

PERSPECTIVA ECONÔMICA

A questão do câmbio e o controle da inflação

Afonso Celso Pastore e Maria Cristina Pinotti (*)



Se o governo quiser que o seu sucesso de curto prazo no combate à inflação se transforme, também, em um sucesso de longo prazo, terá de defender a taxa do cambial real

I Com quase um ano de vida o Plano Real continua apresentando taxas de inflação extremamente baixas. Entre julho de 1994 e abril de 1995 os preços por atacado dos produtos industriais acumularam um crescimento de 8,1%, o que equivale a uma taxa média mensal de 0,8%, enquanto o índice de preços ao consumidor da FIPE acumulou um crescimento de 26,4%, o que equivale a uma taxa média mensal de 2,4% (gráfico 1).

A razoável estabilidade dos preços por atacado dos produtos industriais ocorreu apesar do forte aquecimento da economia verificado no período. Até abril de 1995 as vendas reais da indústria e do comércio situaram-se significativamente acima dos níveis anteriores à reforma monetária de julho de 1994, a produção industrial estimada pelo IBGE já havia superado o pico prévio, e os índices de utilização da capacidade instalada na indústria eram semelhantes aos valores mais elevados do passado, verificados alguns meses após o início do Plano Cruzado (gráfico 2).

O sucesso no combate à inflação não tem sido produzido pelo manejo das políticas monetária e fiscal, garantindo um crescimento da demanda agregada doméstica em uma velocidade semelhante à do crescimento da produção. No Plano Real a estabilidade de preços é o fruto de uma maior abertura da economia com relação ao setor externo combinado com uma taxa cambial nominal relativamente estável.

II A abertura da economia, iniciada em 1990, elevou a participação dos bens "internacionais" no produto real, criando a condição necessária para que a taxa cambial pudesse funcionar como uma âncora, estabilizando o nível geral de preços. Bens "internacionais" são aqueles produzidos domesticamente e que podem ser importados ou exportados, enquanto os bens "domésticos" não podem ser nem importados nem exportados. A distinção relevante é que os preços em moeda doméstica dos bens "internacionais" somente podem alterar-se quando se modificam seus preços em dólares ou a taxa cambial, dados os impostos sobre o comércio exterior. Já os preços dos bens "domésticos" são fixados pela oferta e pela procura domésticas.

Quando a economia é fechada não existe, na prática, a distinção entre bens domésticos e internacionais. Existem bens potencialmente internacionais, mas estes se transformam, de fato, em bens domésticos. Até 1990 a economia brasileira era relativamente mais fechada do que hoje, existindo uma proporção menor de bens que fossem de fato "internacionais". A importação de automóveis e de computadores, por exemplo, era proibida, eram abundantes as barreiras não tarifárias, e grande parte das tarifas sobre as importações era fixada em níveis redundantes ou proibitivos. Com a abertura do comércio internacional, desde que seja possível fazer a taxa cambial nominal flutuar em torno de um valor nominal estável, os preços domésticos dos bens internacionais perdem a capacidade de se elevar persistentemente.

É importante, neste ponto, distinguir a taxa cambial nominal da taxa cambial real. A taxa cambial nominal é o preço da moeda estrangeira em termos da moeda doméstica, e a taxa cambial real é um pre-

GRÁFICO 1 - Evolução do IPC e IPA Pós Plano Real

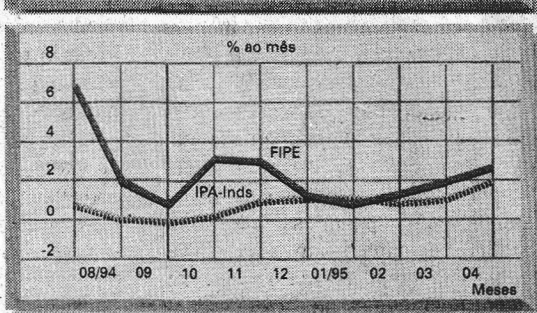
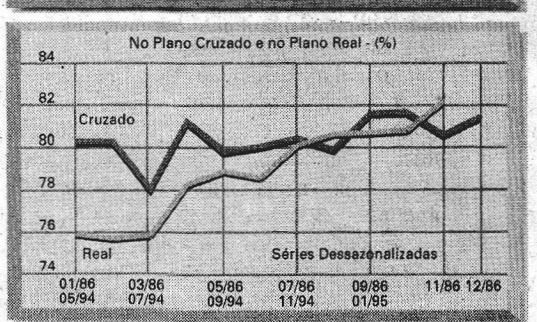


GRÁFICO 2 - Evolução do Nível de Utilização da Capacidade Instalada na Indústria



ço relativo, medido pelo quociente entre os preços dos bens internacionais e dos bens domésticos. A primeira é relevante, em uma economia aberta, para determinar a dinâmica da inflação a curto prazo, e a segunda é relevante para determinar o comportamento dos saldos em contas correntes no balanço de pagamentos. Quando a participação dos "bens internacionais" é alta, a constância da taxa cambial nominal conduz à estabilidade do nível de preços, o que faz com que políticas macroeconômicas que defendam o nível da taxa cambial nominal sejam, também, as que conduzem à estabilidade do nível geral de preços.

Em uma economia fechada, quando as políticas fiscal e monetária são expansionistas ocorre a elevação do nível geral de preços. Em uma economia aberta as políticas monetária e fiscal podem ser expansionistas e, ainda assim, o nível geral de preços pode ser estável. Basta que o grau de abertura seja alto, e que a taxa cambial nominal não se altere, ou se altere pouco. A expansão da demanda agregada de bens e serviços conduz ao crescimento dos preços nominais dos bens domésticos, mas como a estabilidade da taxa cambial nominal gera a virtual constância dos preços nominais dos bens internacionais, a taxa cambial real (que é o preço relativo entre bens internacionais e domésticos) se aprecia, reduzindo as exportações e elevando as importações. As taxas de inflação mantêm-se baixas, mas esta não será necessariamente uma situação sustentável, porque o equilíbrio interno estará sendo mantido com o agravamento do desequilíbrio externo.

Se os déficits na conta corrente causados por aquele desequilíbrio puderem ser integralmente cobertos por investimentos diretos, ou se o fluxo de empréstimos externos necessário para equilibrar as reservas conduzir a um crescimento pequeno e limitado da dívida externa, eles poderão ser mantidos por um período mais longo. Mas se aqueles déficits forem elevados poderão estar comprometendo a liquidez externa, e o desequilíbrio no balanço de pagamentos terá de ser corrigido, o que em geral implica desvalorização da taxa cambial.

III

Para analisar o comportamento das taxas cambiais nominal e real, é preciso separar dois períodos distintos. O primeiro se estende da reforma monetária de julho de 1994 até o final de fevereiro e início de março de 1995, e o segundo daí em diante.

No primeiro o Banco Central ou não realizou intervenções de compra e venda no mercado de câmbio ou o fez em escala muito pequena. A taxa cambial era livremente formada pela oferta e pela procura exercidas por agentes privados, apenas, e estávamos, na prática, em um regime de câmbio flutuante puro. Nele a taxa cambial nominal é determinada no mercado de ativos, pelos fluxos financeiros. As elevadas taxas de juro domésticas conduziram à apreciação cambial, de um lado, e o governo dava sinais de que a

apreciação era bem-vinda, de outro, porque ajudava a estabilizar a inflação, sem que ele imaginasse o surgimento de problemas no balanço de pagamentos, dado o suposto da existência de uma oferta muito elástica de fundos no mercado internacional. A taxa cambial nominal declinou imediatamente abaixo da paridade de um real por dólar, estabilizando-se no patamar entre R\$ 0,92/dólar e R\$ 0,94/dólar, durante o mês de julho de 1994, voltou a sofrer nova e forte apreciação entre agosto e setembro, para estabilizar-se novamente até março de 1995 em uma faixa que oscilava entre R\$ 0,84/dólar e R\$ 0,86/dólar (gráfico 3). A apreciação da taxa cambial real foi ainda mais forte devido ao crescimento dos preços nominais dos bens "domésticos", cujas taxas são estimadas pelo índice de preços ao consumidor. Como existe uma forte associação entre os movimentos de longo prazo da taxa cambial real e dos saldos comerciais (gráfico 4), estes declinaram junto com a apreciação do câmbio real, aparecendo déficits no balanço comercial.

No segundo período, iniciado em março de 1995, já diante das evidências de que os saldos comerciais declinavam com a valorização do câmbio real, e que ocorriam déficits elevados nas contas correntes, o governo reagiu formalizando a existência de "bandas de flutuação", com um intervalo entre um mínimo de R\$ 0,88/dólar e um máximo de R\$ 0,93/dólar. O anúncio das bandas teve como objetivo estancar aquela apreciação. O erro em declarar que o limite superior da banda poderia ser revisto para cima, a publicação de dados confirmando o fraco desempenho do balanço comercial, e finalmente o temor de uma ampliação da crise mexicana, geraram a expectativa de novas desvalorizações, o que empurrou a taxa cambial nominal para o limite superior da "banda" de flutuação. O resultado final foi a acentuada perda de reservas internacionais, ocorrida em março.

Durante o mês de maio aquele movimento de perda de reservas foi revertido. O anúncio de que o limite superior da banda de flutuação seria mantido em R\$ 0,93/dólar não restaurou a confiança no regime, mas uma nova rodada de elevação no recolhimento compulsório sobre depósitos a prazo induziu o aumento adicional da taxa de juro ativa do sistema financeiro, atraindo dólares tanto no mercado oficial quanto no flutuante. Desde o final de abril, e durante todo o mês de maio, os saldos no mercado de divisas têm sido positivos, produzindo-se ou a acumulação de dólares nas carteiras de ativos do sistema financeiro privado, ou a compra de divisas pelo governo, com a consequente acumulação de reservas. A taxa cambial nominal, que se vinha mantendo próxima ao limite superior da "banda", voltou a se apreciar, aproximando-se de seu limite inferior. Novamente a taxa cambial real voltou a se apreciar, pelo efeito combinado da queda da taxa nominal, induzida pela elevação da taxa doméstica de juros, e da elevação dos preços dos bens domésticos.

Uma observação superficial poderia indicar algum otimismo, dado que a curto prazo alguns indicadores passaram a mostrar um melhor desempenho. Foi estancada a perda de reservas, e as expectativas de um crescimento dos preços por atacado dos produtos industriais foram um pouco reduzidas. Mas em contrapartida a apreciação adicional da taxa cambial nominal, aliada ao crescimento dos preços aos consumidores (cujo índice é uma estimativa dos preços dos bens "domésticos"), conduziu a uma apreciação adicional da taxa cambial real, o que contribui negativamente para o desempenho dos saldos comerciais, a médio prazo.

IV

Quais os limites da utilização do câmbio nominal como uma âncora? Para encaminhar uma resposta a esta questão é preciso analisar o balanço de pagamentos.

A partir do comportamento da conta corrente em 1993 (tabela 1), é possível ensaiar a ordem de magnitude dos seus números para 1995. O déficit na conta de serviços será superior ao de 1993, quer porque a taxa de juro cresceu no mercado financeiro internacional, quer porque os "outros serviços", que se constituem primordialmente de fretes e seguros, deverão atingir montantes significativamente superiores (as importações em 1993 atingiram cerca de US\$ 25 bilhões, e deverão situar-se, em 1995, bem acima de US\$ 40 bilhões). Se mantivéssemos a média dos saldos comerciais em nível idêntico à do período de novembro de 1994 até abril de 1995, uniformemente durante os doze meses do ano de 1995, estaríamos gerando um déficit comercial da ordem de US\$ 6 bilhões a US\$ 7 bilhões. Este déficit, somado ao da conta de serviços, conduziria a um déficit nas contas correntes seguramente superior a US\$ 20 bilhões.

Um déficit desta ordem de magnitude pode ser mantido apenas temporariamente. Se medidas de política econômica estiverem revertendo seu comportamento, o ingresso de capitais poderá financiá-lo. Mas se ocorrer a percepção de que a taxa cambial vem sendo sustentada em um nível artificialmen-

te deprimido, as dificuldades de financiamento crescerão.

O governo tem dado mostras de que seu objetivo é evitar a desvalorização da taxa cambial nominal, porque este é o seu maior trunfo para estabilizar o crescimento do índice geral de preços. Mas se quiser que o seu sucesso de curto prazo no combate à inflação se transforme, também, em um sucesso a longo prazo, terá de defender a taxa cambial real, no sentido de que ela seja suficiente para gerar o equilíbrio externo. Somente atingindo o equilíbrio externo é que será possível a persistência das taxas de inflação, a longo prazo, em níveis mais baixos.

Ele pode tentar fazê-lo preservando o nível da taxa cambial nominal, sem desvalorizá-la, reduzindo os déficits comerciais com políticas macroeconômicas que reduzam a demanda doméstica. Enunciar essa proposição, contudo, é mais fácil do que executar a terapia, porque a taxa cambial real já se valorizou significativamente, o que impõe limites importantes a esta rota. Tomando-se o índice de preços aos consumidores como a estimativa dos preços dos bens "domésticos", a taxa cambial real valorizou-se, desde o início do plano, em torno de 30%. Isso significa que para restaurar um comportamento mais razoável das contas correntes, se for feito pela via da redução da demanda doméstica, será necessário um desaquecimento econômico significativamente maior do que o que seria necessário caso aquela valorização não tivesse ocorrido.

Se ele optar por defender a atual taxa cambial nominal terá de seguir políticas macroeconômicas que gerem a redução dos gastos totais domésticos (os gastos do governo e do setor privado, somados) em relação ao produto total doméstico, o que, na terminologia utilizada por alguns economistas é expresso como a redução da "absorção" relativamente ao produto. O instrumento mais eficaz, neste caso, seria uma política fiscal contractionista, que reduzisse o consumo do governo, principalmente, porque com isso ele colheteria a redução dos gastos totais domésticos sem elevar a taxa real de juros, deixando, portanto, de criar forças geradoras de uma apreciação adicional da taxa cambial. Em vez de fazê-lo, no entanto, ou porque não tem poderes para tanto, ou porque não julga que esta seja a rota adequada, tem optado por um particular tipo de política monetária "austera", definida como a que produz taxas reais de juros muito elevadas.

Além desse tipo de política monetária conduzir à apreciação adicional da taxa cambial real, existem evidências cada vez mais claras de que ela é extremamente ineficaz em reduzir a demanda agregada. Entre o final de 1991 e a metade de 1994 elas foram altas, e durante todo esse período o produto real, as vendas reais e os índices de utilização de capacidade instalada na indústria cresceram. Em trabalho recente, Ruben Almonacid, Samuel Pessoa e Luis Fernando Lopes ("Que Política Monetária é esta?", Almonacid e outros, Instituto Atlântico, maio de 1995) exploraram mais a fundo as razões para esta ineficácia, em uma linha semelhante à anteriormente adotada por Claudio Haddad, em artigo publicado neste mesmo jornal. A elevação das taxas reais de juros atua sobre o consumo por dois caminhos: a) um efeito substituição, induzindo os indivíduos a substituírem o consumo presente, reduzindo-o, por consumo futuro, elevando-o; b) um efeito renda. Nos países onde as dívidas públicas têm prazos longos até o seu vencimento, uma elevação da taxa real de juros de curto prazo reduz o valor, a preços de mercado, do estoque de ativos, produzindo uma queda na "riqueza percebida", o que reforça o "efeito substituição", e provoca a queda do consumo presente. Mas em um país no qual a dívida pública tenha uma maturidade muito curta, e no qual o Banco Central atue com recompras, substituindo os títulos velhos por novos cujo fluxo de juros

pagos se eleva com o crescimento da taxa real de juros, ocorre um aumento, e não uma redução, da riqueza percebida, o que pelo menos atenua a redução do consumo gerada pelo efeito substituição. Uma taxa de juro real mais elevada pode fazer com que os indivíduos que recebem predominantemente rendas do trabalho substituam consumo presente por mais consumo futuro, mas para os indivíduos que têm na renda dos ativos uma parcela importante de sua renda total, o crescimento da taxa real de juros produz um efeito renda positivo, o que expande o consumo.

É claro que a elevação da taxa real de juros desestimula a acumulação de estoques, que é também uma componente da demanda agregada. Mas este efeito é temporário, persistindo apenas enquanto os estoques estiverem sendo reduzidos, e não poderá produzir uma queda permanente da demanda agregada.

Por outro lado, a elevação dos juros reais contrai a oferta agregada. Por exemplo, os estoques funcionam, no processo produtivo, como um insumo para a produção dos serviços produtivos do capital. Da mesma forma, os estoques de moeda e de ativos financeiros são "insumos" importantes para a realização da produção. Quem não tivesse entendido esta propriedade dos ativos financeiros teve a oportunidade única de verificar a sua im-

significa uma política fiscal contractionista, cujos efeitos são neutros sobre a taxa de juro, e consequentemente evitam a valorização cambial.

No que se refere à dosagem da política fiscal, a maior parte dos economistas se sentiria satisfeita com o governo atingindo um equilíbrio orçamentário, porque isto significaria a ausência de pressões para emitir moeda e a garantia da estabilidade de preços. Esta é uma interpretação errada e ingênua. A inflação brasileira tem atualmente, e tinha anteriormente, uma ligação muito tênue com os déficits públicos. Não obstante este fato, neste momento é preciso uma austeridade fiscal muito maior do que a que simplesmente produza o equilíbrio orçamentário. Uma queda significativa da absorção doméstica, que reduzisse o peso do ajuste externo que fatalmente recairá sobre a política cambial, terá de ser produzida pela política fiscal, que tem um efeito neutro sobre a taxa de juro, e portanto neutro sobre a taxa de câmbio. Argumenta-se que o governo não tem instrumentos ou controles suficientes para realizar este tipo de política fiscal. No entanto, enquanto se discute a existência ou não dessa capacidade, os gastos públicos estão sendo aumentados devido ao crescimento do custo da dívida pública derivada das taxas de juro reais altas, que alimentam a transferência de poder aquisitivo para os detentores de ativos financeiros, e eleva a absorção doméstica.

V O conflito que se apresenta ao governo é o de atacar ou não a solução do desequilíbrio externo de forma mais fron-

Tabela 1 - Balanço de Pagamento

	1991	1992	1993	1994 - III trimestre	1991 (E)
Balanço Comercial (FOB)	10.579	15.239	13.072	11.124	10.342
Exportações	31.620	35.793	38.783	32.284	43.592
Importações	21.041	20.554	25.711	21.160	33.250
Serviços (Líquido)	-13.542	-11.339	-15.382	-9.421	-14.000
Juros	-8.821	-7.263	-8.453	-4.134	-6.200
Outros	-4.921	-4.086	-6.909	-5.287	-7.800
Transferências Unilaterais	1.556	2.243	1.653	1.922	2.400
Transações Correntes	-1.407	6.143	-637	3.625	-1.256
Capital	-4.148	25.271	9.803	14.459	13.600
Erros e Omissões	876	-1.386	-882	-484	400
Superávit (-) ou Déficit (+)	-4.679	30.028	8.404	17.802	12.742
Reservas - Caixa	8.552	19.008	25.878	40.873	36.400
Reservas - Liq. Intern.	9.406	23.854	32.211	43.455	39.000

Tabela 2 - Evolução da Dívida Interna Estadual e Municipal

Fim de Período	Dívida Estadual São Paulo	Dívida Estadual Total	Dívida Municipal	Total
1994 Junho	7.255	17.015	1.986	19.001
Julho	7.893	18.501	2.144	20.646
Agosto	8.217	19.260	2.235	21.495
Setembro	8.597	20.055	2.328	22.383
Outubro	8.875	20.729	2.410	23.140
Novembro	9.224	21.541	2.521	24.062
Dezembro	9.550	22.299	2.617	24.916
1995 Janeiro	9.872	23.029	2.708	25.735
Fevereiro	10.191	23.764	2.760	26.524
Março*	10.623	24.760	2.901	27.681
Abril*	11.070	25.794	3.034	28.828

* Dados provisórios

portância quando eles foram bloqueados, logo no início do Plano Collor, gerando uma significativa queda na produção industrial.

Este tipo de política monetária teria por objetivo a redução da "absorção" relativamente ao produto. A taxa real de juros mais elevada pode contrair a demanda, mas o faz em escala menor, e certamente contrai a oferta, o que significa que a "absorção" pode cair relativamente ao produto doméstico, mas o faz pelo menos em escala menor, o que reduz a sua eficiência para repor o equilíbrio do balanço comercial. Se as taxas reais de juros persistirem altas a demanda findará caindo quando as empresas contratarem a oferta, reduzindo a produção e o emprego. Mas neste caso a demanda (a "absorção") estará declinando porque caiu a oferta, com a distância entre as duas mantendo-se a mesma ou declinando menos do que seria necessário para ter o efeito desejado sobre o balanço comercial.

O pagamento de juros mais elevados aos detentores de títulos públicos se constitui em uma "transferência" de rendas, que eleva a demanda agregada daquela parcela do setor privado que tem uma elevada participação de renda do capital. Mas agrava, também, o déficit público. O comportamento das dívidas dos estados e municípios, cujo crescimento é mostrado na tabela 2, é uma ilustração parcial deste fato. Este crescimento não decorre de déficits públicos, que neste período não produziram nenhuma emissão de títulos novos, mas apenas de uma taxa de juro em média superior a 4% ao mês.

Se a defesa da taxa cambial tiver que repousar neste tipo de política monetária, o mínimo que deveremos esperar são custos sociais muito elevados, sem que se ganhe significativamente na restauração do equilíbrio externo. O desaquecimento da economia, em uma circunstância como esta teria que ser realizado reduzindo o consumo do governo, o que

tal. Se não quiser mover a taxa de câmbio terá que desaquecer significativamente mais a economia, dado que a taxa cambial já se apreciou muito, e dado que a abertura da economia ao comércio internacional incrementou o nível das importações. Se o fizer com contractionismo fiscal, no entanto, terá escolhido uma rota menos recessiva do que se o fizer com este tipo de "contracionismo" monetário caracterizado por juros reais altos. Se recusar-se enfrentar o problema estará mantendo a inflação mais baixa a curto prazo, mas este comportamento terá uma componente de artificialidade, porque as pressões inflacionárias necessárias para restaurar o equilíbrio externo crescerão no futuro.

Para compatibilizar os objetivos teria que reformular radicalmente a sua estratégia. A política monetária teria que ser alterada, passando a controlar a expansão dos agregados monetários relevantes e baixando a taxa de juro, o que evitaria que a taxa real de câmbio se apreciasse, provocando desequilíbrios não sustentáveis nas contas correntes. Teria que ser abandonado o objetivo de reduzir a demanda através dos juros elevados. Eles não produzem este efeito com a eficiência que o governo supõe, e têm a desvantagem de reduzir a produção, o que termina por reduzir a demanda, mas sem que a "absorção" caia em relação ao produto na extensão que seria desejada para restabelecer o equilíbrio externo. Terceiro, teria que se utilizar de uma estratégia fiscal mais austera, e na medida em que esteja tolhido em suas ações nesta direção, teria que aprender com a tática do ministro Cavallo, na Argentina, que criou as condições de consenso sobre os ajustes fiscais necessários, transformando aquilo que era julgado impossível em algo factível.

(*) Economistas, sócios da A. C. Pastore & Associados. Ele foi presidente do Banco Central e secretário da Fazenda do Estado de São Paulo.

GRÁFICO 3 - Cotações Diárias do Câmbio Pós Plano Real



GRÁFICO 4 - Evolução do Saldo da Balança Comercial e do Câmbio Real

