabilidade dos preços internos e o desemprego.²¹

Há vários pontos discutíveis nessa proposta de designação dos instrumentos de política econômica. Há uma substancial controvérsia no *mainstream* sobre como se transmitem os impulsos da política fiscal para a demanda agregada, mas as teorias dominantes, todas fortemente influenciadas pela visão de uma economia oscilando ao redor da tendência de crescimento dada pelo produto potencial, convergem para a conclusão de que o efeito na demanda agregado é muito moderado, até no curto prazo, sobretudo pelas reações desencadeadas nos mercados financeiros.²² Todas, exceto os minoritários

(20) Trata-se da alocação dos instrumentos de política econômica para manter a taxa de câmbio de equilíbrio fundamental (TCEF) de cada moeda dentro das bandas anunciadas, sendo a TCEF a taxa de câmbio real capaz de manter, no médio prazo, a atividade econômica no nível mais elevado possível, tomando em conta as restrições de equilíbrio interno e externo, como sugerido em Williamson (1987).

(21) O equilíbrio externo é dado pelo conceito de balanço de pagamentos básico, isto é, um déficit ou superávit em conta corrente deve ser equilibrado por fluxos de entrada ou saída de capitais de longo prazo, respectivamente. Paradoxalmente, este conceito torna-se menos relevante na década de 80, com a crescente autonomia e importância dos fluxos de capitais de curto prazo, registrados “abaixo da linha” no balanço de pagamentos básico. A solução é admitir que uma parte desses fluxos é permanente, para somá-los aos de longo prazo. A prática comprova que tal julgamento está sujeito a erros crassos.

(22) Se a produção está próxima aos limites ditados pela evolução do produto potencial, um estímulo fiscal dá origem a pressões inflacionárias imediatas e, na seqüência, a um aperto da política monetária para reduzi-las (não há acomodação pelo banco central), elevando as taxas de juros, o que, por sua vez, acarreta a aceleração do processo de endividamento do setor público e a valorização da taxa de câmbio. Os impactos sobre a demanda agregada são muito reduzidos (o efeito multiplicador sobre a renda é inferior ao efeito *crowding out* sobre os investimentos e as exportações líquidas).

seguidores da hipótese da equivalência ricardiana, admitem que as políticas fiscais afetam decisivamente a taxa de poupança nacional (Gramlich, 1990).²³

O reconhecimento desse impacto leva ao surgimento da proposta de “ortodoxia reversa” de Boughton (1989), na qual a política fiscal deve ser destinada ao equilíbrio do balanço de pagamentos e a política monetária ao crescimento nominal do produto. Apesar das críticas à modelagem da “ortodoxia reversa”, que não inclui a acumulação de dívida externa e seu serviço na conta corrente, Tirelli & Vines (1995) reconhecem que as prioridades políticas dadas ao controle da inflação, os limites ao endividamento do setor público, as reformas fiscais neoliberais e a redução planejada do setor público, as duas últimas destinadas a elevar a eficiência microeconômica, levam, na prática, à adoção da “ortodoxia reversa” em vários países da OCDE na década de 80.

A situação fiscal de vários países desenvolvidos agrava-se de tal maneira que não há mais espaço para estímulos fiscais e vários estabilizadores automáticos são desativados, apesar da elevação substancial da taxa de desemprego, na recessão na década de 90.²⁴ A novidade no debate é a hipótese de um ajuste fiscal antikeynesiano: se os mercados financeiros reagem positivamente à consolidação fiscal ex ante, as taxas de juros podem baixar, tornando o ajuste fiscal expansivo (o efeito líquido é favorável ao crescimento).²⁵ De qualquer maneira, a recomendação normativa da década anterior é reforçada: torna-se necessário consolidar as finanças públicas para elevar a confiança dos mercados financeiros nas políticas econômicas e reduzir as taxas de juros que governam o seu financiamento (Leibfritz, Roseveare & Van den Noord, 1994).

Sem condições de consolidar as finanças públicas e até mesmo de implementar prontamente medidas fiscais transitoriamente restritivas, a política fiscal torna-se pouco operacional. Na prática, as duas tarefas das políticas de estabilização – reagir às pressões inflacionárias ou expandir o nível de atividade –, recaem sobre a política monetária, com um comportamento bastante diferenciado no que se refere à rapidez de resposta das autoridades monetárias para cada uma dessas tarefas, em razão da prioridade de manter os ganhos no combate à inflação.

(23) Para os defensores da equivalência ricardiana, financiar o déficit fiscal por meio de dívida pública é equivalente a financiá-lo por meio de impostos.

(24) Aumenta a convicção do *mainstream* de que as dívidas públicas em alguns países da OCDE e as tendências fiscais apresentadas por vários outros são insustentáveis. Os principais indicadores apresentados para o conjunto dos países da OCDE são a elevação da dívida pública bruta (de cerca de 40% do PIB em 1979 para 65% em 1993), a permanência de déficits estruturais no auge cíclico (ao redor de 1% do PIB em 1989), o forte aumento desses déficits no início da década de 90 (para mais de 3% do PIB), o aumento dos gastos públicos totais (de cerca de 36% do PIB em 1979 para 42% em 1993), refletindo especialmente as maiores despesas com juros, transferências e custeio, e a falta de financiamento adequado para os esquemas de pensões sob responsabilidade pública (Leibfritz, Roseveare & Van den Noord, 1994).

(25) Os casos freqüentemente citados como evidência de um ajuste fiscal antikeynesiano na literatura são a Dinamarca (1983/86) e a Irlanda (1989/89). Há fortes evidências de que ajustes fiscais de grande envergadura (pelo menos 3% do PIB no resultado primário) podem originar respostas antikeynesianas em termos de crescimento (Cour et al., 1996).

5. As lições do Sistema Monetário Europeu

A crescente recomendação e aceitação de regimes cambiais com taxas de câmbio fixas, porém ajustáveis, resulta do aparente sucesso do SME até a crise de 1992/93. Há uma restrição adicional imposta pela escolha desse regime cambial às autoridades fiscais – ao determinar a taxa de inflação, as autoridades monetárias devem aceitar o *trade-off* entre senhoriagem e estabilidade da taxa de câmbio (Grilli, 1989): taxas de câmbio fixas podem restringir a senhoriagem abaixo do seu nível ótimo e substituí-la por maiores impostos pode não ser viável. Numa economia aberta com taxas de câmbio fixas, a criação de moeda total compatível com as metas de inflação pode não coincidir com as necessidades de financiamento monetário do Tesouro, uma vez que há necessidade de desviar parte da emissão para a gestão da própria taxa de câmbio.²⁶

Apesar dessas restrições bem conhecidas, o SME passa a ser visto como uma maneira simples e eficiente de estender a estabilidade monetária da Alemanha Ocidental aos seus principais parceiros comerciais.²⁷ O compromisso com a manutenção das taxas de câmbio nominais no SME e a renúncia do banco central do país com inflação superior à alemã a uma política monetária autônoma, fornecem uma âncora nominal para os preços na economia, ajudando a quebrar a inércia das expectativas inflacionárias, substituindo a intenção original, mais modesta, de evitar desalinhamentos cambiais prejudiciais à integração européia (Giavazzi & Giovannini, 1988).

A mensagem fundamental é que taxas cambiais fixas permitem “importar credibilidade” e quebrar a inércia na formação dos preços:

Fixar a taxa de câmbio com um país de inflação baixa pode ajudar a quebrar a inércia associada com as expectativas inflacionárias. ... As expectativas dos formadores de preços ajustam-se endogenamente e a taxa de inflação de equilíbrio no país que fixa a taxa de câmbio é menor do que num regime de taxas de câmbio flutuantes. (Giavazzi & Giovannini, 1988: 91)

Desde o seu início, em 1979, até a crise de 1992/93, o SME alcança uma impressionante convergência nas taxas de inflação e nas taxas de juros entre os seus membros. No entanto, seu sucesso não pode ser associado apenas à defesa das paridades fixas pela política monetária: é necessário tomar em conta a

(26) A partir da contribuição pioneira de Krugman (1979), desenvolvem-se novos modelos de colapso das taxas de câmbio fixas com mobilidade de capitais, que simulam uma situação em que as autoridades monetárias seguem uma política de taxas de câmbio fixas e acomodam uma política fiscal expansiva. A perseguição conjunta dessas políticas torna-se inconsistente no longo prazo e o comportamento das autoridades monetárias acaba por provocar um colapso do regime cambial, ocasionado pela perda das reservas do banco central (uma vez que o excesso de oferta monetária dirige-se para a aquisição de ativos estrangeiros, reduzindo essas reservas).

(27) O funcionamento do SME é assimétrico: o *Bundesbank* fixa a política monetária e os demais bancos centrais renunciam a uma política monetária independente (“amarram suas mãos”), limitando-se a defender as paridades de suas moedas nacionais com o marco alemão e tornando o SME, de fato, uma zona monetária do marco alemão.

permanência dos controles de capitais até o final da década de 80 (por exemplo, na França e na Itália) e um conjunto de políticas macroeconômicas orientadas para a integração europeia por razões eminentemente políticas (Goodhart, 1990). No final da década de 80, aumenta o entusiasmo de economistas e políticos com a âncora cambial: não ocorre nenhum realinhamento das taxas de câmbio dos países membros após 1987. A abolição dos controles de capitais e a rápida formação de um mercado único financeiro na Europa oferecem duas vias ao SME: um sistema com bandas maiores e realinhamentos mais frequentes, visto como uma regressão, ou uma rápida caminhada para a união monetária. O Relatório Delors recomenda perseguir uma maior convergência nas taxas de inflação por intermédio da transformação do SME em união monetária (Commission of European Communities, 1989) e o país europeu mais crítico do SME, a Grã-Bretanha, junta-se aos demais em 1990.²⁸

Segundo a hipótese da “credibilidade importada”, a maior estabilidade dos preços no SME explica-se pela ação de um mecanismo assimétrico, mas disciplinador dos preços, bastante simples: primeiro, uma inflação doméstica superior àquela do país-âncora resulta numa valorização da taxa de câmbio real, que reduz a demanda por bens produzidos internamente e gera uma recessão, forçando a convergência da inflação interna com a do país-âncora; segundo, a formação interna dos preços e salários, por meio de um processo de aprendizado, internaliza as expectativas de defesa da paridade corrente, assegurando a disciplina necessária para evitar uma perda de competitividade internacional pela maior inflação interna.

Nessa formulação, a âncora cambial é considerada pelos agentes privados um compromisso mais forte do que aquele expresso por uma meta nominal para a oferta monetária, permitindo a rápida redução das expectativas inflacionárias. A defesa desse mecanismo no SME sublinha a consecução do objetivo de convergência para uma inflação estável e baixa com menores custos em termos de nível de atividade e emprego perdidos. No entanto, o papel do SME na obtenção desse objetivo é controverso e a evidência empírica é débil (Thygesen, 1988).²⁹

Segundo os defensores do SME, os problemas residuais de competitividade nos países europeus devem ser resolvidos por políticas microeconômicas e pela flexibilização do mercado de trabalho, renunciando-se à utilização das desvalorizações competitivas, que implicam a perda da credibilidade na luta contra a inflação. A hipótese implícita é que os choques que afetam a

(28) Note-se que aprofundar a integração regional e reforçar o SME é a resposta estratégica europeia aos desafios do ajuste internacional na segunda metade da década de 80, quais sejam, acomodar o desequilíbrio externo dos Estados Unidos, aceitando um dólar fraco, e enfrentar a dura concorrência dos produtores asiáticos nos mercados domésticos europeus.

(29) A hipótese da “credibilidade importada” nunca foi comprovada empiricamente de maneira julgada completamente satisfatória. Pelo contrário, tem sido contestada por diversos autores, pelo menos para certos períodos. Por exemplo, entre 1982/86, há uma convergência lenta e incompleta com a inflação alemã no SME e os países membros não têm uma desinflação mais rápida do que os demais países desenvolvidos (Collins, 1988).

economia européia são simétricos, não criando sérios problemas locais ou regionais de desemprego, uma vez que a força de trabalho, por razões culturais, continua relativamente imóvel no espaço econômico europeu.

A crise do SME em 1992/93, que atingiu 11 diferentes moedas nacionais (oito pertencentes ao SME e três dos países nórdicos), resultando em oito desvalorizações e na ampliação das bandas para 15%, ocasiona uma reavaliação menos otimista das possibilidades de manter um regime regional de taxas de câmbio fixas num ambiente caracterizado pela crescente globalização financeira e pela ausência de controles aos movimentos de capitais, aumentando o número de análises que afirmam que o sucesso inicial do SME se deve aos controles de câmbio, abolidos na segunda metade da década de 80.

No ambiente da globalização financeira, as principais dificuldades enfrentadas pelo SME são indicadas por Svensson (1994):

- As cotações nos mercados cambiais tornam-se mais sujeitas a ataques especulativos com sucesso, uma vez que os investidores se posicionam nas moedas que oferecem as taxas de juros mais elevadas, confiantes em que as paridades serão mantidas e a convergência em termos de inflação alcançada.³⁰
- A disciplina imposta pela âncora cambial na formação dos preços internos revela-se mais frouxa do que o esperado na prática, levando à constante valorização de algumas moedas nacionais.
- Os choques assimétricos nominais ou reais (a unificação alemã derruba a hipótese implícita de que estes últimos são simétricos no SME) ameaçam a manutenção das paridades cambiais de certas moedas e originam imediatamente um enorme refluxo dos capitais especulativos, impondo dificuldades ainda maiores na manutenção dessas paridades. A tática de defesa para manter as paridades, recorrer à elevação drástica das taxas de juros nominais de curto prazo, tem elevados custos econômicos e sociais que conspiram contra a sua própria credibilidade e acabam por reforçar a especulação, ao invés de combatê-la.
- As intervenções oficiais mostram-se crescentemente difíceis e caras, tornando-as mais seletivas e forçando a maior utilização do instrumento taxas de juros na defesa das paridades.
- Comprova-se que as políticas monetárias no SME assumem um indesejável caráter pró-cíclico por causa dos movimentos de capitais. Particularmente, as políticas monetárias podem se tornar excessivamente restritivas na fase descendente do ciclo econômico, quando passam a predominar as expectativas de realinhamentos das taxas de câmbio nos mercados financeiros.³¹

(30) Svensson (1994) denomina essa dinâmica de *convergence trading*: as expectativas dos agentes privados são de crescente convergência e de redução dos diferenciais nas taxas de juros que, quando confirmadas, lhes asseguram significativos ganhos de capital.

(31) Svensson despreza a influência da sensível desvalorização do dólar diante do marco alemão em 1992 como fator detonador da crise, ao contrário de outros autores, que assinalam as maiores dificuldades de ajustamento das contas correntes de certos países membros do SME neste contexto, especialmente da Grã-Bretanha e Itália.

Goodhart (1995) ressalta que o efeito perverso da elevação das taxas de juros na defesa da paridade cambial é exacerbado pelas dinâmicas financeiras internas, cujo mecanismo é o seguinte: os administradores das carteiras de títulos procuram os títulos de melhor rentabilidade (maior diferencial de juros) entre os países membros, cobrindo seus riscos de câmbio por meio de opções futuras de venda (*puts*) da moeda em que os títulos são denominados. Essas opções são exercidas se a paridade da moeda local cair abaixo do limite fraco da banda. Se a taxa de câmbio corrente estiver muito próximo do limite inferior, a elevação das taxas de juros exerce pressões baixistas sobre a taxa de câmbio a termo, uma vez que se cumprem as condições de paridade coberta, e aqueles agentes que subscreveram as opções de venda (os agentes que apostaram na manutenção ou valorização da paridade da moeda nacional) realizam vendas de cobertura (isto é, vendem moeda nacional e compram moeda estrangeira). O volume dessas vendas pode ser muito intenso, se a elevação da taxa de juros conduzir a uma taxa de câmbio a termo menor do que o limite inferior da banda. Neste caso, a tentativa de elevar a taxa de juros para sustentar a paridade pode ser frustrada endogenamente.

No contexto da crise do SME, uma das melhores exposições dos desafios que os mercados financeiros integrados colocam à eficácia da política econômica, para os países presos a um forte compromisso de manutenção das taxas de câmbio fixas em bandas estreitas, não é realizada por um acadêmico do *mainstream*, mas por um alto funcionário do Banco da França ao analisar a crise do franco francês entre 1992/93. Moutot (1994) sublinha que o contexto geral das tensões sobre o franco francês nesse período está associado à desregulação dos mercados financeiros doméstico e internacional, aos novos instrumentos financeiros e ao maior peso dos investidores institucionais nesses mercados.

No caso francês, essas mudanças resultam na posse de um estoque significativo de títulos da dívida pública por não residentes, concentrado em mãos dos investidores institucionais e dos *hedge funds*, representando um pouco menos de 30% do estoque desses títulos em poder do público. Essa nova situação estrutural pode exigir, em certos momentos, fortes intervenções das autoridades monetárias para defender a paridade.

Moutot (1994) demonstra que os ataques especulativos contra o franco não decorrem da deterioração dos fundamentos ou da intenção oficial de mudar a estratégia da política econômica francesa. Destaca o caráter auto-suficiente, endógeno e instável das expectativas privadas, uma vez que são crescentemente balizadas por hipóteses sobre as políticas econômicas futuras, incorporando novas variáveis, fora do controle das autoridades monetárias, à análise dos fundamentos: a taxa de desemprego, a saúde do sistema financeiro, as declarações políticas, o apoio popular ao governo, etc. As novas variáveis têm evoluções que são específicas de cada país, abertas a múltiplas interpretações, sendo pouco

compreendidas pelos investidores estrangeiros. Não surpreende que, das suas análises, resultem expectativas “irracionais”.

Dada a importância dos cenários futuros de política econômica na formação das expectativas privadas, Moutot propõe uma abordagem que envolve três dimensões para compreender as tensões sobre o franco francês em 1992/93: (1) identificar as visões alternativas do futuro com base nos fundamentos antes do ataque; (2) indicar os fatores que modificam a ordem de preferência dos agentes privados por esses cenários, sublinhando as mudanças nas condições externas, ao lado das mudanças esperadas ou anunciadas na política econômica interna; (3) mostrar como uma nova homogeneização dos cenários futuros dos principais agentes privados conduz a ataques especulativos contra a moeda nacional.

Para ilustrar as novas possibilidades analíticas do enfoque adotado por Moutot, dos três ataques especulativos ao franco francês em 1992/93 destacam-se, a seguir, as análises do primeiro e do terceiro.

O primeiro ataque ao franco realiza-se em setembro de 1992, logo após as saídas da libra esterlina e da lira italiana do EMS e a desvalorização da peseta espanhola. Até então, prevalece entre os agentes privados uma visão otimista dos resultados alcançados pela estratégia de desinflação competitiva francesa. Há visível progresso nos fundamentos e desregulam-se os mercados financeiros. A França satisfaz os critérios estabelecidos no Tratado de Maastricht e, entre 1987/92, o seu desempenho macroeconômico contabiliza um crescimento mais elevado e uma inflação menor do que dos demais países do G-7.

A visão pessimista alimenta-se gradualmente do aumento da taxa de desemprego em 1991/92, que parte de um nível muito elevado no auge cíclico em 1990. Num contexto eleitoral difícil (dada a baixa popularidade da política de desinflação competitiva naquela conjuntura) cresce, entre os agentes privados, o receio de que as autoridades monetárias possam ceder às pressões internas em favor de políticas anticíclicas. Especificamente, teme-se que a manutenção do “franco forte” entre em crescente conflito com a necessidade interna de baixar as taxas de juros, num momento em que a diferença com as taxas de juros alemãs é pequena, uma vez que o aumento das taxas alemãs, em julho de 1992, não é acompanhado pela França. A consistência das políticas monetárias dentro do SME é subitamente colocada em questão, pela falta de sincronia entre as conjunturas do país-âncora e dos demais, causada pelos efeitos assimétricos do choque da unificação alemã.

Segundo Moutot (1994), nesse contexto, o financiamento externo da dívida pública francesa, um resultado tido até então como virtuoso da estratégia macroeconômica, destinando-se a elevar o peso do franco francês nos mercados internacionais de capitais, passa a ser visto como limitante dos graus de liberdade da política econômica perante as crises financeiras nos demais membros do G-7, que podem desencadear o retorno dos capitais não residentes. Ademais, o mercado

imobiliário de Paris entra em crise e os novos investidores institucionais estabelecem uma correspondência direta entre a sensibilidade das famílias francesas e das britânicas à elevação das taxas de juros, extrapolando-se indevidamente as conseqüências recessivas na Grã-Bretanha para a França.

Para Moutot (1994), essa visão pessimista só prevalece graças à crise mais geral do SME, ressaltando a influência das variáveis externas na crise do franco francês, em particular os resultados decepcionantes dos primeiros referendos europeus sobre a ratificação do Tratado de Maastricht e suas cláusulas.³²

Moutot (1994) afirma que o cenário pessimista perde força e a primeira crise do franco é superada com a elevação das taxas de juros francesas, reafirmando o compromisso oficial com a estratégia de desinflação competitiva. Um comunicado conjunto dos bancos centrais francês e alemão reafirma a solidariedade mútua. O Banco da França repõe as reservas perdidas na defesa do franco, as taxas de juros baixam lentamente e o franco se valoriza novamente.

A terceira crise do franco acontece em julho de 1993, logo após a vitória da oposição em março. A oposição compromete-se em manter intocado o núcleo da estratégia de política econômica antes das eleições. Novamente, uma rápida reavaliação das condições internas e externas joga um papel fundamental na mudança das expectativas privadas. A conjuntura econômica na França e no resto da Europa é recessiva durante o primeiro semestre de 1993. O Banco da França coloca as taxas de juros de curto prazo francesas abaixo das alemãs a partir de maio deste ano.

Segundo Moutot (1994), os mercados financeiros interpretam essa decisão como uma demonstração inequívoca de que não há mais espaço para políticas monetárias restritivas na Europa e um presságio de que as taxas de juros alemãs devem baixar substancialmente em breve. A decisão de baixar em conjunto as taxas de juros alemãs e francesas no início de julho de 1993, mas em apenas 0,25%, é vista como confirmando a fragilidade da conjuntura européia e da francesa em particular.

Uma ação mais afirmativa do *Bundesbank* passa a ser aguardada e neste ínterim o franco é atacado nos mercados cambiais. Na segunda quinzena de julho, as taxas de juros francesas são elevadas e o franco parece resistir, mas a decisão do *Bundesbank* de não baixar suas taxas de desconto, no final de julho, desencadeia uma violenta especulação contra várias moedas do SME, inclusive o franco.

Como única alternativa à flutuação generalizada, os aumentos dramáticos das bandas de flutuação de $\pm 2,25\%$ para $\pm 15\%$, no início de agosto de 1993, procuram preservar o SME como um mecanismo de transição para a UME,

(32) Numa conjuntura em que os interesses nacionais dos países europeus diferem amplamente e a simetria de obrigações não é aceita pela Alemanha, os agentes privados passam a acreditar na reação de vários governos europeus ao excesso de restrições externas, já que o custo macroeconômico de sustentação das paridades pode se tornar excessivo. As incertezas sobre o futuro do SME e sobre a cooperação entre os bancos centrais europeus assolam os mercados.

proteger as cotações centrais das moedas e desestimular a especulação, elevando as perdas potenciais dos agentes que desafiam os bancos centrais.

Nas duas últimas crises, Moutot (1994), talvez por seu vínculo institucional, deixa de explorar as seqüelas na economia real deixadas pelas táticas de defesa do “franco forte” do Banco da França, que reforçam o cenário negativo dos agentes privados e minam progressivamente a própria capacidade de defender o franco sem fortes intervenções conjuntas com o *Bundesbank*, numa conjuntura em que há cada vez menor disposição deste último de efetua-las.

Wyplosz (1994), nos seus comentários a essa análise, ressalta duas evidências nas estratégias dos bancos centrais:

- Banco da França, pela segunda vez (a primeira em 1989, quando recusa a proposta alemã de valorizar o marco no SME), parece ter acreditado que o franco pode compartilhar com o marco a função de moeda-âncora no SME. Trata-se, segundo ele, de um erro fundamental, porque a tolerância do público alemão à inflação é menor e muito maior a aceitação da necessidade eventual de políticas monetárias rigorosas. O desempenho inflacionário da Alemanha após 1948 comprova a menor tolerância, não sendo apenas uma questão de melhores fundamentos conjunturais.
- *Bundesbank* recusa-se a acalmar os mercados em 1993, repetindo sua decisão anterior de setembro de 1992: preservar sua reputação, apesar da enorme pressão dos demais países.

A lição é que quando resta como única arma efetivamente disponível para dissuadir os especuladores a elevação das taxas de juros, para aumentar os custos da especulação, a sustentabilidade e a consistência da estratégia de política econômica jogam um papel decisivo na formação das expectativas privadas. A fragilidade financeira de importantes segmentos da economia nacional ou a falta de apoio político ao banco central podem colocar ambas em questão.

Moutot (1994) infere que a importância crescente da formação das expectativas privadas torna a política de comunicação do banco central um complemento necessário das políticas de austeridade para aumentar a credibilidade na presença de mercados financeiros desregulados. O banco central deve explicar a situação da economia real, as “especificidades nacionais” e fixar claramente as prioridades da política econômica. Porém, isto apenas não basta. Deve seguir atentamente o debate econômico e influenciá-lo, defendendo o modelo econômico adotado. Conclui que, infelizmente, qualquer estratégia de comunicação pode encontrar seus limites. No caso francês, estes limites são descobertos com a decisão do *Bundesbank* de não baixar rapidamente as suas taxas de juros em julho de 1993.

Pode-se concluir diferentemente, a partir da própria interpretação da crise do franco esboçada acima, que a recomendação normativa do *mainstream* para evitar a excessiva volatilidade das taxas de câmbio no atual Sistema Monetário

Internacional, qual seja, aumentar a credibilidade da política macroeconômica doméstica nos países com moedas fracas por intermédio de concessão de maior independência aos bancos centrais, consolidação fiscal, flexibilização do mercado de trabalho, etc., encontra seus limites demarcados pelo lugar ocupado pela moeda nacional na hierarquia do Sistema Monetário Internacional. Além disso, os ataques especulativos podem acontecer com relativa independência dos fundamentos, com base em expectativas negativas dos agentes que podem ser autojustificantes e auto-alimentadoras, principalmente se o custo de assumir posições especulativas não for muito elevado.

6. A estratégia macroeconômica de desinflação competitiva

A importância de resenhar sucintamente o debate sobre a estratégia macroeconômica francesa de desinflação competitiva é dupla: em primeiro lugar, corresponde a mais uma rodada do debate maior, entre mercados versus políticas públicas discricionárias, que teima em ressurgir, apesar das vitórias conservadoras; em segundo lugar, dele importam-se alguns argumentos favoráveis a essa estratégia no debate intelectual que antecede ao Plano Real no Brasil.

A desinflação competitiva é uma estratégia macroeconômica apoiada nas forças de mercado para evitar o círculo vicioso desvalorização–inflação–nova desvalorização, diagnosticado em vários países desde o advento das taxas de câmbio flutuantes em 1973. Na década de 80, os diagnósticos conservadores passam a recomendar aos países europeus que restaurem as forças de mercado e defendam as paridades dentro do SME para escapar desse círculo vicioso, promovendo economias mais enxutas, flexíveis e eficientes. O mecanismo básico da estratégia de desinflação competitiva, para um país com economia aberta e inflação superior à dos seus parceiros comerciais, é a fixação da taxa de câmbio. A perda de competitividade internacional resultante da valorização da taxa de câmbio real eleva o desemprego que, por sua vez, permite a queda dos salários reais. Os menores custos domésticos de produção possibilitam às empresas combinar maiores lucros e menores preços. Os maiores lucros permitem os investimentos necessários à modernização da produção e os menores preços elevam a competitividade-preço da economia, facilitando a convergência da inflação doméstica para a média dos parceiros comerciais. Durante a fase de convergência, a taxa de câmbio real continua gradualmente a se valorizar, mantendo a pressão sobre trabalhadores e empresas. Depois de certo tempo, a inflação torna-se inferior à da média dos parceiros comerciais e a competitividade internacional aumenta significativamente, resultado da maior competitividade-preço e dos investimentos modernizadores, elevando as exportações líquidas e reduzindo o desemprego. Conquista-se, simultaneamente, pleno emprego, baixa

inflação, equilíbrio externo e moeda forte (Fitoussi et al. 1993; Blanchard & Muet, 1993).

A hipótese básica é que os custos da mudança, em termos de produção e emprego, são baixos, por conta da maior credibilidade conquistada pelas autoridades monetárias com o anúncio do novo regime cambial. Num prazo relativamente curto, os trabalhadores moderam as demandas salariais e as empresas elevam a produtividade, ambos disciplinados pelo novo ambiente competitivo, no qual impera uma maior concorrência, estimulada tanto pela valorização da taxa de câmbio quanto pela desregulação de vários mercados, particularmente do mercado de trabalho (Blanchard & Muet, 1993).

Por trás da hipótese básica, espreita-se um modelo econômico muito próximo ao dos livros-textos, no qual prevalece um rápido ajustamento por meio dos preços. Os defensores dessa estratégia argumentam que (Fitoussi et al. 1993):

- processo de recuperação econômica, que rompe com o ciclo vicioso anterior, caracteriza-se pela maior demanda (dados os menores preços) e maior investimento (dadas as maiores margens de lucro), assegurando uma trajetória de maior crescimento sem sacrifício da competitividade internacional.
- Os efeitos favoráveis da maior credibilidade nos mercados financeiros traduzem-se em menores prêmios de risco para os ativos denominados na moeda nacional (dado o reduzido risco de desvalorização). A principal vantagem para o setor privado é o menor custo do capital, que permite maiores investimentos e preserva a competitividade futura. Para o setor público, o maior financiamento externo permite a redução do serviço da dívida pública.
- A maior credibilidade influencia a formação de preços nos mercados de bens e trabalho, diminuindo os custos recessivos do ajustamento.

Os críticos dessa estratégia denunciam o excessivo otimismo com os efeitos benéficos das forças de mercado e da maior credibilidade (Fitoussi et al. 1993):

- A maior credibilidade alcançada transmite-se sobretudo para os mercados financeiros, que se convencem de que a desvalorização não está na agenda do governo francês.
- A maior credibilidade consegue influenciar o mercado de trabalho muito indiretamente. A moderação salarial efetivamente conquistada resulta do alto desemprego e das intervenções diretas no mercado de trabalho.
- A desinflação é mais lenta do que a esperada, dada a prioridade das empresas em recuperar as margens de lucro em vez de reduzir os preços, em especial a partir de 1986.
- A recuperação das margens de lucro das empresas e o menor custo do capital não se traduzem no esperado boom de investimentos privados na França.

– A competitividade da produção francesa não aumenta conforme o esperado, como resultado desse comportamento conservador das empresas, permanecendo deficitária a conta corrente e elevado o desemprego.

Coerentes com seu diagnóstico, os críticos da estratégia macroeconômica de desinflação competitiva, reconhecendo a necessidade de preservar o SME para alcançar o objetivo político maior da Unificação Monetária Européia, apontam para a necessidade de romper com o imobilismo da política macroeconômica por meio de políticas públicas que estimulem a reestruturação produtiva (industrial, flexibilização do mercado de trabalho, etc.) e, particularmente, por uma política fiscal ativa.

Antes de examinar as justificativas apresentadas pelos críticos para defender uma política fiscal ativa no contexto europeu, convém recuperar três de suas objeções à estratégia de desinflação competitiva que, apesar de relativamente abandonadas na avaliação do caso francês, podem ter importância decisiva em outros ambientes econômicos.

Em primeiro lugar, a importância decisiva da conjuntura internacional e, particularmente, da conjuntura européia, para explicar o sucesso ou fracasso dessa estratégia. A conjuntura de 1987/90 é marcada pelo antichoque dos preços do petróleo e pela recuperação, favorecida por um nível de inflação baixo, das principais economias do mundo (exceto as da América Latina e da África). Neste contexto, baixam as taxas de juros nominais alemãs e recuperam-se o comércio e os investimentos europeus, sincronizando as recuperações nacionais e tornando mais suave o processo de convergência regional.

A conjuntura depois da unificação alemã altera substancialmente esse ambiente econômico, impondo maiores restrições às políticas econômicas nacionais dos demais membros do SME, quando o desemprego ainda permanece historicamente elevado em vários deles, como é o caso da França. A continuidade do processo de convergência passa a depender cada vez mais da parte mais frágil da estratégia de desinflação competitiva, qual seja, a suposta flexibilidade dos preços, podendo elevar dramaticamente os seus custos, a menos que, conforme a hipótese otimista também subscrita pelos críticos, concretizem-se os maiores investimentos privados permitidos pela recuperação da lucratividade empresarial.

Em segundo lugar, a estratégia de desinflação competitiva pode desembocar numa crise financeira ou política, caso a elevação da pressão competitiva na economia resulte no fechamento de várias empresas ao invés do comportamento adaptativo suposto pelos seus defensores.

Em terceiro lugar, o sucesso da maior competitividade internacional da economia alemã, o paradigma dessa estratégia, pode não estar na elevação da competitividade-preço de sua produção, mas na incessante procura de suas empresas em manter a competitividade mediante a crescente especialização produtiva e a permanente diferenciação de seus produtos. Vale dizer, a desinflação

competitiva requer moeda forte mais liderança tecnológica e empresarial. Neste caso, o próprio sentido geral da estratégia de desinflação competitiva perseguida pela França é colocado em questão.³³

Dessas considerações, podem-se retirar duas lições para as perspectivas de estratégias similares em outros países: primeira, seu sucesso relativo depende das condições iniciais, principalmente da conjuntura internacional; segunda, nessas condições, assumem particular importância a natureza e potencialidade da inserção internacional do país em questão e todas as medidas que as modifiquem, uma vez que a qualidade da resposta das empresas produtivas locais não é independente das condições de demanda e oferta externas.

Para encerrar essas breves considerações sobre a estratégia de desinflação competitiva, examinam-se, a seguir, as razões apresentadas por Fitoussi et al. (1993) na defesa de uma política fiscal ativa no contexto de uma transição para a Unificação Monetária Européia (UME). Neste contexto, dois dos principais instrumentos de política econômica, as políticas monetária e cambial, não estão disponíveis para a gestão macroeconômica dos países membros no caso de choques assimétricos, que podem ter origem nos lados da oferta e da demanda.

Para os economistas do *mainstream* que defendem o estabelecimento de rígidas metas fiscais na transição e de estritos limites obrigatórios aos déficits depois desta transição, a resposta a esses choques deve ser um ajuste compensador dos preços, permitido pela crescente flexibilização dos mercados.³⁴

Fitoussi et al. (1993) argumentam que deve existir um espaço para políticas fiscais nacionais na UME, contrastando o caso europeu com o americano. Os Estados Unidos são freqüentemente citados na literatura econômica como o melhor exemplo das potencialidades de uma união monetária, permitindo desenvolver mercados financeiros integrados e reduzindo drasticamente os custos de transação dentro do espaço econômico ampliado. No entanto, os Estados Unidos são uma federação, possibilitando que as suas regiões, afetadas por choques adversos, promovam seu ajustamento por três mecanismos principais: uma grande mobilidade regional da mão-de-obra, a existência de estabilizadores fiscais automáticos e a ajuda federal para programas regionais de reestruturação econômica.

Nenhum dos três mecanismos está disponível para promover o ajustamento na UME. Os fatores culturais continuam a impedir a mobilidade intra-européia da mão-de-obra, situação que deve perdurar por um longo tempo. Não há

(33) Os defensores dessa estratégia argumentam que a competitividade extrapreço, cuja importância é por eles reconhecida, é reforçada pela modernização produtiva desencadeada pela maior concorrência no espaço nacional. A comprovação empírica confirmando essa modernização fica a cargo, paradoxalmente, da elevação das importações de bens de capital e de insumos, que pode ser simplesmente uma indicação de menores efeitos de encadeamento na economia nacional.

(34) Note-se que o "Pacto de Estabilidade", condicionalidade imposta pela Alemanha aos seus parceiros, assegura que os estritos critérios fiscais da transição, estabelecidos em Maastricht, permanecem operativos, engessando permanentemente a política fiscal da UME.

estabilizadores fiscais automáticos e a ajuda regional é limitada pelo reduzido tamanho e intensa luta distributiva em torno do orçamento da UE.

Duvida-se, por outro lado, que os países europeus e seus eleitorados referendem políticas macroeconômicas fortemente recessivas, que abandonem quaisquer metas de produção e emprego, em nome da unidade européia. É mais pragmático admitir um espaço para a política fiscal nos ajustamentos a choques assimétricos. Além disso, com a integração dos mercados financeiros, não há *crowding out* relevante da política fiscal: sendo única a moeda de emissão de todos os títulos públicos, a formação das taxas de juros é geral e deve apresentar pronunciada tendência à queda, não sendo influenciada por emissões marginais de títulos nacionais. Nessas condições, a eficácia da política fiscal compensatória é plenamente restabelecida. A disciplina fiscal pode ficar, em boa medida, a cargo dos mercados financeiros, que devem elevar substancialmente os prêmios de risco dos devedores mais irresponsáveis, uma vez que é expressamente proibido ao futuro banco central europeu emitir moeda para socorrer as autoridades fiscais.

Conclusões: As novas faces da restrição externa

Nos itens anteriores, eventos diversos desafiam a fé do *mainstream* na prevalência dos fundamentos econômicos e nas tendências automáticas de equilíbrio da economia no longo prazo. Para abreviar o espaço temporal da transição para o equilíbrio, a recomendação normativa do *mainstream* torna-se investir na elevação da credibilidade das autoridades monetárias por meio de regras que estabilizem as expectativas privadas, em que o grande desafio é não engessar a política cambial. A maior credibilidade permite comunicar claramente aos mercados cambiais as intenções do banco central por intermédio da política monetária e de intervenções nestes mercados, consideradas admissíveis quando há fuga da trajetória julgada sustentável para a taxa de câmbio. A maior credibilidade ajuda, então, a reduzir os custos macroeconômicos da sustentação da paridade nos mercados cambiais e a evitar a formação de bolhas especulativas nesses mercados.

Essa recomendação choca-se contra uma dura realidade, bem conhecida dos macroeconomistas da periferia capitalista: apenas os Estados Unidos, e em menor grau, a Alemanha e o Japão, parecem possuir a necessária credibilidade de longo prazo para utilizar a política monetária para ancorar suas taxas de câmbio no curto prazo, segundo os objetivos de suas políticas nacionais de estabilização. Nos demais países, políticas monetárias mais brandas, adotadas unilateralmente para minorar uma recessão, aumentam imediatamente as expectativas inflacionárias ou as possibilidades de uma desvalorização cambial. Para os países com menor credibilidade, a manutenção da estabilidade de suas taxas de câmbio necessita de

apoio externo ou da imposição de restrições administrativas aos movimentos de capital.

A primeira e mais importante conclusão desta resenha é que a globalização financeira, ao dissolver as fronteiras entre ativos financeiros e moeda, bancos e outras instituições financeiras, instituições financeiras e mercados de títulos, e mercados nacionais e internacionais para ativos denominados numa mesma moeda, acabou por tornar obsoletos todos os modelos desenvolvidos pelo *mainstream* para explicar o comportamento da taxa de câmbio como sendo determinado pelas variáveis econômicas fundamentais. Esses modelos assumem implicitamente que os fundamentos econômicos, reais e monetários, determinam os preços dos ativos financeiros e a cotação da taxa de câmbio. Por isto, a crise do SME em 1992/93 é a primeira de uma série de crises na década de 90 que demonstra que pode ocorrer exatamente o oposto: os rápidos e amplos movimentos e mudanças dos preços das moedas, das ações e dos bônus não respondem a mudanças prévias nas variáveis econômicas fundamentais, e, sim, pelo contrário, determinam a evolução destas últimas. O preço dos ativos financeiros e a cotação da taxa de câmbio são de prognóstico muito mais difícil do que as variáveis econômicas fundamentais, pois dependem do prêmio de risco, um fator muito volátil, influenciado pela aversão ao risco por parte dos investidores, por sua vez dependente da psicologia coletiva, que oscila bastante e pode ser pouco racional. Essa psicologia coletiva depende em boa medida da “credibilidade” das autoridades monetárias e da “confiança” dos investidores, dois conceitos de difícil mensuração e previsão. Como se comprovou no exame do caso da França em 1992/93, “credibilidade” e “confiança” são atributos árdua e lentamente alcançados, mas cuja perda pode ser imediata.

No exame das contribuições do *mainstream* sobre a escolha dos regimes cambiais nos países desenvolvidos mostrou-se que um regime cambial intermediário, no qual a taxa de câmbio é relativamente fixa e oscila dentro de bandas cambiais que podem ser ajustadas em certas circunstâncias, é a escolha indicada pela maioria das análises. Porém, com a crise do SME, aumenta a consciência de que pode haver custos macroeconômicos consideráveis na manutenção desse regime intermediário, particularmente se adotadas bandas estreitas, tanto pelas dinâmicas financeiras privadas surgidas com as técnicas recentes de administração de carteiras, quanto pelos limites impostos às ações isoladas de cada banco central pela hierarquização do Sistema Monetário Internacional.

Ressurgem os conhecidos dilemas, no curto prazo, entre a prioridade dada à luta contra a inflação e a manutenção de uma competitividade internacional adequada ou o combate ao desemprego. Além disso, descobre-se que ataques especulativos, ao impor desvalorizações num parceiro comercial importante, podem desencadear ataques subseqüentes aos demais países associados, devido à

perda de competitividade ou de financiamento externo destes. Esse “contágio” pode desencadear ataques especulativos que precedem a ocorrência de desequilíbrios macroeconômicos domésticos mais sérios.

Uma segunda conclusão desta resenha é qualificar várias análises do *mainstream*, que postulam que, com a maior integração à globalização financeira, o financiamento intertemporal das contas correntes dos países desenvolvidos não enfrenta problemas maiores nos mercados internacionais na década de 80, em franco contraste com os países em desenvolvimento, em especial os altamente endividados. Nessas análises, postula-se que a maior integração à globalização financeira permite aos países desenvolvidos escolherem trajetórias para as variáveis reais consumo (poupança) e investimento relativamente independentes uma da outra, sujeitas unicamente a restrições no longo prazo, uma vez que a poupança externa pode fechar o hiato contábil.³⁵ O resultado da conta corrente torna-se residual, sendo expressão das identidades das poupanças. Nesta interpretação, o balanço de pagamentos costuma se tornar determinado em última instância pela poupança pública, uma vez que a poupança e o investimento privados é suposto corresponderem a decisões “racionais” e “otimizadoras”. A restrição externa opera apenas no longo prazo, por intermédio de uma restrição orçamentária intertemporal, que deve atender aos requisitos de solvência ou sustentabilidade: a proporção dívida externa/PIB deve subir a uma taxa menor do que a diferença entre a taxa de juros reais internacional e a taxa de crescimento do PIB; caso contrário, o país tem que gerar superávites em conta corrente no futuro próximo (Currie & Levine, 1991).

Admite-se no *mainstream* que nos países de moeda “fraca”, notadamente nos países em desenvolvimento, submetidos em geral a um regime intermediário para os movimentos de capitais e sem uma integração financeira plena, o rápido crescimento do estoque de dívida externa pode fazer surgir com maior rapidez a questão da sustentabilidade, em especial se os déficits em conta corrente não correspondem a novos investimentos geradores ou poupadores de divisas. Nesses casos, a restrição de liquidez (maiores taxas de juros nos empréstimos internacionais) tende a agir muito antes da restrição de solvência, forçando a reversão da tendência ao aumento do déficit em conta corrente (Artis & Bayoumi, 1991). Reforça-se a argumentação de que a conta corrente é um bem público, uma

(35) A partir dessa possibilidade, sempre limitada a determinados países e conjunturas financeiras, freqüentemente surge a proposição vulgar de que, num mundo caracterizado por elevada mobilidade do capital, a poupança e o investimento domésticos não mais necessitam estar fortemente correlacionados: as decisões de poupança são determinadas por fatores estruturais domésticos e as decisões de investimento dependem das oportunidades locais. Porém, os testes empíricos teimam em mostrar uma elevada correlação entre poupança e investimento domésticos, que pode ser atribuída a vários fatores: (1) à relativamente baixa mobilidade internacional do capital de longo prazo; (2) ao comportamento do próprio setor privado, no qual investimento e poupança são fortemente correlacionados devido à importância do autofinanciamento nas decisões de investimento; (3) à manutenção de metas oficiais ou extra-oficiais para a conta corrente, que obrigam as autoridades monetárias a tomarem medidas compensatórias diante dos resultados do balanço externo privado (Artis & Bayoumi, 1991).

externalidade na obtenção de empréstimos externos, que deve ser objeto de monitoramento e controle pelos governos, como parece ser, efetivamente, a prática de muitos desses países.

Mesmo para países plenamente integrados na globalização financeira, como a Grã-Bretanha e a França, a restrição externa pode surgir antes de atingidos os limites da solvência, na forma de redução da credibilidade, vale dizer, diminui a credibilidade na manutenção de uma política monetária suficientemente restritiva para evitar uma desvalorização.

Como o exemplo da Grã-Bretanha na década de 80 guarda algumas semelhanças com os casos latino-americanos na década de 90, convém examiná-lo brevemente. Nas explicações oficiais da época, o déficit britânico em conta corrente é suposto ser temporário, resultante de um boom do investimento privado (a “Doutrina Lawson”).³⁶ Bean (1991) examina a identidade das poupanças e comprova o aumento do investimento privado na década de 80, porém destaca que o traço mais marcante deste período é o declínio da poupança privada (compensado parcialmente pelo aumento da poupança pública), levantando três hipóteses principais para explicar este declínio: (1) o maior consumo permitido pelas facilidades de crédito, particularmente para a aquisição de imóveis; (2) o maior consumo em resposta à elevação da renda permanente devida à redução dos impostos e ao crescimento da renda real; e (3) o maior consumo graças ao efeito riqueza associado à forte inflação nos preços dos ativos.

Segundo Bean (1991), permanece a controvérsia sobre o déficit externo britânico ser temporário e reversível, uma vez que há relativo consenso de que pode ser financiado no médio prazo. Nesta discussão, a hipótese crucial dos otimistas é que os eventuais efeitos *crowding out* das taxas de juros reais internas mais elevadas não são importantes, porque as restrições para tomar empréstimos externos são poucas e a reversão automática do boom de consumo (com a elevação moderada das taxas de juros) resolve o expressivo déficit em conta corrente. Os pessimistas argumentam que a recessão e a apreciação da libra, no início da década de 80, eliminam parte da capacidade de oferta da economia britânica e o enfoque das elasticidades, com sua ênfase nas equações de exportações e importações, continua a explicar melhor o desempenho do balanço de pagamentos britânico e a restrição externa potencial.

O caso da Grã-Bretanha mostra que há restrição externa até para países desenvolvidos plenamente integrados à globalização financeira: as expectativas sobre a intensidade da restrição externa continuam a influenciar tanto a política econômica quanto o comportamento do setor privado. Assim sendo, a suposta

(36) Essa visão passa a ser denominada “Doutrina Lawson”, por ser a posição defendida publicamente pelo ministro das Finanças do governo Thatcher, Nigel Lawson, entre 1987/88. Lawson minimiza o problema dos crescentes déficits em conta corrente associados à valorização da libra esterlina, afirmando que não devem se constituir em motivo de preocupação por serem voluntariamente financiados por entradas de capitais privados, estando as contas fiscais equilibradas.

superioridade da liberalização financeira como forma de acesso a fontes mais baratas de financiamento do crescimento pode ser ilusória: o setor privado produtivo torna-se extremamente cauteloso com as conseqüências de um possível descasamento de ativos e passivos multimonetários, notadamente em prazos mais longos, fugindo das imobilizações em capital fixo. A restrição externa pode permanecer apenas latente, “disciplinando” permanentemente a política econômica: manter a “disciplina” pode significar pagar um preço elevado em termos de crescimento e emprego perdidos no longo prazo.

No início da década de 90, sabe-se que a escolha do regime cambial e a estratégia macroeconômica perseguida influenciam decisivamente a maneira pela qual os mercados de câmbio se comportam. A terceira conclusão é que, seja qual for o regime escolhido, não há sinais que permitam prever sem ambigüidade as crises cambiais, isto é, os ataques especulativos que forçam a desvalorização da moeda ou que obrigam as autoridades monetárias a defenderem a paridade por meio de elevações substanciais das taxas de juros ou fortes intervenções nos mercados de câmbio.

Na crise do SME de 1992/93, por exemplo, os fundamentos não permitem prevê-la e também não são importantes para explicar a credibilidade antes gozada e depois perdida na defesa das paridades regionais. Antes dessa crise, as autoridades monetárias européias perseguem políticas macroeconômicas que são julgadas consistentes com a manutenção das paridades, porém a elevação do desemprego e a probabilidade cada vez maior dos governos conservadores perderem as eleições, resultados colaterais até certo ponto inesperados dessas políticas, aumentam a desconfiança dos mercados financeiros de que alguns desses governos abandonem o compromisso com a defesa das paridades para perseguir políticas monetárias mais acomodatórias, comprometendo o esforço de maior convergência suposto pelo Tratado de Maastricht. Os mercados, em determinado momento, antecipam essa mudança nas políticas econômicas e a credibilidade descola-se de seus supostos fundamentos econômicos. Nestas ocasiões, até mercados financeiros amplos, integrados e eficientes podem reagir de modo contraditório a sinais enviados pelos bancos centrais, como o comprova a crise do SME. Resume-se sucintamente a impotência do *mainstream* nestas conjunturas na citação a seguir, que reflete os limites da hipótese hegemônica de expectativas racionais, base angular de toda sua ênfase na credibilidade, quando se confronta com o caráter demasiadamente aberto e indeterminado da formação dessas expectativas no mundo real, produzindo uma variedade de resultados possíveis: há alguma evidência de que o que move o mercado muda de tempos em tempos (Williamson, 1993: 191).

Ainda assim, cabe reconhecer que as autoridades monetárias podem ter sucesso e vencer as crises cambiais. Em particular, um compromisso das autoridades econômicas de monitorar a evolução dos fundamentos e assegurar

uma trajetória sustentável para a taxa de câmbio, evitando uma concentração excessiva nas metas internas, pode desestimular as formas mais nocivas de especulação nesses mercados (Allsopp & Chrystal, 1989). A regra básica é evitar a defesa de taxas cambiais julgadas claramente desalinhadas pelos mercados, mudando a paridade central nos regimes de bandas cambiais, de preferência para valores dentro da banda anterior, evitando assim recompensar excessivamente os especuladores (Williamson, 1993).

Uma quarta conclusão é que a cooperação internacional, ainda que na forma branda de intervenções conjuntas dos bancos centrais envolvidos, pode defender as cotações cambiais de ataques especulativos em várias circunstâncias.

Finalmente, a quinta e última conclusão desta resenha é que, embora haja consenso no *mainstream* de que a determinação da taxa de câmbio depende, no curto prazo, dos fatores financeiros e de que os fatores reais são dominantes no longo prazo, os problemas de competitividade internacional, associados aos últimos, permanecem os mais intratáveis, desafiando as soluções propostas por esse consenso, especialmente nas situações em que coexistem com uma inflação acima da média dos principais rivais comerciais. Nestes casos, alguns economistas do *mainstream* admitem que os desequilíbrios na conta corrente do balanço de pagamentos podem ser sintomas de problemas mais profundos, cujo diagnóstico requer um exame específico dos regimes nacionais de acumulação para propor intervenções públicas que possam contribuir na sua superação. Não é de surpreender que os problemas de competitividade permaneçam os mais intratáveis: indiscutivelmente, há uma maior volatilidade e incerteza nos seus determinantes no ambiente internacional contemporâneo, em que convivem simultaneamente uma revolução tecnológico-produtiva (a Terceira Revolução Industrial), a globalização produtiva e financeira, e uma forte instabilidade das taxas de câmbio na Tríade.

Mário Ferreira Presser é professor
do Instituto de Economia da UNICAMP.

Bibliografia

- ALLSOPP, C., CHRYSTAL, K. A. Exchange rate policy in the 1990s. *Oxford Review of Economic Policy*, v. 5, n. 3, p. 1-23, 1989.
- _____, JENKINSON, T., O'SHAUGHNESSY, T. The assessment: the balance of payments and international economic integration. *Oxford Review of Economic Policy*, v. 6, n. 3, p. 1-17, 1990.
- ARTIS, M., BAYOUMI, T. Global financial integration and current account imbalances. In: ALOGOSKOUFIS, G., PAPADEMOS, L., PORTES, R. (Ed.). *External constraints on macroeconomic policy: the European experience*. Cambridge: Cambridge University Press, 1991.

- BAER, M., CINTRA, M., STRACHMAN, E., TONETO JR., R. Os desafios à reorganização de um padrão monetário internacional. *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 4, p. 79-126, 1995.
- BEAN, C. The external constraint in the UK. In: ALOGOSKOUFIS, G., PAPADEMOS, L., PORTES, R. (Ed.). *External constraints on macroeconomic policy: the European experience*. Cambridge: Cambridge University Press, 1991.
- BEGG, D. Floating exchange rates in theory and practice. *Oxford Review of Economic Policy*, v. 5, n. 3, p. 24-39, 1989.
- BLACKBURN, K., CHRISTENSEN, M. Monetary policy and policy credibility: theories and evidence. *Journal of Economic Literature*, v. 27, n. 1, p. 1-45, 1989.
- BLANCHARD, O., MUET, A. Competitiveness through disinflation: an assessment of the French macroeconomic strategy. *Economic Policy*, v. 16, p. 12-56, 1993.
- BOUGHTON, J. Policy assignment strategies with somewhat flexible exchange rates. In: MILLER, M., EICHENGREEN, B., PORTES, R. (Ed.). *Blueprints for exchange rate management*. New York: Academic Press, 1989.
- BOYER, R. En quoi et pourquoi les théories macro-économiques contemporaines sont-elles nouvelles? *CEPREMAP*, n. 9713, 1997.
- COLLINS, S. Inflation and the European Monetary System. In: GIAVAZZI, F., MICOSSI, S., MILLER, M. (Ed.). *The European Monetary System*. Cambridge: Cambridge University Press, 1988.
- COMMISSION OF EUROPEAN COMMUNITIES. *Report on economic and monetary Union in the European Community*. Brussels: Commission of European Communities, 1989.
- COOPER, R. What future for the International Monetary System? In: SUZUKI, Y., MIYAKE, J., OKABE, M. (Ed.). *The evolution of the International Monetary System*. Tokyo: University of Tokyo Press, 1990.
- _____. A monetary system for the future. *The International Monetary System*. Cambridge, MA: MIT Press, 1987.
- COUR, P., DUBOIS, E., MAHFOUZ, S., PISANY-FERRY, J. Quel est le coût des ajustements budgétaires? Les enseignements de expériences récentes. *Économie Internationale*, Paris, v. 68, p. 7-28, 1996.
- CURRIE, D., LEVINE, P. The solvency constraint and fiscal policy in an open economy. In: ALOGOSKOUFIS, G., PAPADEMOS, L., PORTES, R. (Ed.). *External constraints on macroeconomic policy: the European experience*. Cambridge: Cambridge University Press, 1991.
- DORNBUSCH, R. Expectations and exchange rate dynamics. *Journal of Political Economy*, v. 84, p. 1161-1176, 1976.
- _____. Exchange rate economics: 1986. *Economic Journal*, v. 97, p. 1-18, 1987.
- _____, GIOVANNINI, A. Monetary policy in the open economy. In: FRIEDMAN, B., HAHN, F. (Ed.). *Handbook of monetary economics*. Amsterdam: North-Holland, 1990. v. 2.

- EICHENGREEN, B. História e reforma do Sistema Monetário Internacional. *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 4, p. 53-78, 1995.
- EMMINGER, O. (1979). The exchange rate as an instrument of policy. Reimpresso em: JOHNSON, C. (Ed.) *Changing exchange rate systems*. London: Lloyds Bank & Pinter, 1990.
- FITOUSSI, J.-P., ATKINSON, A. B., BLANCHARD, O. E., FLEMING, J. S., MALINVAUD, E., PHELPS, E. S., SOLOW, R. M. *Competitive disinflation*. The mark and budgetary politics in Europe. Cambridge: Cambridge University Press, 1993.
- GHOSH, A., GULDE, A.-M., OSTRY, J., WOLF, H. *Does the nominal exchange rate regime matter?* 1995. (IMF Working Paper, 95/121).
- GIAVAZZI, F., GIOVANNINI, A. The role of exchange-rate regime in disinflation: empirical evidence on the European Monetary System. In: GIAVAZZI, F., MICOSSI, S., MILLER, M. (Ed.). *The European Monetary System*. Cambridge: Cambridge University Press, 1988.
- GOODHART, C. A. E. *Money, information and uncertainty*. London: MacMillan, 1989.
- _____. An approach to European currency unification. Reimpresso em: JOHNSON, C. (Ed.). *Changing exchange rate systems*. London: Lloyds Bank & Pinter, 1990.
- _____. Dinâmicas financeiras privadas e o desafio às políticas dos bancos centrais. *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 4, p. 47-52, 1995.
- GRAMLICH, E. *Fiscal indicators*. Paris: OECD, 1990. (OECD Working Papers, 80).
- GRILLI, V. Exchange rates and seignorage. *European Economic Review*, v. 33, p. 580-587, 1989.
- HOOOPER, P., MARQUEZ, J. Exchange rates, prices, and external adjustment in the U.S. and Japan. In: KENEN, P. (Ed.). *Understanding interdependence*. The macroeconomics of the open economy. Princeton, NJ: Princeton University Press, 1995.
- KENEN, P. What we have learned about the international adjustment process. In: BERGSTEN, C. F. (Ed.). *International adjustment and financing: the lessons of 1985-91*. Washington, DC: Institute for International Economics, 1991.
- KRUGMAN, P. A model of balance-of-payments crises. *Journal of Money, Credit and Banking*, v. 3, p. 311-325, 1979.
- _____. The case for stabilizing exchange rates. *Oxford Review of Economic Policy*, v. 5, n. 3, p. 61-72, 1989.
- _____. Has the adjustment process worked? In: BERGSTEN, C. F. (Ed.). *International adjustment and financing: the lessons of 1981-85*. Washington, DC: Institute for International Economics, 1991.
- _____. *What do we need to know about the International Monetary System?* Princeton, NJ: Princeton University, 1993. (Essays in International Finance, n. 190).
- LAMFALUSSY, A. (1987). International financial integration: policy implications. Reimpresso em: JOHNSON, C. (Ed.). *Changing exchange rate systems*. London: Lloyds Bank & Pinter, 1990.
- LAWRENCE, R. Não ceda à tentação de gastar. *Foreign Affairs*, Jul./Aug. 1996.

- LEIBFRITZ, W., ROSEVEARE, D., VAN DEN NOORD, P. *Fiscal policy, government debt and economic performance*. Paris: OCDE, 1994. (Economics Department Working Papers, n. 147).
- MARSTON, R. *Pricing to market in Japanese manufacturing*. Cambridge, MA: NBER, 1989. (NBER Working Paper, n. 2905).
- MCKINNON, R. Monetary and exchange rate policies for international financial stability: a proposal. *Journal of Economic Perspectives*, v. 2, n. 1, p. 83-103, 1988.
- MILLER, M., EICHENGREEN, B., PORTES, R. Editors' introduction. In: _____, _____ (Ed.). *Blueprints for exchange rate management*. New York: NY: Academic Press, 1989.
- MIRANDA, J. C. Algumas questões de economia internacional contemporânea. *Indicadores Econômicos FEE*, Porto Alegre, v. 23, n. 2, p. 184-199, 1995.
- MOUTOT, P. Les caractéristiques et la gestion des tensions de change. Le cas du Franc en 1992-1993. *Cahiers Économiques et Monétaires*, Paris, v. 43, p. 21-240, 1994.
- MUSSA, M. Exchange rates in theory and in reality. *Essays in International Finance*, Princeton, n. 179, 1990.
- PRESSER, M. *Políticas macroeconômicas, restrição externa e reformas estruturais: um continente, duas visões*. Campinas: UNICAMP. Instituto de Economia, 1999. (Tese, Doutorado).
- SVENSSON, L. Fixed exchange rates as a means to price stability: what have we learned? *European Economic Review*, v. 38, p. 447-468, 1994.
- TAYLOR, M. The economics of the exchange rates. *Journal of Economic Literature*, v. 33, n. 1, p. 13-47, 1995.
- THYGESEN, N. Introduction. In: GIAVAZZI, F., MICOSSI, S., MILLER, M. (Ed.). *The European Monetary System*. Cambridge: Cambridge University Press, 1988.
- TIRELLI, P., VINES, D. Kohl, Reagan, and open monetary economy macroeconomics: revisiting rules for fiscal and monetary policy. *Oxford Economic Papers*, v. 47, p. 561-583, 1995.
- TOBIN, J. A proposal of international monetary reform. In: TOBIN, J. *Essays in economics: theory and policy*. Cambridge, MA: MIT Press, 1982.
- WILLIAMSON, J. Exchange rate management: the role of target zones. *American Economic Review, Papers and Proceedings*, v. 77, n. 2, p. 200-204, 1987.
- _____. Exchange rate management. *Economic Journal*, v. 103, p. 188-197, 1993.
- WYPLOSZ, C. Commentaires sur l'étude de Philippe Moutot. *Cahiers Économiques et Monétaires*, Paris, v. 43, p. 241-246, 1994.

Resumo

Esta resenha pretende fornecer uma exposição sintética do desenvolvimento das grandes questões de política macroeconômica pelo *mainstream* de meados da década de 80 até a crise do Sistema Monetário Europeu em 1992-93, mantendo o foco nos regimes cambiais, escolha justificada pela importância do tema nas escolhas estratégicas de política econômica na América Latina na década de

90. Essa exposição é feita em sete itens: no primeiro, discute-se a determinação das taxas de câmbio; no segundo, introduz-se um dos novos temas na política cambial: a questão da credibilidade; no terceiro, são introduzidos dois outros novos temas: controles dos movimentos de capitais e a cooperação internacional; no quarto, discute-se a designação dos instrumentos de política econômica; no quinto, as lições da crise do Sistema Monetário Europeu (SME); no sexto, a estratégia macroeconômica de desinflação competitiva; e, no sétimo e último, à guisa de conclusão, as novas faces da restrição externa são discutidas.

Palavras-chave: Taxas de câmbio; Políticas macroeconômicas; Restrição externa.

Abstract

This survey aims to give a condensed view of the great questions of macroeconomic policy, keeping the focus on the dilemmas involving the choice of a foreign exchange regime, posed by the developments inside the so-called mainstream school from the mid-eighties until the crisis of European Monetary System (EMS) in 1992-93. Seven interrelated themes are explored in the survey: first, the determination of the foreign exchange rate; second, the issue of credibility; third, the possibilities of exchange controls and international cooperation; fourth, the policy assignments for macroeconomic policies; fifth, the lessons of the EMS crisis; sixth, the macroeconomics of competitive disinflation in France; and seventh and last, the new faces of the external constraint.

Key words: Exchange rates; Macroeconomic policies – Exchange regimes; External constraint.