

Incerteza cambial e incerteza inflacionária

SEM MUDANÇA DO REGIME FISCAL, GANHOS DE CONFIANÇA OBTIDOS COM A FLEXIBILIDADE ANUNCIADA SERÃO DESFEITOS

DIONÍSIO DIAS CARNEIRO

A política cambial praticada desde maio de 1995, quando o governo brasileiro conseguiu sair do sufoco em que se meteu com a dubiedade do regime cambial depois da reforma monetária, tem desempenhado muitos papéis na consolidação da estabilização. O regime que emergiu do confuso episódio da desvalorização de março do mesmo ano foi um misto de flutuação limitada dentro de uma faixa larga (ajustada mais ou menos uma vez por ano), com a administração de uma chamada "intrabanda", com ajustes três ou quatro vezes por mês, e operada na forma de leilões de spreads (diferenças entre os preços de compra e venda), nos quais o Banco Central

Desconfiança no câmbio com desconfiança na inflação é combinação indesejável

pode entrar comprando ou vendendo dólares, garantindo assim que nos intervalos entre as intervenções se opere uma taxa de câmbio quase fixa. Dentro da faixa mais estreita, a flutuação reflete os excessos de oferta ou de demanda de moeda estrangeira, assim como, nos pequenos intervalos, a compatibilidade entre as taxas de juros às quais são operados os mercados de reservas bancárias e a taxa de câmbio esperada para o futuro. Apesar de não haver compromisso formal do Banco Central com a pauta de desvalorização no médio prazo, gradualmente as expectativas foram sendo alinhadas em torno de uma desvalorização esperada de 0,6% ao mês, indicando uma desvalorização nominal de 7,5% ao ano. Neste regime, quanto menor a inflação esperada, maior a desvalorização da taxa de câmbio real, medida pelo excesso de desvalorização nominal somada à inflação do dólar sobre a inflação doméstica. Conseguiu-se, assim, indicar com sucesso que não haveria nem as incertezas do câmbio fixo nem as excessivas flutuações do câmbio flu-

tuante, desde que a inflação seja baixa e o Banco Central tenha liberdade para operar os juros em caso de necessidade.

Como toda regra de política, há dois desafios: convencer os agentes econômicos de que a regra é para valer; agora, é convencer os mesmos agentes de que, quando a regra muda, não há consequência indesejáveis. Desde que a regra foi estabelecida, houve pressão permanente para sua mudança. Primeiro, da parte de quem não acredita que ela pudesse durar tanto. Depois porque se temia que a inflação não viesse a baixar

tanto que a regra pudesse efetivamente indicar uma desvalorização cambial real sem causar traumas na economia. O governo parece ter-se dado uma tarefa quase impossível: mos-

trar que o câmbio pode ser desvalorizado rápido o suficiente para acalmar os exportadores e fazê-los apostar nos projetos de expansão da produção de exportáveis, ao mesmo tempo que minimiza o efeito das desvalorizações reais sobre os custos e por essa via na taxa de inflação esperada. Essa difícil compatibilização requer aumentos de produtividade do lado da economia e austeridade fiscal do lado do governo.

Faz milagres a preocupação de mostrar que a política cambial pode ficar "mais flexível" como tantos defendem, sem anunciar mudanças na taxa esperada de câmbio que a essas alturas poderia acabar com a luan-de-mel dos mercados com o Brasil. A defesa da flexibilidade é feita pelos que gostariam de ver uma maxi-desvalorização feita pelo governo, mas temem que se repitam as experiências desestabilizadoras de todos os países devedores que desvalorizaram nos últimos cinco anos. Ninguém em sã consciência acredita em câmbio plenamente flexível, mesmo que possa acreditar em plena mobilidade de capitais: pois o câmbio é

sempre um preço administrado pelo Banco Central. A flexibilidade é também defendida de forma genérica pela maioria da profissão, pois somos todos conscientes das armadilhas de câmbio fixo. Finalmente, recentemente passou a ser defendida no Brasil também pelos que acham que a desvalorização nominal pré-anunciada, que tem a vantagem de criar uma desvalorização gradual em termos reais, requer taxas de juros reais muito elevadas e mercado de trabalho desaquecido. Vêm, enfim, na "flexibilização" do câmbio em presença dos fluxos excessivos de capitais dos últimos dois meses uma oportunidade para desvalorizar menos e baixar os juros mais rapidamente. Não encontramos com a mesma frequência uma defesa explícita de maior tolerância com a inflação, que faria o mesmo efeito.

Entre anunciar flexibilidade, de modo a conter a deterioração da confiança a médio prazo no câmbio real e cultivar a confiança no curto prazo, mantendo intacta a taxa de câmbio esperada próximo das eleições, o Banco Central optou por um meio termo. Combinar desvalorizações lineares com proporcionais envolve "pequenas incoerências aritméticas" que dão um caráter provisório à mudança anunciada. Mas têm a virtude de manter a especulação no curto prazo na quarta casa decimal.

Do alto da reputação adquirida pela vitória na primeira batalha da Ásia e com sobra de reservas, que, em clima de desconfiança, permite ao governo vender dólares e desarmar um ataque, optou-se por anunciar uma mudança que, na realidade, reabre diálogo com os especuladores. Que sempre estão de olho em eventos externos como o fim da alta da bolsa americana ou algum acidente de percurso na Ásia.

Três mudanças foram anunciadas: regras de aumentos lineares para os limites da "intrabanda", oficialização do "centro da intrabanda" como parte da política anunciada e uma banda com largura crescente, o

que evoca lembranças do Chile ou de Israel. Essas mudanças envolvem a formalização de medidas que não constavam de nenhum anúncio oficial e confinavam a especulação aos sinais informais. A não mudança mais importante é a da desvalorização esperada para os próximos meses. As faixas assimétricas preservam a idéia do câmbio em movimento, mas podendo valorizar-se no curto prazo em resposta à folga monetária quando ocorre um ganho excessivo de reservas, sem aumentar excessivamente a volatilidade dos juros. Ganhar alguma flexibilidade no câmbio é bom em troca de menor variabilidade nos juros, impedindo que haja ou oscilações muito grandes na oferta de crédito ou movimentos de esterilização custosos.

No caso brasileiro atual, dado que o regime fiscal parece ser o de gastar (pelo menos) o que se consegue extrair do público com aumento da dívida, há uma vantagem adicional nada desprezível: impedir que as pressões baixistas dos juros propiciadas por períodos de acumulação de reservas sejam vistas como oportunidades para o governo gastar mais. Em teoria, pelo menos, constrói-se mais espaço para a política monetária, o que não é substituto para a política fiscal, mas serve para tornar evidente o efeito dos aumentos dos gastos públicos sobre as taxas de juros, quando o setor público aumenta seu endividamento. Se o governo não conseguir mudar o regime fiscal, os ganhos em confiança que foram obtidos agora com a flexibilidade anunciada para o médio prazo serão desfeitos pela desconfiança de que a tendência declinante da taxa de inflação pode estar próxima do fim. Desconfiança no câmbio com desconfiança na inflação é uma combinação indesejável.

09 MAI 1998

■ Dionísio Dias Carneiro é professor do Departamento de Economia da PUC-Rio

■ O artigo de José Eli da Veiga, que sai quinzenalmente aos sábados, foi publicado excepcionalmente quinta-feira, dia 7