

Salários, câmbio e moeda.

CELSE L. MARTONE

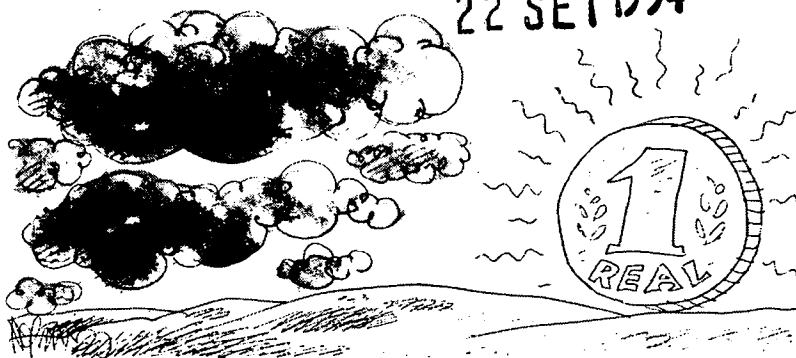
22 SET 1994

JORNAL DA TARDE

Num regime de taxa flexível de câmbio, como o que foi adotado pelo governo a partir de julho, a taxa de inflação é formada a partir do comportamento de três variáveis mais importantes: os salários, a taxa de câmbio e a expansão monetária. Os salários representam os custos básicos de produção, enquanto a taxa de câmbio determina diretamente os preços dos bens que são quotados em dólares.

A política monetária desse regime consiste em fixar metas nominais para um agregado monetário relevante, de acordo com a inflação de longo prazo que se deseja alcançar. Se a inflação desejada é, digamos, de 20% ao ano, a expansão monetária deve ser mantida em torno desse número.

Entretanto, durante a fase inicial de estabilização, ocorre um choque de liquidez, que faz com que as taxas de juros internas aumentem acima da taxa internacional, induzindo um influxo de capitais no País. Esse influxo tem o efeito de apreciar a taxa de câmbio nominal, o que ajuda a reduzir a inflação pela queda nos preços absolutos dos bens quotados em moeda estrangeira. Do lado da balança comercial, a apreciação cambial reduz o superávit (aumenta o déficit). Ambos os efeitos tendem a estancar a apreciação cambial depois de algum tempo, chegando-se a uma taxa de câmbio real de equilíbrio, possivelmente mais baixa do que a original, e a uma taxa de inflação consistente com a meta monetária a longo prazo.



AJUSTES DE POLÍTICA ECONÔMICA PROVAVELMENTE TERÃO DE SER FEITOS NOS PRÓXIMOS MESES

A dinâmica econômica do Plano Real vem se desenvolvendo de acordo com o modelo descrito acima:

(a) As taxas de juros internas ainda se mantêm acima das taxas internacionais, mesmo corrigidas pelo risco de câmbio, ao mesmo tempo em que as expectativas de retorno sobre ativos reais no Brasil aumentaram com a perspectiva de estabilidade monetária futura. A consequência foi um forte aumento na entrada de capitais.

(b) Junto com o superávit em conta corrente, esse influxo de capitais tem levado a uma apreciação contínua da taxa de câmbio nominal (e real), muito favorável à queda da inflação interna a curto prazo.

Por que então esta situação vem gerando certa intranquilidade nos mercados e no próprio governo? Parecem existir duas preocupações. A primei-

ra é que a apreciação cambial seja excessiva e possa levar a um colapso da balança comercial daqui a alguns meses (reversão de um superávit para um déficit comercial crescente). Em decorrência disso, poderia ocorrer uma contração importante no volume de produção e emprego nas indústrias exportadoras e naquelas que competem diretamente com importações.

A segunda preocupação é com a taxa de inflação, especialmente em face das fortes demandas salariais ora em curso. Se houver aumentos nominais de salários elevados nos próximos meses, a taxa de inflação iniciará uma reversão para cima a partir de outubro, agravando a apreciação real da taxa de câmbio e acentuando a contração do setor internacional da economia.

Se tal rigidez inflacionária é verdadeira, isso significa que as

metas monetárias fixadas pelo governo foram apertadas demais (as taxas internas de juros altas demais) e alguma flexibilização se fará necessária. Uma forma direta de fazer isso seria o Banco Central retomar suas operações de compra no mercado de câmbio, sustentando a taxa cambial e ao mesmo tempo expandindo a oferta monetária interna (reduzindo as taxas de juros).

Alternativamente, as metas monetárias poderiam ser mantidas, mas controles quantitativos sobre a entrada de capitais teriam que ser estabelecidos, de tal modo a aliviar a pressão baixista sobre a taxa de câmbio enquanto a rigidez inflacionária interna não é quebrada.

O que está em discussão neste momento é o dilema entre uma estabilização monetária mais rápida, com apreciação cambial maior e efeitos mais destrutivos sobre o setor internacional da economia, e uma estabilização mais lenta, com menor apreciação cambial e ajuste mais suave no setor internacional. Não há nada de fundamentalmente errado com o Plano Real, mas ajustes de política econômica provavelmente terão que ser feitos nos próximos meses para evitar "arrepentimentos" posteriores, que são sempre traumáticos e podem pôr o plano a perder.

O AUTOR

Celso L. Martone
é professor
titular
da FEA-USP

