

Câmbio flexível e metas de inflação O GLOBO

JOSÉ JÚLIO SENNA

26 JUN 1994

Até a segunda metade dos anos 90, as chamadas economias emergentes revelavam forte preferência por regimes cambiais administrados. Nesses casos, as taxas de câmbio eram mantidas sob o rigoroso controle das respectivas autoridades monetárias. Em vários países, essa estratégia foi de grande utilidade como instrumento de combate à inflação.

Contudo, a enorme massa de capitais internacionais e sua espantosa velocidade de movimentação, que caracterizam a integração dos mercados de capitais do mundo moderno, começaram a dificultar a preservação dessa política. O México foi o primeiro a sucumbir diante dessas dificuldades. Ali, a estabilidade da taxa nominal de câmbio, aliada à prática de juros internos elevados, era um convite às operações de renda fixa de cunho especulativo. Com isso, cresceu significativamente a dívida externa mexicana, de prazo curto. Quando a confiança desapareceu, o mesmo ocorreu com os capitais oportunistas e o sistema ruuiu.

Talvez essa tenha sido a primeira grande ilustração prática das limitações que o mundo moderno passou a impor ao processo de escolha do regime cambial. Depois disso, tivemos os casos dos países do Sudeste da Ásia. E, em janeiro deste ano, chegaria a vez do Brasil.

Entre nós, à semelhança do que acon-

teceram em outras partes do mundo, o câmbio administrado trouxe inestimáveis benefícios, notadamente no terreno da inflação. Em meados de 94, houve rápida reversão das expectativas inflacionárias, o mesmo acontecendo com a própria taxa corrente de crescimento dos preços. Diante dos resultados obtidos, as autoridades brasileiras relutaram a alterar a estratégia em vigor. De certo modo, a política durou mais tempo do que o recomendável.

É importante ressaltar que, em todos os casos acima mencionados, não houve abandono voluntário do sistema de câmbio fixo, ou quase fixo. Os países em questão foram compelidos a caminhar para a flexibilização cambial, diante das intransponíveis dificuldades de sustentação do regime anterior. Curiosamente, a adoção do câmbio flexível por parte do mundo desenvolvido também se processou de maneira semelhante. No início de 1973, após dois anos de frustrados esforços para salvar o antigo modelo de Bretton Woods, o Japão, os Estados Unidos e as principais nações européias foram forçados a adotar o sistema de câmbio flexível — seguramente, não se tratava de uma resposta às recomendações de economistas.

É curioso, também, que uma vez feita a opção pelo sistema flexível, não se pensa (seriamente) em abandoná-lo. No mundo desenvolvido, esse sistema vem sendo praticado há quase tanto tempo quanto

durou o modelo de paridades cambiais fixas. Nos países emergentes, também não se percebe qualquer movimento de retorno ao regime anterior.

No caso brasileiro, a insistência na manutenção da estabilidade da taxa nominal de câmbio, que caracterizou a política econômica praticada entre 1995 e 1998, trouxe os benefícios já mencionados, mas acarretou instabilidade em outras áreas. De fato, tornaram-se particularmente instáveis a produção, o emprego, as taxas de juros e as reservas internacionais. Além disso, a defesa de determinada paridade cambial consome muita energia, sobrando pouco para o ataque frontal a problemas sérios em outros campos.

A nosso ver, o regime flexível é bem superior ao que havia antes. Agora, a taxa de câmbio flutua de modo a equilibrar os movimentos do balanço de pagamentos, ficando a política de juros liberada para corrigir desequilíbrios internos, como inflação, desemprego etc. Ganhamos muito, em termos de potencial de crescimento. Contudo, a mudança não estaria completa se ficasse só nisso. A experiência internacional (comprovada pelo Brasil) mostra que o sistema de preços funciona melhor quando existe algum tipo de âncora. Na prática, são três os candidatos a esse papel: limites à expansão monetária, câmbio fixo e metas de inflação. O primeiro tipo tornou-se inviável no mundo moderno, ao passo que o segundo

tem sempre vida curta. Resta o chamado inflation targeting.

Segundo esse regime, o Banco Central compromete-se a perseguir determinadas metas de inflação, num período de dois ou três anos. Como principal instrumento de trabalho, utiliza-se da política de juros. Diante dos choques que normalmente afetam qualquer economia, as autoridades monetárias respondem, seguindo o que se chama a sua "função de reação". Sempre que as expectativas de inflação estiverem acima da meta, as taxas de juros devem subir. Se tais expectativas se mostrarem bem comportadas, e o quadro for de desemprego, os juros podem cair, situação esta que talvez caracterize o momento atual. Havendo conflito de objetivos, temos duas saídas: adia-se o cumprimento da meta de inflação, privilegiando-se a recuperação econômica, ou tenta-se conter o crescimento dos preços, de imediato. Na medida que o Governo como um todo (inclusive o Legislativo) dê suporte ao programa, promovendo um ajuste fiscal duradouro, e supondo-se que o Banco Central disponha de adequado grau de credibilidade, o regime de metas de inflação poderá funcionar como efetivo elemento coordenador das expectativas, ajudando os agentes econômicos a tomar suas decisões de preço.

JOSÉ JÚLIO SENNA é sócio diretor da MCM Consultores Associados.