

## Nota sobre a origem do sistema de minidesvalorizações

José Julio Senna \*

Os prós e contras dos sistemas de taxa fixa e de taxa flexível de câmbio têm sido amplamente debatidos na literatura econômica. Nosso propósito com a presente nota não é discutir as vantagens e desvantagens desses sistemas, mas sim mostrar como nasceu a idéia de um sistema alternativo, o *crawling peg*, que, por sua vez, deu origem ao sistema cambial adotado no Brasil a partir de agosto de 1968 (o sistema das minidesvalorizações).

De acordo com Meade, (6) a idéia original do *crawling peg* (ou *sliding peg*) é relativamente recente, e foi introduzida por Black, do Merton College, Oxford, em uma nota não assinada para o semanário inglês *The Economist*, em 1961. (2)

Nessa nota de apenas uma página, Black sugeria a adoção de um método de ajustamentos pequenos e freqüentes da taxa de câmbio, que teria a vantagem fundamental de eliminar o problema dos movimentos

\* O autor é professor da Escola de Pós-Graduação em Economia da Fundação Getúlio Vargas. Deseja agradecer os comentários de Carlos Geraldo Langoni e Edy Luiz Kogut. Omissões e erros porventura remanescentes são, naturalmente, da inteira responsabilidade do autor.

especulativos de capital que surgem sempre que a paridade de uma moeda começa a sofrer pressões. De acordo com a proposta de Black, a taxa de câmbio deveria poder flutuar dentro da faixa permitida (que deveria ser mantida pequena), e seria ajustada com base no seu valor médio, durante, por exemplo, os últimos 12 meses. (Daí o título do artigo, Exchange rates on a moving average.) Black sugeria que se deveria permitir que os países efetuassem uma desvalorização (ou valorização, conforme o caso) de 2% ao ano no máximo, sendo que os possíveis efeitos da especulação deveriam ser controlados por variações equivalentes nas taxas de juros. As variações na paridade seriam, portanto, graduais, evitando assim os problemas de aumento de incerteza associados ao sistema de taxa flexível.

Devemos salientar que Black não defendia uma simples ampliação da faixa de flutuações, pois isto introduziria a possibilidade de uma queda violenta da taxa de câmbio num curto período e, uma vez atingido o limite máximo de flutuação permitido, nenhum movimento adicional seria possível, exceto mediante alteração na paridade. (A título de esclarecimento, convém notar que a faixa de flutuação permitida pelo Fundo Monetário Internacional sofreu um alargamento, em dezembro de 1971, passando a ser de 4 1/2%, ou seja, 2 1/4% acima e abaixo da paridade oficial.)

Em 1964, Meade (5) analisou e endossou a idéia do *crawling peg*. De acordo com ele, um país com um deficit ou superavit permanente no seu balanço de pagamentos, ao invés de manter uma paridade fixa para a moeda nacional, deveria alterar a paridade à razão de 1/6% em cada mês, no máximo. Neste caso, a variação anual máxima da taxa de câmbio seria, como sugeriu Black, de 2%. Isto significa que, em um caso extremo, quando a moeda de um país estivesse no limite superior de sua faixa permitida de variação, e a moeda de um outro país se encontrasse no limite inferior, uma poderia ser depreciada com relação à outra de, no máximo, 4% ao ano. Conseqüentemente, a fim de evitar movimentos especulativos de capital, o país cuja moeda se desvalorizasse deveria manter suas taxas de juros de curto prazo a um nível de quatro pontos percentuais acima da taxa correspondente no outro país.

Uma implicação disto é que o país que desvalorizasse sua moeda poderia contar apenas, para promover a expansão econômica doméstica, com política fiscal e taxa de juros de longo prazo, perdendo, assim, um grau de liberdade; as taxas de juros de curto prazo seriam uma função da rapidez do ajustamento cambial, o que restringe o uso de política

monetária.<sup>1</sup> Evidentemente, esta discussão só tem sentido à medida que taxas de juros de curto e longo prazos possam ser determinadas de maneira independente.

Outro ponto mencionado por Meade relaciona-se ao problema da liquidez, uma vez que esta e os ajustamentos no balanço de pagamentos são assuntos nitidamente correlacionados. A adoção do *crawling peg* é apenas um grande passo em direção ao ajustamento de longo prazo, mas requer ainda um apreciável volume de liquidez oficial. Isto porque uma moeda nacional sob considerável pressão poderá ter de ser fortemente sustentada de modo a evitar que caia de mais de 1/6% ao mês. A maneira como a liquidez apropriada deveria ser fornecida ao sistema é outra questão que não discutiremos aqui.

Num segundo artigo sobre o assunto, Meade (6) deixa claro que defende um sistema em que uma faixa mais ampla de flutuação permitida (*wider band*) combina-se com o *crawling peg* ou *sliding peg*. Seus argumentos em favor da ampliação da faixa de flutuação, no entanto, não nos parecem muito convincentes. De fato, Meade argumenta que se um país está em deficit e o valor de sua moeda já depreciou ao longo da faixa permitida (ele sugere uma faixa de 10%), alcançando o limite inferior, os especuladores terão um incentivo para comprar a moeda depreciada, pois será de se esperar que a moeda não se depreciará mais ainda, pelo contrário, tenderá a se valorizar, podendo esta valorização atingir 10%. Meade argumenta que, neste caso, os especuladores estarão suportando a moeda que se encontra sob pressão e estarão, portanto, ajudando as autoridades do país a manter a taxa de câmbio. A experiência mostra, no entanto, que o sistema com *wider band* de anos recentes não elimina os movimentos desestabilizadores de capital. Desta forma, os argumentos de Meade em favor do *crawling peg* parecem-nos convincentes, o que não ocorre com os argumentos em favor de faixas mais amplas de flutuações permitidas.

Na realidade, este parece ser o problema fundamental do *crawling peg*: a maioria de seus defensores procura combiná-lo com uma *wider band*. Em 1966, por exemplo, os professores Fellner, Haberler, Machlup e Scitowsky coletaram assinaturas de 27 economistas numa proposta que advogava maior flexibilidade da taxa de câmbio. (3) A declaração pleiteava a adoção de dois pontos: a) uma faixa de flutuação maior, de 4 ou 5% acima e abaixo da paridade; e b) o *crawling peg*, a uma taxa de 1 ou 2%

<sup>1</sup> Ver Meade (5), op. cit. p. 15.

ao ano, no máximo. Entre os economistas que assinaram a proposta, além de seus patrocinadores, encontram-se: Alvin Hansen, Caves, Harberger, Harry Johnson, Meltzer, Tinbergen, Vaneck, etc.

Em 1965, John Williamson escreveu seu já famoso ensaio sobre o *crawling peg*. (7) Devemos assinalar, em primeiro lugar, que Williamson é o que podemos chamar um defensor do *crawling peg* "puro", uma vez que ele não considera a proposta do alargamento da faixa.

A proposta de Williamson, embora certamente mais rica, não difere muito, em essência, da idéia original de Black (lembre-se que Black também não defendia o alargamento da faixa de flutuações permitidas), isto é, ele sugere os mesmos 2% ao ano como variação máxima da paridade, juntamente com a criação de diferenciais de taxas de juros para neutralizar os incentivos à transferência de fundos para fora dos países cujas moedas são desvalorizadas.

De acordo com Williamson, entretanto, a proposta deveria restringir-se aos países de moeda conversível, pois segundo ele, apenas esses países gozam de um sistema de administração monetária sofisticado o suficiente para oferecer a confiança de que serão capazes de evitar uma necessidade ocasional de um ajustamento mais rápido do que as minidesvalorizações podem oferecer.

A necessidade de uma base de liquidez substancial para a economia internacional, assinalada por Meade, também é reconhecida por Williamson, pois o *crawling peg* seria lento em sua operação. Acredita-se, no entanto, que essa necessidade de liquidez possa ser reduzida, caso os países decidam utilizar a maior liberdade para variar taxas de câmbio, uma vez que ajustamento e liquidez são, até certo ponto, substitutos.

Com respeito às implicações domésticas da adoção do *crawling peg* ou *sliding peg*, Williamson afirma que se um país decide ajustar sua taxa de câmbio de uma maneira gradual e mais freqüente, sua liberdade de escolha da combinação particular de inflação e desemprego que lhe convém ou lhe agrada aumenta sensivelmente. Entretanto, a necessidade de manter altas taxas de juros de curto prazo no país cuja moeda é desvalorizada implica uma restrição, ou seja, ter-se-ia que contar mais com política fiscal para promover a expansão econômica doméstica. Este último ponto, como vimos, já havia sido discutido por Meade.

Desta forma, as vantagens do *crawling peg* seriam a eliminação dos incentivos para movimentos especulativos de uma moeda para outra, e dos choques que esses movimentos introduzem no sistema econômico. Um país em deficit não dependeria tanto da benevolência dos bancos centrais

estrangeiros nas ocasiões em que movimentos especulativos colocam a moeda do país deficitário sob considerável pressão. Finalmente, o ajustamento gradual das taxas de câmbio evitaria a possibilidade de superestimções na determinação de novas taxas de câmbio, que são comuns em um sistema de taxas fixas e ajustáveis.

Observações dignas de nota sobre a teoria do *crawling peg* foram feitas em 1970 por Machlup. (4) Ele assinalava quatro conjuntos distintos de tipos de *crawling peg*, ou seja, variações na paridade de uma moeda podem ser:

- a) profilática ou terapêutica;
- b) discricionária ou determinada por fórmula;
- c) equilibradora ou desequilibradora;
- d) e, finalmente, espontânea, pressuposta com sanções para quem não obedece, pressuposta sem sanções ou obrigatória.

Uma mudança na paridade, ou por outra, uma seqüência de pequenas e freqüentes mudanças na paridade, é profilática se a sua intenção é evitar desequilíbrios nos pagamentos internacionais; é terapêutica se o seu objetivo é remover ou reduzir desequilíbrios já existentes.

Uma mudança na paridade é discricionária se a decisão é tomada pelas autoridades monetárias com base em julgamento *ad hoc*, e não com base em alguma regra ou fórmula adotada *a priori*. (Uma mudança profilática é sempre discricionária, no sentido de que envolve um julgamento com respeito a desenvolvimentos futuros. Por outro lado, uma mudança terapêutica pode ser discricionária ou determinada por fórmula.) Uma mudança na paridade determinada por fórmula é orientada por um conjunto de regras que indicam quais os dados estatísticos que devem ser considerados na indicação da direção do movimento, de quanto a paridade deve mudar, e quando isto deve ser feito. Os indicadores sugeridos mais freqüentemente são: taxas de câmbio observadas durante o período anterior (seis meses, um ano, etc.); movimentos nas taxas de câmbio futuras (mercado *forward*); diferencial nas taxas de inflação interna e externa;<sup>2</sup> modificações no nível de reservas; tendência do balanço de pagamentos em conta corrente; e, finalmente, tendência do balanço básico de pagamentos (que inclui movimentos de capitais autônomos de

<sup>2</sup> Aparentemente, este é o indicador que orienta os formuladores da atual política cambial no Brasil que vem a ser, portanto, uma variante do *crawling peg*. O sistema brasileiro, que recebeu o nome de sistema de minidesvalorizações, parece levar em conta também as variações nas relações de trocas.

longo prazo). Note-se que o *crawling peg*, como proposto por Black, dentro da idéia da "média móvel", implica em determinação por fórmula. Convém notar, entretanto, que confiar nos indicadores mencionados pode levar a resultados indesejáveis.

O terceiro conjunto distingue entre mudanças equilibradoras e mudanças desequilibradoras, que podem referir-se tanto a intenções como a efeitos *ex-post*. Algumas mudanças equilibradoras na intenção podem perfeitamente revelar-se desequilibradoras nos seus efeitos reais; isto pode acontecer mesmo com ajustamentos do tipo determinado por fórmula, caso os dados usados como indicadores sejam de pouca confiança, incompletos ou escolhidos erradamente.

Deve-se notar que todas as mudanças de caráter terapêutico visam ser equilibradoras, pois tentam corrigir um desequilíbrio existente. Mudanças profiláticas também procuram ser equilibradoras, embora com respeito a um desequilíbrio iminente. Variações na paridade do tipo desequilibrador na intenção ocorrem como resultados de pressões de grupos exportadores ou de indústrias domésticas que concorrem com produtos importados.

Finalmente, o ajustamento na paridade é espontâneo caso não seja afetado por influência estrangeira. É pressuposto se o movimento pode ser esperado como a reação natural ao desempenho de certos indicadores, podendo ou não haver sanções (impostas por outros países ou por agências internacionais). Finalmente, o ajustamento da paridade pode ser obrigatório.

Antes de concluir, é interessante mencionar a contribuição do Prof. Balassa, (1) que, como Black e Williamson, é defensor do sistema "puro" de *crawling peg*. Nesse artigo, o autor chama a atenção para a distinção entre variações na taxa nominal e variações na taxa real de câmbio. As primeiras significam variações nas taxas oficiais, ao passo que as últimas expressam variações nas taxas nominais ajustadas para mudanças de preços relativos.<sup>3</sup> A questão relevante, então, é saber se os agentes econômicos reagem a variações na taxa nominal ou na taxa real de câmbio.

Argumenta-se que se o período de produção é longo, o que importa para o exportador são as flutuações na taxa real de câmbio, porque a rentabilidade nas exportações depende não apenas de variações na taxa

<sup>3</sup> Para Balassa, portanto, como vemos a seguir, o indicador relevante é o diferencial de preços internos e externos tal como no caso brasileiro.

oficial (nominal) de câmbio, mas também dos preços domésticos dos insumos. Num sistema de taxas fixas e ajustáveis de câmbio, se os preços domésticos sobem mais rapidamente do que no exterior, a rentabilidade das exportações fica sensivelmente prejudicada, melhorando apenas quando se desvaloriza violentamente a moeda doméstica. Desta forma, flutuações na taxa de câmbio real aumentam o grau de incerteza das decisões com respeito à produção e ao comércio exterior.

O sistema de minidesvalorizações, como é chamado no Brasil, procura, portanto, manter constante a taxa real de câmbio. Isto é relevante também com respeito a decisões referentes a investimentos em indústrias que vendem tanto no exterior como no mercado doméstico. O sistema de minidesvalorizações, mantendo a taxa de câmbio real constante, garante variações paralelas na rentabilidade das vendas externas e domésticas.

Investimentos diretos estrangeiros e decisões com respeito à tomada de empréstimos externos também são fortemente afetados por flutuações na taxa de câmbio real.

De acordo com o argumento, portanto, o simples alargamento da faixa de flutuação permitida, por possibilitar consideráveis variações na taxa real de câmbio, deve ser considerado desaconselhável. A opção seria, então, por um sistema "puro" de minidesvalorizações, ao contrário do que deseja a maioria dos defensores do *crawling peg*.

### Referências bibliográficas

1. Balassa, B. Monetary integration in the European Common Market. 1971. mimeogr.
2. Black. Exchange rates on a moving average. *The Economist*, London, p. 486, Nov. 4, 1961.
3. Fellner, W. On limited exchange rate flexibility. Reproduzido em *International Finance*, Baltimore, Penguin Books, ed. R. N. Cooper, 1969. p. 219-22.
4. Machlup, F. On terms, concepts, theories and strategies in the discussion of greater flexibility of exchange rates. *The burgenstock communiqué*. Princeton, Princeton University Press, 1970. p. 31-47.
5. Meade, J. The international monetary mechanism. *The Three Banks Review*, n. 63, p. 3-25, Sep. 1964.
6. Meade, J. Exchange rate flexibility. *The Three Banks Review*, n. 70, p. 3-27, Jun. 1966.
7. Williamson, J. The crawling peg. *Essays in International Finance*, n. 50, Princeton, Princeton University, 1965.