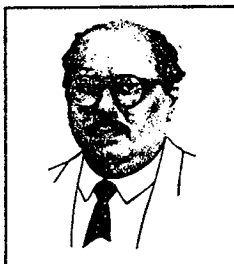


Política cambial e o futuro da inflação



**Todos que se
endividarem
em dólar
quebrarão,
como no
Chile?**

Várias opiniões têm sido veiculadas pela imprensa acerca da política cambial do Real, seu passado e seu futuro. Dentre as fragilidades da estabilização, esta é vista por muitos como a mais séria.

Em particular, pergunta-se se a disparidade ocorrida entre a variação nominal da taxa de câmbio e as variações dos diversos índices de preços ao longo dos 24 meses da nova moeda significa que em algum momento a inflação voltará a disparar, porque o governo terá de corrigir tal disparidade, promovendo uma desvalorização. A maxidesvalorização seria, neste caso, apenas questão de tempo e tempo comprado muito caro. Pois o desequilíbrio das contas externas só foi contido pela recessão, e financiado pelo dinheiro esperto que entrou no País para ganhar com o diferencial entre os astronômicos juros internos e os juros externos. Mais cedo ou mais tarde, a recuperação do nível de atividade vai desequilibrar as contas externas e forçar uma desvalorização. Todos os que se endividaram em dólar quebrarão, como aconteceu no Chile depois da crise de 1982? Ou no México em 1994, quando o capital assustado correu do país e a crise instalou-se, com mais inflação ou recessão mais profunda.

Do outro extremo, haveria a posição dos que preferiam mesmo a taxa de câmbio fixa com plena conversibilidade. Neste regime, o Banco Central compromete-se a comprar ou a vender qualquer quantidade de moeda estrangeira à taxa de paridade fixa (que pode ser de R\$ 1,00 por dólar ou qualquer outra). Estes, certamente, defenderiam tal posição com mais clareza e convicção não fossem as dificuldades enfrentadas pelas experiências de

taxa fixa de câmbio diante de um ataque contra a moeda, como ilustram os desafios enfrentados pelo governo argentino. Com o câmbio fixo, o aumento do prêmio de risco cobrado pelos investidores, quando aumenta a desconfiança no país, provoca a fuga de capitais que contrai a oferta monetária e aumenta os juros. O governo argentino em 1995 teve de mostrar que não havia riscos de volta da inflação, sinalizando uma política fiscal ainda mais contractionista, o que fez o produto cair pela primeira vez em cinco anos do Plano Cavallo. A vantagem do câmbio fixo é a simplicidade de mensagem, em um país que não tem instituições políticas capazes de praticar política monetária responsável, mas o custo é ter de abandonar qualquer possibilidade de fazer política monetária, o que significa que não há instrumentos para conter, por exemplo, uma crise bancária.

Quais os riscos hoje para o Brasil? Com o reajuste de março do ano passado, e com as desvalorizações sistemáticas a partir de maio, abandonou-se qualquer idéia de câmbio fixo para ancorar valores nominais com inflação zero. Mas de certa forma foi reafirmada a idéia de uma pauta anual de desvalorização que cumpre um papel de âncora, no sentido de que coordena as projeções de valores nominais e sinaliza uma base para as estimativas de valores em períodos mais longos. Este regime, para ser consistente, deve envolver também metas nominais para o PIB, o que significa, por sua vez, valores de referência para o reajuste de salários administrados, despesas do governo e contratos de prazo maior, e metas para o monitoramento dos agregados monetários, cuja demanda se torne mais estável, quando passar a atual turbulência financeira.

A vantagem deste regime é que dá um norte para a política macroeconômica, baseada na reiteração da prioridade de estabilização, e possibilita substituir a indexação por um mecanismo de fixação de valores com base na inflação futura em vez da passada. Este regime sempre envolve riscos de arrependimento: caso a meta governamental para a inflação esteja sendo desmentida pelos fatos, os juros devem subir, o que, a exemplo do regime de câmbio fixo, pode ser politicamente difícil. Se o governo se arrepender e afrouxar a política monetária, entretanto, o resultado será uma inflação ainda maior por causa das correções de preços "atrasados". A diferença é que o dé-

ficit do balanço de pagamentos, por força de uma piora da demanda externa ou de uma deterioração do financiamento disponível, por exemplo, também deveria ter como resultado uma elevação das desvalorizações e um aumento dos juros.

Há quem parta da idéia de que o câmbio usado como âncora nominal seja um simples artifício, tal como o atraso de preços públicos e salários, que dá apenas uma trégua ao governo, que a propaganda oficial prolonga, e a irresponsabilidade das distorções causadas termina por desembocar em uma explosão inflacionária. Se este for o caso, as pautas inflacionárias decrescentes terão um efeito mais desastroso ainda para a economia, pois aumenta as distorções de preços relativos.

Caso se tenha, entretanto, a visão de que pautar a correção dos valores nominais é apenas uma maneira de diminuir os custos de coordenação de contratos e expectativas, além de dar ao próprio governo metas cujo descumprimento sinaliza perigo, então o regime pode permitir a queda da inflação para os próximos anos a um custo ainda menor em termos de crescimento e desequilíbrios. Os riscos de cair no caso oposto, dos atrasos irresponsáveis, ao tentar utilizar metas de inflação cadente, entretanto, dependem da capacidade de o governo gerar um regime fiscal compatível com a inflação baixa, o que ainda não conseguiu, apesar dos esforços e das inegáveis boas intenções.