

Maxidesvalorização: o primeiro balanço.

A análise da situação econômica brasileira faz prever um aumento incontrolável da inflação e uma recessão única na história do País. É a conclusão dos professores Pedro Sampaio Malan e Paulo Nogueira Batista Jr., da PUC/RJ, neste artigo sobre os efeitos da máxi.

Em matéria de política econômica, há inúmeras decisões que não podem ser tomadas em palanques ou assembleias gerais por cidadãos reunidos em praças públicas ou estádios de futebol. A maioria das decisões substantivas nesta área não tem caráter plebiscitário. Uma certa reserva, a exigência de limitar o número de participantes no processo decisório e a rapidez com que este deve ser conduzido constituem, por vezes, um imperativo, como no caso de decisões sobre alterações significativas em uma variável tão crucial como a taxa de câmbio.

Entretanto, uma vez tomada a decisão, é absolutamente fundamental que as razões que levaram o círculo restrito dos responsáveis pela condução da política econômica a adotá-la sejam amplamente explicadas e debatidas. Infelizmente, no caso da decisão recente da desvalorização em 30% do cruzeiro em relação ao dólar, estas explicações têm deixado a desejar. Esta nota procura fazer um balanço preliminar das consequências da maxidesvalorização, por certo precário, mas sem outro objetivo que não o de estimular um mais do que nunca necessário debate, dada a importância do que está em jogo.

Na ausência de explicações convincentes — e de dados recentes mais desagregados sobre o que de fato teria ocorrido entre as festas de fim de ano e o Carnaval — só é possível especular sobre as causas da decisão e aventure a nossa hipótese. Simplificando ao extremo o argumento, parecem ser três as especulações plausíveis — não mutuamente exclusivas:

a) O governo reconheceu, um tanto tardivamente, que a regra de desvalorização cambial acordada com a missão do FMI em dezembro e explicitada na Carta de Intenções e no Memorando Técnico encaminhados ao sr. De Larosière era má "solução", na medida em que tornava inviável a substancial redução da taxa doméstica de juros reais, sem a qual não há recuperação possível do investimento; b) o governo de posse das estatísticas da balança comercial referentes ao primeiro mês e meio de 1983, decidiu que a manutenção da "meta" de US\$ 6 bilhões de superávit no ano estava a exigir a adoção, o mais cedo possível, de medidas mais drásticas para estimular exportações; c) o governo reconheceu sua incapacidade de reverter as firmes expectativas do mercado quanto à maxidesvalorização e decidiu que era melhor ratificá-las agora do que mais tarde — a custos maiores. Em suma, uma aposta do mercado, que o governo tentou banhar e perdeu.

Como dissemos, as três especulações não são mutuamente exclusivas, pelo contrário, mas queríamos insistir na última. Por duas razões. Primeiro porque é importante distinguir as ações dos exportadores e importadores, enquanto tais, das ações de outros agentes (não só financeiros), que aparentemente optaram por aumentar, nos últimos meses, os depósitos em moeda estrangeira no Banco Central e apostar nas ORTNs cambiais como ativo privilegiado.

Exportadores poderiam estar não só postergando o fechamento de contratos na expectativa da maxidesvalorização, como utilizando o recurso de subfaturamento para obter divisas fora do controle das autoridades monetárias, repassadas a importadores (e a outros compradores) a taxas mais próximas das vigentes no mercado paralelo. Estes, por sua vez, estariam dispostos a pagar mais para assegurar o suprimento de matérias-primas indispensáveis à preservação do nível de atividade de suas empresas, superfaturando as importações como forma de finançar, pelo menos em parte, esta operação. Em fins dos anos 40 e inícios dos anos 50, esta prática, de início ilegal, acabou sendo sancionada pelo governo através de permissão concedida aos exportadores para que valessem 20% de suas cambiais — desde que a importadores, à taxa de mercado "livre".

A importância desta discussão projeta-se para o futuro, na medida em que o governo pode, de novo, ver-se em uma situação de não conseguir revertir expectativas quanto à outra maxidesvalorização.

Esta possibilidade depende crucialmente de três conjuntos de fatos: a) curso futuro da inflação, sobre a qual a maxidesvalorização exerce um efeito cuja direção é óbvia no sentido de exacerbá-la; b) curso futuro da balança comercial, sobre a qual a maxidesvalorização exerce um efeito positivo em termos de direção correta mas de intensidade duvidosa, dadas as condições internacionais adversas; c) curso futuro da renegociação da dívida externa, aí incluídos os "projetos" por concluir, bem como inevitáveis rodadas futuras de negociação com bancos comerciais e as complexas discussões com o FMI, envolvendo o acompanhamento por parte deste dos objetivos expressos na Carta de Intenções e no Memorando Técnico.

Com taxas anuais de inflação correndo na faixa dos três dígitos, e dado o grau de indexação da economia brasileira, torna-se extrema-

mente difícil realizar a substancial alteração de preços relativos que, na verdade, é, ou deveria ser, o objetivo e a justificativa substantiva para uma maxidesvalorização. Este é um ponto que, a nosso ver, não foi considerado com a devida atenção nem pelo governo nem por economistas não ligados ao governo, embora haja sobre ele amplo consenso acadêmico. Com efeito, uma tentativa de alterar preços relativos nas atuais condições de inflação e indexação generalizada pode simplesmente resultar, após algum tempo — curto —, no restabelecimento dos preços relativos anteriores a uma taxa mais alta de inflação, com resultados apenas transitórios sobre a balança comercial.

Isto não significa a aceitação da tese defendida por alguns economistas, que propõem a redução significativa da inflação — aparentemente através de um tratamento de choque — como objetivo prioritário de política e condição sine qua non para o equacionamento das contas externas. Como afirmou um de nós em trabalho recente:

A) A inflação brasileira não pode ser substancialmente reduzida através de uma política agregativa de contração monetária e austeridade no gasto público sem um custo social extremamente elevado em termos de uma prolongada queda no produto, na renda e no emprego; B) é impossível prever a inflação futura a não ser através de explicações sobre alterações nos mecanismos de indexação dos quatro preços básicos da economia (câmbio, salários, juros e preços públicos administrados) que tendem a reproduzir a inflação passada; C) as observações A e B, se aceitas, levam à conclusão que, sem uma política de rendimentos negociada politicamente, é extremamente difícil reduzir de maneira gradual e sustentada a inflação brasileira.

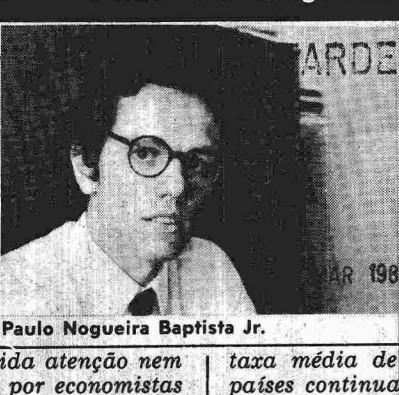
Efeitos sobre a balança comercial e a taxa de juros

A julgar pelas justificativas dos responsáveis pela política econômica, a maxidesvalorização teve três finalidades básicas. Pretende-se, em primeiro lugar, aumentar a competitividade das exportações brasileiras de modo a acelerar o processo de ajustamento do balanço de pagamentos. Espera-se, também, que a maxidesvalorização possa reduzir significativamente as pressões sobre as taxas internas de juros. Além disso, parece existir a intenção de oferecer aos relutantes credores externos do Brasil uma demonstração da "firmeza" e "seriedade" com que se persegue a meta de um superávit comercial de 6 bilhões de dólares em 1983.

Como já foi dito, do ponto de vista do ajustamento da balança comercial, parece válido supor que a maxidesvalorização terá efeito líquido favorável. Mas como a demanda por importações de mercadorias é inelástica em relação ao preço, o efeito da maxidesvalorização sobre as importações não poderá ser muito significativo e o esperado impacto positivo sobre a balança comercial irá depender quase exclusivamente do efeito da desvalorização sobre as exportações. Embora não se deva imaginar que a maxidesvalorização possa afetar de maneira imediata e uniformemente favorável a pauta de exportações como um todo, a evidência disponível autoriza esperar que o impacto líquido sobre as exportações seja positivo.

Deve-se observar, entretanto, que este efeito favorável não será capaz de provocar alteração significativa na deplorável situação global das contas externas brasileiras. Só quem desconhece a real dimensão do nosso problema financeiro externo, que nos obriga a garantir o refinanciamento de uma dívida externa de curto prazo superior a 20 bilhões de dólares (incluindo-se aí o passivo interbancário de curto prazo das agências e subsidiárias de bancos brasileiros no Exterior) em condições de absoluto ou quase absoluto esgotamento das reservas internacionais do País, pode acreditar que um ganho de 2 bilhões de dólares na balança comercial (o que já constitui estimação talvez otimista do efeito da maxidesvalorização) seria capaz de revertir a situação do setor externo da economia brasileira.

Mesmo após a maxidesvalorização, continuaria muito difícil admitir que o valor corrente das exportações possa voltar a crescer em 1983 a uma taxa próxima à taxa anual média de 18%, registrada no período 1974-1981. Nem mesmo a meta oficial de um crescimento de 9% pode ser considerada garantida. De fato, há motivos para encarar com certo ceticismo qualquer previsão de recuperação mais significativa para as exportações brasileiras a curto prazo. A maior parte dos observadores continua prevendo retomada lenta do nível de atividade econômica nos países capitalistas desenvolvidos, que absorvem, como se sabe, mais de 50% das exportações totais do Bra-



Paulo Nogueira Batista Jr.

sil. A fraqueza da reativação prevista para 1983 não permite antever redução das elevadas taxas de desemprego nos países industrializados. Pelo contrário, a confirmarem-se projeções recentes da OCDE e do FMI, a taxa média de desemprego nesses países continuará aumentando em 1983. Não parece, portanto, possível, antecipar reversão das tendências protecionistas a curto prazo.

No que diz respeito aos mercados brasileiros no chamado Terceiro Mundo e na Europa Oriental, as perspectivas de curto prazo também não são das mais animadoras.

A exemplo do que ocorre no Brasil, dezenas de países na América Latina, na África, na Ásia e na Europa Oriental vão iniciar ou já estão executando programas de ajustamento sob supervisão do FMI, que envolvem redução do nível de atividade econômica da demanda por importações. Uma alteração rápida da situação do balanço de pagamentos desses países (e do Brasil) só seria concebível se houvesse recuperação acentuada das economias desenvolvidas, bem como melhora nos termos de troca.

Cabe mencionar, além disso, que uma parcela crescente das exportações brasileiras de produtos manufaturados (mais de 20% em 1982) vem sendo colocada no Exterior com base na concessão de financiamentos a taxa de juros favoráveis. Neste contexto, em que o crédito constitui instrumento fundamental de competição e disputa de mercado, as sérias dificuldades financeiras do Brasil e dos bancos brasileiros no Exterior poderão constituir-se em fator adicional de restrição da capacidade de crescimento das exportações industriais.

No que se refere ao efeito da maxidesvalorização sobre as taxas de juros, o ponto básico a ressaltar é que a medida abre a "possibilidade" de redução significativa nas taxas "reais" de juros, mas não constitui — ao contrário do que freqüentemente se afirma — garantia de redução imediata dos juros reais. A diminuição dos juros reais depende, em parte, dos efeitos da maxidesvalorização e de eventuais medidas complementares sobre a "expectativa" de desvalorização real da taxa de câmbio. Sob este ponto de vista, o efeito da maxidesvalorização pode ser ambíguo. Por um lado, coloca a taxa de câmbio em posição real mais favorável do ponto de vista do ajustamento externo e tende desta forma a contribuir para uma redução da desvalorização real esperada e das taxas de juros reais. Por outro lado, na medida em que representa mudança brusca nas regras da política cambial e que contribui para agravar uma série de problemas macroeconômicos básicos, a maxidesvalorização poderá dificultar a desejada recomposição da confiança na política de minidesvalorizações cambiais, condição necessária para uma efetiva redução da taxa de juros real.

Consequências negativas

Na verdade, a recente maxidesvalorização, tal como realizada, tem consequências mais negativas do que positivas para a economia. Tendo em vista os efeitos diretos e indiretos do ajuste cambial sobre preços, custos e expectativas de inflação e um conjunto de outros ajustes "corretivos" de preços sob controle governamental, pode-se prever que a taxa de inflação de 1983, (menos que surjam rígidos controles de preços, alcançará nível nunca antes registrado no Brasil, ultrapassando (possivelmente por larga margem) o recorde anterior de 110% registrado em 1980, no ano seguinte à maxidesvalorização de dezembro de 1979. O tipo de "ajustamento" que as autoridades econômicas estão implementando sob supervisão do FMI representa, em grande medida, a opção por uma política recessiva e inflacionária de correção dos desequilíbrios fiscal e de balanço de pagamentos. Sob este aspecto, a maxidesvalorização vem apenas complementar — e agravar — um quadro que já estava delineado nos termos do acordo firmado às pressas com o FMI em fins do ano passado.

Paradoxalmente, entretanto, a maxidesvalorização vem dificultar o cumprimento de uma das metas básicas definidas no Memorando Técnico com o FMI. Como se sabe, um dos critérios de desempenho aceitos pelo Brasil no acordo com o FMI é a meta de cortar drasticamente a necessidade global de financiamento do setor público não financeiro (inclusive estatais, governos estaduais e municipais e serviço da dívida pública interna) que deveria passar de 13,8% do PIB em 1982 para 7,9% em 1983. Como o governo é responsável, direta e indiretamente, por mais de 3/4 do passivo em moedas estrangeiras, os prejuízos financeiros associados à maxidesvalorização serão em sua maior parte "socializados" (dentro, aliás, de uma

antiga tradição brasileira...). Pelos seus efeitos sobre o contraválor em cruzeiros da dívida externa do setor público (inclusive de empresas estatais, etc.), pelos seus efeitos sobre a posição de recursos próprios do Banco Central (via custo do substancial volume de depósitos em moeda estrangeira) e sobre o serviço da dívida pública "interna" (dada a dimensão do estoque de ORTN cambiais em circulação), a maxidesvalorização aumenta substancialmente o déficit consolidado do setor público e as suas necessidades globais de financiamento.

Finalmente, cabe mencionar o efeito sobre os custos financeiros das empresas privadas endividadas em moeda estrangeira, isto é, sobre a contrapartida em cruzeiros da parte da dívida externa do setor privado, que não fora nem transferida para o Banco Central nem coberta por títulos públicos com cláusula de opção pela correção cambial.

O reconhecimento de que as consequências da maxidesvalorização são mais negativas do que positivas não implica, evidentemente, excluir a possibilidade de que algumas medidas complementares possam ser adotadas para atenuar os problemas criados pela medida. A maxidesvalorização, como decisão isolada e improvisada, tem muito pouca chance de sucesso. É verdade que algumas resoluções já foram anunciadas nos últimos dias, notadamente a reintrodução de um amplo controle de preços, mas parece importante examinar a adoção de algumas medidas adicionais.

Em primeiro lugar, parece fundamental que o governo anuncie, de forma clara e inequívoca, que pretende a partir de agora seguir uma regra de paridade, isto é, promover minidesvalorizações cambiais a um ritmo determinado pela diferença entre as taxas de inflação interna e externa. No atual contexto, não basta anunciar vagamente que a política de maxidesvalorizações será continuada, sem explicitar a regra de desvalorização que se intenciona seguir. Seria também importante que esta regra de paridade fosse implementada de forma estável, a cada trimestre, evitando-se flutuação acentuada na taxa de câmbio real mesmo em períodos curtos. O objetivo desta medida seria duplo: permitir preservar a posição real da taxa de câmbio alcançada após a maxidesvalorização de fevereiro e poderia contribuir para a redução das taxas "reais" de juros, na medida em que pudesse assegurar a redução do custo do crédito em moeda estrangeira, isto é, do patamar a partir do qual se determina o nível das taxas internas de juros.

No que se refere à neutralização parcial das repercussões inflacionárias da maxidesvalorização, torna-se necessário agir em vários planos simultaneamente. Além de controles diretos e severos de preços (sobretudo nos setores oligopólicos), cabe considerar a possibilidade de congelar imediatamente os depósitos em moeda estrangeira no Banco Central, controlar de forma mais rigorosa a expansão do crédito das autoridades monetárias à agricultura e ao setor exportador e promover redução cautelosa do grau de indexação do sistema de preços em alguns setores.

Entretanto, ao nosso ver, nas atuais condições inflacionárias e enquanto não se procede a uma programada desindexação da economia em uma perspectiva de controle gradualista da inflação, a melhor política cambial teria sido uma política mais moderada, que permitisse recuperar o "atraso" cambial que se permitiu instalar no Brasil, de forma mais paulatina do que aquela acordada com o FMI, atentando obviamente para a deterioração dos termos de troca e para as condições internacionais.

Estas últimas nos remetem, naturalmente, à necessidade de discutir mais amplamente um esquema de renegociação da dívida externa distinto do atual, tão logo encerrada a fase deste primeiro acordo com os bancos comerciais. Um esquema que explique a necessidade de um ajuste mais gradual do que o atualmente contemplado, que fatalmente nos levará ao terceiro — e mais grave — ano de recessão.

Em dezembro de 1979, um dos autores desta nota, em entrevista sobre a maxidesvalorização de então, disse tratar-se de um arriscado salto no escuro, na expectativa de que o trapézio lá estivesse.

Agora, o Brasil dá também — e apressadamente — novo salto no escuro. A probabilidade de que o trapézio esteja na posição correta é muito menor que em 1979. Mas a decisão está tomada. Enquanto o acrobata está no ar, o máximo que se pode fazer é tecer — também apressadamente — uma precária rede de sustentação, as chamadas medidas complementares, para abafar a possível queda do acrobata e, eventualmente, devolvê-lo ao trapézio. Final não é a sorte de indivíduos que está em jogo, mas a do País. Um debate mais aberto, responsável e informado não faria mal a ninguém.

Este artigo foi escrito com base em informações disponíveis até 25 de fevereiro de 1983.