

A nova política cambial e o controle da inflação

GUSTAVO LOYOLA*

O abandono do regime de bandas cambiais em favor de uma política de taxas flutuantes confirmou mais uma vez o fato de que os países costumam escolher seus regimes cambiais principalmente considerando razões imediatas de ordem prática. No caso brasileiro, a decisão de flutuar o câmbio foi motivada exclusivamente pela necessidade de poupar reservas internacionais. Não decorreu de reflexão alguma sobre qual seria o regime cambial mais adequado para o Brasil e nem sequer sobre as consequências da flutuação sobre o futuro do programa de estabilização.

Do ponto de vista teórico, a escolha de regime cambial depende da estrutura econômica e institucional de cada país, bem como dos objetivos de política econômica estabelecidos pelas autoridades desse país. Não há, portanto, um regime cambial ideal, que possa ser recomendado em todas as situações e para todos os países. A questão relevante, portanto, é saber se, no caso brasileiro, o regime de taxas flutuantes estabelecido emergencialmente em janeiro último pode ser considerado o mais conveniente, considerando as peculiaridades de nossa economia, bem como as condições institucionais do país.

A literatura econômica normalmente descreve de forma estilizada dois tipos extremos de regime cambial: o de taxas fixas e o de taxas flutuantes. No primeiro deles, há um compromisso firme das autoridades na manutenção de uma certa taxa nominal de câmbio, enquanto que, no segundo, ocorre exatamente o oposto, já que não existe compromisso algum das autoridades com o nível do câmbio nominal. No mundo real, contudo, essa imagem estilizada dos dois extremos não se impõe. O que se observa é um espectro de situações em que os regimes cambiais vigentes se situam quase sempre numa situação intermediária, variando o grau de flexibilidade de país para país. Ou seja, as autoridades raramente escolhem um dos extremos, preferindo arranjos cambiais intermediários, com os quais buscam combinar as vantagens dos dois regimes, minimizando seus defeitos.

As principais vantagens normalmente associadas aos regimes de taxas flutuantes são: a) maior grau de autonomia da política monetária; b) facilita o processo de ajuste da economia a choques externos; c) evita os processos especulativos, normalmente associados a expectativas de realinhamento da taxa de câmbio, fenômeno muito frequente nos regimes de taxas fixas. Já o regime de taxas fixas é apontado como tendo as seguintes vantagens: a) disciplina os bancos centrais, evitando a inflação, principalmente quando a autoridade monetária, por razões políticas ou econômicas, não tem autonomia na formulação e condução da política monetária; b) evita os efeitos negativos sobre o produto e o investimento derivados da maior instabilidade da taxa de câmbio no regime de câmbio flutuante.

Há três aspectos básicos que devem ser considerados no caso brasileiro: a) fragilidade institucional do Banco Central, que não tem praticamente nenhuma autonomia formal; b) excessiva rigidez do regime fiscal de viés claramente deficitário; c) tradição inflacionária da economia brasileira, que desenvolveu mecanismos sofisticados de indexação de preços e salários. Na escolha do regime cambial mais adequado para o Brasil, são esses os três principais fatores que devem ser levados em conta. Entretanto, no curto prazo, obviamente há que se considerar também as limitações de financiamento externo causadas pela perda de credibilidade do país com os investidores.

Não há dúvida de que os fatores (a) e (c) recomendam a adoção da âncora cambial no Plano Real, com grande sucesso em termos de redução da inflação. Em sua versão mais extrema, foi também o caso do Plano Cavallo, na Argentina. No entanto, a excessiva rigidez do regime fiscal brasileiro contra-indicaria, em princípio, a opção pelo regime de taxas fixas. Por sua própria natureza, o regime de taxas fixas somente é sustentável se há credibilidade no compromisso firmado pelas autoridades em relação à taxa de câmbio. A raiz do desastre de janeiro último se encontra justamente nisso. Ao longo dos primeiros quatro anos do Plano Real, não conseguimos tornar crível o compromisso do governo na área cambial, porque a situação fiscal não evoluiu favoravelmente nesse período. As reformas estruturais que poderiam ter reflexos positivos nas finanças públicas ocorreram muito tardiamente e podem ser consideradas tímidas (previdência e administrativa). A credibilidade do nosso regime cambial ficou ainda mais minada quando, a partir de setembro último, os agentes econômicos perceberam nitidamente que o governo hesitava entre duas opções opostas de política.

A atabalhoada mudança do regime cambial brasileiro não mudou em nada a situação descrita anteriormente, exceto no que diz respeito à perda da âncora nominal que mantinha a inflação sob controle. As finanças públicas continuam estruturalmente desequilibradas, em que pesem as medidas adotadas a partir de outubro de 1998. Ademais, o Banco Central teve sua credibilidade bastante arranhada ao passar por dois episódios traumáticos de troca de presidentes em menos de um mês. A autonomia de fato que o BC teve durante os primeiros quatro anos do governo FH parece ser agora coisa do passado, considerando os lamentáveis episódios que envolveram as saídas de Gustavo Franco e Francisco Lopes. E os riscos de inflação aumentaram bastante.

Consequentemente continuamos com o mesmo problema, com a diferença de que agora a inflação está muito mais perto de nós. O caminho de um regime cambial mais próximo ao de taxas fixas exige uma rápida mudança estrutural nas finanças públicas, para que ele possa vir a ser sustentado com credibilidade. Por sua vez, a adoção de um regime cambial mais flexível exige o fortalecimento institucional do BC para que a política monetária se torne mais efetiva e crível, sem deixar também de exigir a mudança fiscal. Em um ou noutro caso, o sucesso da estabilização continua dependendo do encaminhamento da solução fiscal.

De qualquer forma, partindo do princípio de que o objetivo maior do governo deve ser o de evitar a volta da espiral inflacionária, parece ser desaconselhável mantermos um regime cambial de taxas flutuantes, ainda que temperado com intervenções esporádicas do BC. O mais adequado é a volta a um regime de bandas cambiais, no qual se procurará aliar as vantagens de se manter certa flexibilidade no câmbio para absorver choques externos com um grau desejável de previsibilidade da trajetória do câmbio. Esse novo sistema de bandas deverá ser mais flexível do que o regime que vigorava anteriormente, no qual a sistemática de intervenções intrabanda praticamente determinava uma trajetória de desvalorização cambial (equivalente a cerca de 7% ao ano), que engessava demasiadamente a política monetária. É óbvio que somente se poderá dar um passo nessa direção quando tiver havido um mínimo de recuperação da credibilidade externa do país, o que pode ocorrer a partir do novo acordo com o FMI.

* Ex-presidente do Banco Central