

6 Conclusão

A implementação do Plano Real em 1994 pôs fim a um período de décadas de inflação elevada. O processo de reconquista da credibilidade foi inicialmente alcançado com a combinação de um regime de câmbio flutuante, onde a apreciação da nova moeda, nos meses imediatamente seguintes ao seu surgimento, é um indicador do seu sucesso. Todavia, na condição de economia emergente, o fluxo cambial brasileiro respondia não apenas aos fundamentos domésticos, mas também às condições internacionais de financiamento.

Com a Crise do México no fim de 1994 e problemas de natureza política no início de 1995, há interrupção dos influxos financeiros. A consequência imediata é o início de um processo de depreciação cambial, revertendo o movimento de apreciação do Real, presente desde julho de 1994. Como a maior parte destes movimentos derivava de entradas e saídas de capitais de curto prazo, o BC começa a intervir na liquidez do mercado de câmbio, ora comprando ora vendendo divisas, instituindo então um regime de dirty floating.

A extensão natural do processo foi a adoção do regime de Crawling Peg. Neste sistema, o BC definia “Faixas de Flutuação” dentro das quais o preço do dólar poderia oscilar e, caso a cotação fosse pressionada para cima ou para baixo, o BC intervinha vendendo ou comprando reservas. Porém, vale ressaltar, o objetivo da autoridade monetária é a estabilidade do nível de preços, sendo a defesa do regime cambial uma forma de alcançar este objetivo.

Lembrando que nos anos de Crawling Peg a política fiscal era mais frouxa do que deveria ser para manter o controle da inflação, a alternativa viável foi praticar uma política monetária mais restritiva, direcionada para reprimir a demanda doméstica. No capítulo 3 discutimos duas abordagens teóricas para justificar a atuação do BC.

Na primeira, utilizamos um modelo de estática comparativa para mostrar como combinações de política fiscal e monetária podem ser empregadas para alcançar o equilíbrio do balanço de pagamentos e da demanda doméstica. Vimos que a combinação de política fiscal frouxa e política monetária restritiva é compatível com os dados da realidade brasileira de inflação estabilizada em níveis baixos e superávits na conta capital.

Alternativamente, trabalhamos com uma hipótese sobre qual seria a estrutura de interação entre as variáveis econômicas relevantes. Em particular queremos analisar as trajetórias dos juros, da inflação e do nível de atividade, controlando pelos choques externos de restrição de financiamento. O objetivo é enfatizar que para manter o nível de preços estável o BC deve adotar duas regras de fixação de juros distintas: uma quando há restrições de financiamento externo e outra quando as restrições são domésticas.

Em seguida estudamos a evolução da dívida pública brasileira. Destacamos a importância do processo simultâneo de acúmulo de reservas internacionais e dívida para o sucesso do Plano Real. E ainda, caracterizamos a política fiscal frouxa a partir do estudo dos déficits nominais e primários praticados pelo governo, que implicam em demanda crescente por financiamento. Nesta análise, a diferenciação dos agentes domésticos e internacionais complementa a noção de que o BC orientava a política monetária de forma dual.

Salgado, Garcia e Medeiros (2005) utilizam as reservas como variável de controle das crises em um modelo TAR. A possibilidade de endogeneidade nestas estimações nos motiva a desenvolver uma dinâmica para as reservas internacionais em função dos prêmios de risco defasados. Assim, o efeito contemporâneo entre juros e reservas passa a implicar em uma relação defasada, de causalidade, dos prêmios de risco nas taxas de juros.

Sob esta hipótese, utilizamos a técnica de Markov-Switching para estimar possíveis regras de fixação de juros, em função de diferentes medidas de risco e de inflação. O resultado corrobora a intuição econômica de que o Banco Central fixa os juros de formas distintas, dependendo da liquidez disponível para financiar

os mercados emergentes. Em crise, o juro praticado é tal que se evite a fuga de capitais, nociva ao regime de câmbio controlado. Em situações normais, onde há influxos, o BC mantém os juros acima dos requeridos para o equilíbrio do balanço de pagamentos, a fim de evitar um aquecimento econômico excessivo que pudesse ocasionar o retorno da inflação.

As estimações mostram que, no regime de crise, os juros são determinados quase exclusivamente pela variável usada como proxy para o risco ao passo que, no outro regime, o prêmio de risco não é estatisticamente diferente de zero, enquanto a inflação e o hiato tornam-se significantes.

Além disso, há coincidência na determinação dos períodos de crise do modelo TAR com os períodos associados ao regime 2 na metodologia de Markov-Switching. Tais períodos estão identificados com os meses das crises de 1994, 1997 e 1998 o que motiva a interpretação de chaveamento da função de reação. E ainda, percebe-se, nestes períodos, que as medidas de controle de entrada de capital são relaxadas e retomadas quando a liquidez internacional retorna e o fluxo financeiro volta a ser positivo.

Todas estas evidências nos fazem concluir que, de fato, o BCB fazia uso da política monetária com fins distintos durante os anos de câmbio controlado. Isto é, em alguns momentos os juros eram fixados de forma passiva, restritos pela condição de paridade, objetivando dar credibilidade ao regime cambial e, quando os fluxos eram positivos, o controle inflacionário exigia juros mais altos que, para serem implementados, demandavam a imposição conjunta de medidas de controle de entrada, para evitar um acúmulo de reservas excessivo que gerasse custos fiscais ainda maiores, agravando os efeitos de Dominância Fiscal.