

A política cambial do Plano Real

João Sayad[§]

RESUMO

O principal objetivo deste trabalho é analisar os argumentos a favor e contra a política cambial adotada no Brasil desde 1994 e verificar a adaptabilidade desta política à situação brasileira. Os argumentos baseados nos possíveis ganhos de produtividade, na existência de déficit público ou em cálculos contábeis da PPP não são suficientes para justificar a manutenção das taxas de câmbio reais fixas. Teoricamente, a melhor política para induzir o equilíbrio externo e interno seria desvalorizar o câmbio e aumentar a taxa de juros. Entretanto isto não significa caminhar para uma política de câmbio livre.

Palavras-chave: Plano Real, estabilização, política cambial.

ABSTRACT

The main objective of this work is to analyze the arguments in favor and against the exchange rate policy followed in Brazil since 1994 and to question the suitability of this policy to the Brazilian case. The arguments based upon either productivity gains, public deficit or calculations of PPP are not sufficient to justify the continue use of the fixed exchange rate regime. Theoretically the best policy to attain the internal and external balance is to devalue the local currency and to the increase interest rate. This procedure does not mean a free floating exchange rate regime.

Key words: Real Plan, stabilization, exchange rate policy.

§ Professor da FEA-USP.

Introdução

Entre outubro e novembro de 1998 o País perdeu US\$ 40 bilhões de suas reservas. O Banco Central manteve a política cambial e elevou os juros para o nível de 45%a.a., ou seja, repetiu a política adotada em setembro de 1997, na época da crise financeira do sudeste da Ásia.

A política cambial adotada desde 1994 é a parte mais importante do Plano Real e tem sido objeto de muita discussão.

Este trabalho tem como objetivo analisar os argumentos a favor e contra esta política, e verificar a adaptabilidade da política cambial à situação brasileira.

A primeira seção resenha os argumentos a favor e contra a política cambial de taxas fixas adotada pelo governo. Esta discussão tem sido feita, basicamente, por meio de artigos de jornais e entrevistas. Por este motivo, a análise ora apresentada pode acabar cometendo injustiça com os argumentos apresentados informalmente. Exatamente por isto, pode ser útil, na presente análise, considerar este aspecto para introduzir as correções necessárias nos argumentos de ambos os lados, contribuindo, assim, para uma discussão mais proveitosa.

A segunda seção investiga quais são as melhores regras de política cambial para equilibrar as contas externas e o nível doméstico de atividades.

A seção 3 avalia os riscos que a desvalorização cambial pode provocar na inflação e a seção 4 apresenta as conclusões do artigo.

I A discussão em torno das taxas cambiais do Plano Real

A estratégia de combate à inflação do Plano Real baseia-se na manutenção da taxa de câmbio. A adoção de câmbio fixo e a liberdade de importar e exportar fizeram com que os preços dos produtos importáveis e exportáveis convergissem para o nível de preços internacional e se mantivessem estáveis.

Por outro lado, os preços dos produtos não-comerciáveis, embora não possam ser influenciados pela arbitragem, acabaram se estabilizando em decorrência da redução da demanda agregada e da estabilidade do valor da nova moeda, o Real.

Sob a óptica do combate à inflação, a estratégia adotada foi muito eficaz. Em quatro anos o Plano Real acumulou mais ou menos 60% de inflação, medida pelo índice de custo de vida, e há um ano as taxas de inflação nacionais, medida por qualquer índice, estão muito próximas de zero ou mesmo negativas. Sob este ponto de vista, a estratégia adotada pelo Plano Real é semelhante à de vários países da América Latina e mesmo dos Estados Unidos no período 1979-1984.

A política monetária aumenta as taxas domésticas de juros, o câmbio flutua e se sobrevaloriza, aumenta a concorrência internacional, enquanto que o grande déficit comercial reduz o nível de atividade interna e a pressão dos preços domésticos, particularmente o salário.

No caso brasileiro, as taxas cambiais foram deixadas livres pelo Banco Central no período imediatamente inicial do plano, ao mesmo tempo que as taxas domésticas de juros mensais eram fixadas em níveis muito altos. Tal política gerou imenso influxo de dólares e sobrevalorização cambial, que chegou a atingir 15% na época.

Em face da crise da economia mexicana, em dezembro de 1994, o governo sustentou a taxa cambial e aguardou para fazer ajuste em março de 1995. De início, tentou definir faixas de valor dentro das quais o câmbio flutuaria livremente. Contudo, devido à indecisão ou conflito entre os encarregados da política econômica, o resultado foi de explosão da taxa cambial, durante uma semana, ao cabo da qual foi definida a política que vigora até hoje.

Desde então, o câmbio flutua dentro de faixa muito estreita, sendo esta definida como parte de uma faixa mais larga que não tem qualquer importância prática, a não ser a de conscientizar os compradores e vendedores de dólar de que em alguma data futura o câmbio flutuará nesta banda mais larga. Além disto, o Banco Central atua fortemente no mercado, fazendo com que as taxas oscilem muito pouco em torno do valor central da pequena faixa. Por fim, o próprio Banco Central aumenta regularmente o valor do câmbio, ou seja, semanalmente e mensalmente, de forma que ao fim de cada ano a desvalorização do câmbio fica entre 6 e 7% a.a.

Do ponto de vista prático, podemos chamar a taxa cambial praticada pelo governo de taxa fixa com correção anual gradativa.

Os defensores desta política apresentam vários argumentos. O primeiro se refere à flexibilidade que a política permite. Enquanto na Argentina a taxa cambial é fixada na Constituição, a definição da taxa brasileira permite várias proposições.

Autoridades do Banco Central afirmam que a taxa é livre, determinada pelo mercado, ainda que atuem eficaz e competentemente todos os dias no mercado. Diante das reclamações de exportadores e industriais, argumentam que a taxa está sendo corrigida lentamente para evitar a volta da inflação.

Ao fim e ao cabo, a taxa cambial está fixa, mas as autoridades têm poder regulatório e legislativo para operar qualquer modificação que deseje.

I.1 O argumento do déficit público

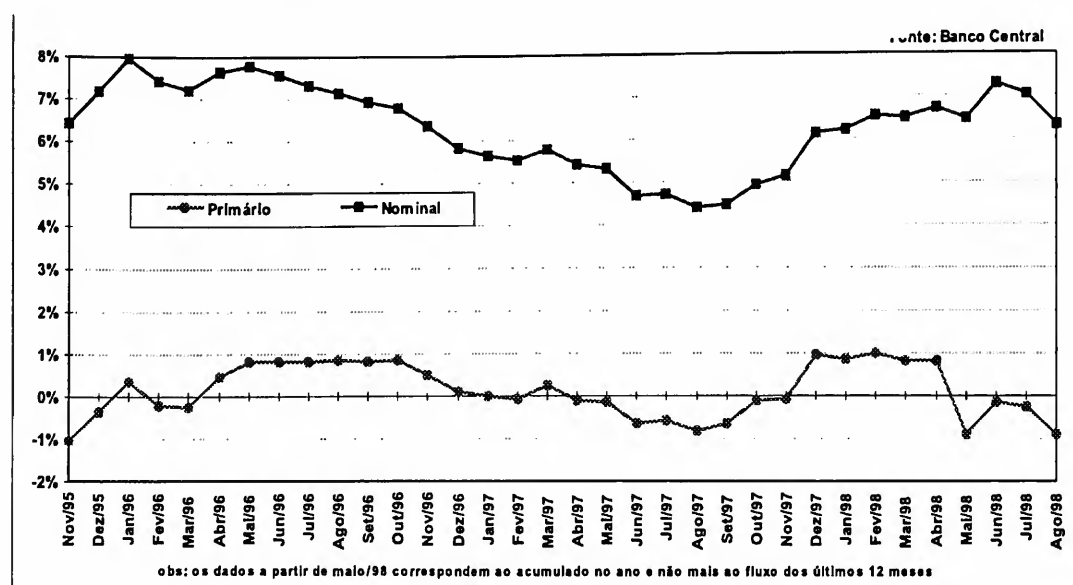
Segundo a imprensa, alguns economistas nacionais e estrangeiros têm argumentado que a taxa cambial não pode flutuar enquanto o déficit público do governo for elevado. Os defensores desta proposição atribuem o déficit externo brasileiro, da ordem de US\$ 30 bilhões em 1998, à existência de déficit público, já que, contabilmente, o déficit em transações correntes deve ser igual ao déficit do setor público mais o déficit do setor privado. Assim sendo, enquanto permanecer o déficit do setor público, permanecerá o déficit do setor externo, e a taxa cambial tenderá a subir, talvez permanentemente, trazendo de volta a inflação.

Ao fixar o câmbio, o governo estaria “bancando” uma taxa cambial menor enquanto aprova emendas constitucionais ou vende ativos públicos que permitiriam a redução do déficit público e, conseqüentemente, a redução do déficit externo. Só após isso poderíamos ter taxa cambial livre e estável sem a intervenção do governo.

O argumento em questão está sujeito a várias críticas. Em primeiro lugar, o déficit externo refletirá o déficit público em situações de pleno emprego e quando acompanhado de déficit ou superávit muito menor do setor privado. No caso brasileiro, a economia tem apresentado taxas de crescimento muito pequenas e nível de desemprego elevado e crescente para que se possa utilizar o conceito de déficits gêmeos que sustenta esta argumentação.

Além disto, antes do Plano Real o setor público apresentava relativo equilíbrio nas contas públicas, superávit primário e equilíbrio nas contas externas. O déficit público cresceu espantosamente após o Plano Real, principalmente por causa do crescimento da despesa com juros elevados, forçada pelo Banco Central. O gráfico a seguir mostra o déficit público nominal e o superávit ou déficit nominal no período recente do Plano Real.

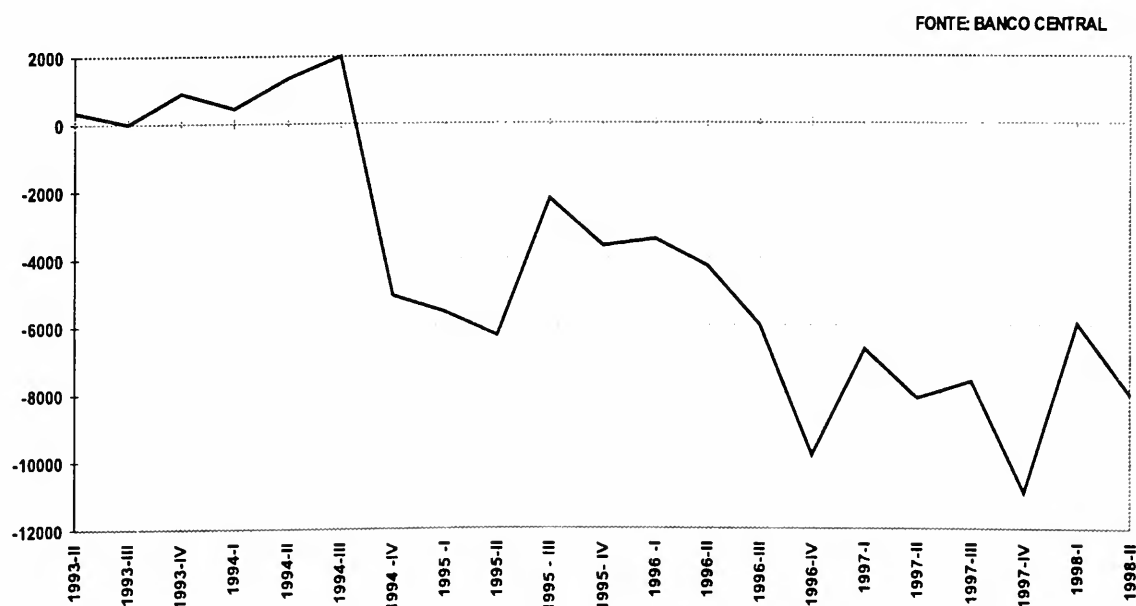
Gráfico 1
Necessidade de Financiamento do Setor Público



Diferentemente de outros planos de estabilização, particularmente o Plano Cruzado, quando o fim da inflação reduziu os juros nominais e permitiu grande monetização e redução da dívida pública, o Plano Real optou por juros altos que impediram o ganho de monetização e fizeram com que reservas e dívida pública crescessem simultaneamente.

Além disto, o déficit externo tem como fatores explicativos mudanças importantes na economia, como a redução súbita das tarifas em 1994 e a própria sobrevalorização cambial que tornaram a taxa cambial de equilíbrio maior do que a que vigorava em julho de 1994.

Gráfico 2
Transações Correntes
(US\$ Milhões)



O resultado foi o crescimento espetacular das importações, enquanto a taxa de crescimento das exportações permanecia constante.

Finalmente, o argumento de déficits gêmeos exige hipóteses macroeconômicas de substitutibilidade entre produtos comerciáveis e não-comerciáveis que parecem pouco realistas no caso da economia brasileira. São estas hipóteses que garantem que os excessos de demanda agregada se transformem em mais importações e menos exportações.

Quando se considera a estrutura das exportações e importações brasileiras, menos especializadas do que nos anos 50, mas ainda especializadas, e a distribuição de renda que faz com que produtos importados sejam importantes no consumo de uma certa classe de renda, e os produtos exportáveis, importantes para outras classes de renda, o argumento macroeconômico dos déficits gêmeos fica novamente prejudicado. É preciso considerar mais produtos do que o modelo macroeconômico básico, e mais preços relativos do que o nível geral de preços.

A explicação mais simples para a relação entre déficit público e déficit em transações correntes poderia se basear na teoria convencional sobre os efeitos da política monetária para economia aberta com mobilidade de capital. Neste caso, política monetária restritiva (altas taxas de juros como as praticadas pelo Real) apenas muda a composição dos ativos do Banco Central, aumentando reservas e diminuindo o crédito doméstico. As taxas de juros tenderiam sempre ao nível internacional se a política monetária deixasse de insistir em juros elevados.

No caso do Real, a política monetária insiste em elevar juros, apesar da pressão descendente sobre estes juros decorrente do influxo de dólares. O crescimento do influxo de dólares é contrabalançado por emissão de dívida pública a taxas altas que compõe a despesa do Tesouro Nacional.

O artigo clássico de Sargent¹ argumenta que a política monetária é incapaz de evitar inflação quando o financiamento do déficit público acaba gerando taxas de juros maiores do que a taxa de equilíbrio de longo prazo.

A “aritmética monetarista desagradável” permitiria concluir que a política monetária do período 79-84 nos Estados Unidos, ou a política de feijão com arroz do período 1988-1989 ou do período 1992-1994, também seriam inflacionárias no Brasil.

1 Sargent, T. J. Some unpleasant monetarist arithmetic. *Quarterly Review* 5, Federal Reserve Bank of Minneapolis, 1983, p. 1-17, incluído em Sargent, T. J. *Rational expectations and inflation*. 2nd ed. Nova Iorque: Harpert Collings College Publishers, 1993.

O mesmo argumento poderia ser usado para a política monetária do Plano Real. Da mesma forma que a política monetária não é capaz de neutralizar os efeitos inflacionários de qualquer déficit público, poderíamos argumentar que o déficit público ou o superávit público é incapaz de evitar os efeitos inflacionários de qualquer política monetária independentemente do nível de juros praticados.

I.2 A teoria da paridade do poder de compra

A taxa cambial fixa do Plano Real tem sido defendida a partir da teoria da paridade do poder de compra.

Observando a evolução da taxa doméstica de inflação, medida pelo índice de preço por atacado, e a evolução da taxa cambial, conclui-se que a sobrevalorização cambial é pequena, entre 15 e 20%, ou mesmo nula.

Começamos pela crítica mais forte ao argumento mais fraco. Não é possível utilizar o índice de preços por atacado para avaliar a paridade cambial. O índice de preços por atacado é composto basicamente por produtos comerciáveis cujos preços variam em função dos preços internacionais e da taxa de câmbio. Se a taxa de câmbio não se desvaloriza, os preços dos produtos comerciáveis não se alteram e, portanto, a paridade cambial está garantida. Tal procedimento de cálculo envolve identidade que não permite aferir o nível correto da taxa cambial de acordo com a teoria da paridade.

Além disso, diante das alterações da economia brasileira, principalmente a redução abrupta de tarifas, a comparação entre as taxas de inflação brasileira e internacional não garante que a taxa real assim obtida seja aquela que trará equilíbrio para as contas externas. A taxa cambial sem tarifas deve ser maior do que a taxa cambial com tarifas.

O último argumento, que é muito importante, contra a utilização da teoria da paridade é que com mobilidade de capital e taxas de juros altas a taxa cambial de equilíbrio pode assumir valores muito diferentes daqueles obtidos pela comparação das taxas de inflação, particularmente no Brasil, onde as taxas de juro foram fixadas de forma a induzir grande ingresso de dólares e onde o câmbio ficou a mercê do “mercado livre” de câmbio.

Às vezes o argumento a favor do câmbio fixo baseia-se no conceito clássico de que a taxa cambial é um preço nominal. Em economias com preços flexíveis e substitutibilidade na produção e no consumo a taxa cambial pode ser fixada em qualquer nível. Preços nominais

se reajustarão para obter o preço relativo de equilíbrio nas contas externas. Se a taxa cambial se alterar para fazer face ao desequilíbrio externo, gerará apenas inflação e terá pouca influência no ajuste de preços relativos.

Esse argumento depende de hipóteses pouco realistas, sendo que as evidências empíricas indicam que variações da taxa cambial não geram variações em salários nominais de igual proporção, nem no Brasil nem em vários países do mundo.

I. 3 O custo Brasil

O câmbio fixo não representa problema para o reequilíbrio das contas externas, já que haveria ganhos significativos de produtividade decorrentes de novas formas de organização das empresas, investimentos em infra-estrutura e reformas constitucionais que garantiriam a rentabilidade das exportações.

Se houver ganho geral de produtividade da economia brasileira, esta induzirá aumento de exportações e redução de importações somente sob hipóteses especiais.

O reequilíbrio do balanço comercial ocorreria se o ganho de produtividade fosse maior na produção dos produtos comerciáveis do que na produção de não-comerciáveis. Se for aumento geral de produtividade, não há por que esperar reequilíbrio no balanço de pagamentos.

Se considerarmos que a economia trabalha com produtos comerciáveis e não-comerciáveis, onde se destaca a mão-de-obra, a redução do custo Brasil se traduz em redução do salário real, o que garantiria a validade da proposição, que poderia, entretanto, ser formulada da seguinte forma: com a redução do salário real e taxa de câmbio fixa, a conta comercial externa tenderá ao equilíbrio.

O resultado não depende, necessariamente, do aumento da produtividade dos fatores, mas sim da redução dos valores nominais dos salários para produtividade constante ou real, para produtividade crescente.

Desta forma, o argumento requer que a economia nacional passe por deflação ou ganhos de produtividade que não se transfiram aos preços. Em especial, a deflação deve garantir que os salários se reduzam relativamente à taxa cambial.

Se este for o caso, a questão relevante não se refere à redução do custo Brasil, mas à comparação dos custos de manutenção da taxa de câmbio fixo com deflação relativamente à desvalorização cambial.

I.4 Conclusões

A fixação da taxa cambial em nível que cause desequilíbrios nas contas externas e nas contas do setor público não pode ser totalmente justificada pelos argumentos analisados.

Isto não quer dizer que estamos concluindo pela proposta de deixar a taxa de câmbio ser fixada livremente no mercado ou em função dos desequilíbrios do balanço de pagamentos.

Para uma economia com mobilidade de capital, a melhor política cambial deverá ser então, segundo os argumentos tradicionais, a política de câmbio fixo.

II A escolha da política cambial para o Real

Nesta seção do trabalho vamos analisar se a política cambial adotada desde 1995 é adequada, ou seja, se leva à solução estável para a taxa cambial, taxa de inflação e nível de atividade.

Esta política pode ser assim descrita: a taxa cambial é fixa, relativamente ao desequilíbrio das contas externas, embora o Banco Central desvalorize o câmbio em 7% ao ano.

O câmbio pode ser chamado de fixo, pois é modificado levando-se em conta a taxa de inflação ou o nível de atividades, e não as contas externas, e a taxa de juros é fixada considerando o desequilíbrio externo e não o nível de atividades.

Do ponto de vista do modelo de Mundell, esta é a política correta do ponto de vista dinâmico para uma economia onde existe mobilidade de capital com o Resto do Mundo. O resultado de Mundell pode ser explicado pelo princípio das vantagens comparativas dos instrumentos de política econômica.

A sensibilidade do balanço de pagamentos relativamente à taxa de juros depende do grau de mobilidade de capital.

No que tange à taxa cambial, esta sensibilidade depende das elasticidades de exportação e importação, no lado da oferta e do lado da procura.

A sensibilidade do nível de atividades com relação à taxa de juros depende da sensibilidade da demanda agregada às taxas de juros.

No caso do câmbio, a sensibilidade da demanda agregada depende da participação das exportações e importações no produto nacional e das elasticidades de demanda e de produção de ambas as atividades.

Assim, se a elevação da taxa de juros afetar relativamente mais as reservas do que o nível de atividades, este deve ser corrigido levando em conta apenas o setor externo.

Se a taxa cambial afetar relativamente mais o nível de atividade do que o balanço de pagamentos, deve ser utilizada para controlar o nível de atividade e não o balanço de pagamentos.

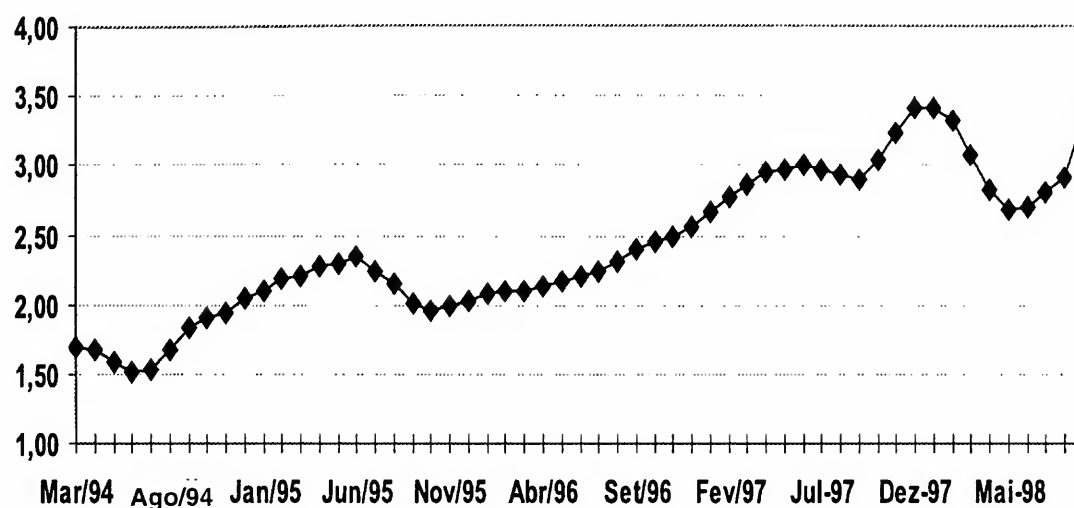
Se este for o caso, a estabilidade requer taxas de câmbio fixas. Caso contrário, os instrumentos devem ser trocados, e a taxa cambial deve ser fixada em função do balanço de pagamentos, e as taxas de juros em função do nível de atividades, ou seja, deveria ser escolhido o regime de câmbio variável.

A adoção do princípio das vantagens comparativas garante que o ajustamento é dinamicamente estável, ou seja, a correção do câmbio e da taxa de juros deve levar ao equilíbrio interno e externo.

Podemos analisar esta possibilidade discutindo como o ajuste dos juros e a manutenção da política cambial devem afetar a oferta e demanda de dólares para que a taxa cambial permaneça igual. Teremos equilíbrio se a taxa de crescimento do estoque de ativos em dólares e do saldo dos ativos financeiros em reais for igual.

Como no Brasil apenas o setor público pode ter ativos em dólares, e o agregado dos ativos financeiros do setor privado é igual à base monetária mais a dívida pública, podemos dizer que a taxa cambial estará em equilíbrio quando as reservas líquidas do governo (reservas em dólares menos dívida externa governamental) estiverem crescendo a taxa igual à taxa de crescimento dos ativos financeiros emitidos pelo setor público. O gráfico a seguir mostra os dados para esta análise.

Gráfico 3
M2 / Reservas - Média Móvel de 3 Meses (Em US\$ Bilhões)



Deixamos de lado os ativos financeiros indexados em dólar (como títulos da dívida pública indexados ao dólar, títulos privados ligados ao dólar e derivativos) por razões de simplificação. Os resultados devem se alterar quando estes ativos são considerados.

O crescimento das reservas internacionais líquidas é dado pelo superávit em transações correntes mais o influxo de capital (dado pela movimentação de capital financeiro mais investimentos diretos mais empréstimos internacionais tomados pelo governo).

O crescimento dos ativos financeiros emitidos pelo governo, por sua vez, é dado pelo montante de juros sobre a dívida interna e externa, menos o superávit primário.

Do ponto de vista de consistência temporal, a política será sustentável se o crescimento das reservas internacionais líquidas (menos a dívida externa do governo) for acompanhado pelo crescimento do superávit primário do governo menos os juros pagos sobre a dívida interna.

Com câmbio fixo, em face do desequilíbrio externo o governo eleva os juros internos para atrair reservas e tenta aumentar o superávit primário do governo.

Em 1998, o impacto do aumento de juros representa um valor da ordem de US\$ 40 bilhões e o aumento planejado do superávit primário é de US\$ 25 bilhões.

O impacto da elevação dos juros domésticos sobre o nível de reservas não é constante. Depende da situação da economia internacional, das expectativas dos investidores

internacionais sobre a estabilidade do País e da própria situação do saldo de transações comerciais, que, em prazo maior, é a garantia de liquidez que o País pode oferecer aos investimentos estrangeiros.

Em 1998, sem dúvida, a eficácia do aumento de juros é menor do que em 1997 e muito menor do que em 1994 e 1995. Assim, a política de aumento de juros perde sua eficácia quando é utilizada em situações de crescimento da dívida interna, desequilíbrio maior das contas externas e situação de instabilidade financeira internacional.

Poderíamos dizer que a eficácia da taxa de juros é menor para situações mais distantes do equilíbrio. Por outro lado, a produção de superávits fiscais primários em situação de crescimento negativo na produção e no emprego é pouco provável diante da queda do nível de arrecadação.

Assim, a política cambial e de juros adotada agora tem probabilidades pequenas de restabelecer o equilíbrio. Isto não quer dizer que a política cambial deva abandonar a taxa de câmbio fixo e caminhar para uma política de taxa cambial variável.

Diante da situação da economia brasileira, com excesso de oferta e desequilíbrio externo, teoricamente a melhor política deveria ser a de aumentar os juros e desvalorizar o câmbio. Neste caso, a política de câmbio e de juros tenderia a induzir o equilíbrio externo e interno, e teria condições de estabelecer o equilíbrio entre crescimento de ativos em reais e ativos em dólares.

III Desvalorização cambial e inflação

Existem riscos elevados de que as desvalorizações cambiais possam provocar inflação. A estabilidade da moeda depende da rigidez de alguns preços básicos, como o salário nominal e a taxa cambial. Depende também da possibilidade de converter a moeda nacional em moeda estrangeira, assim como da estabilidade política.

A inflação brasileira anterior a 1994 decorria da conjugação de três fatores. Em primeiro lugar, salários comprimidos pelas leis salariais do período 64-84 foram sendo corrigidos cada vez mais freqüentemente com a democratização do País. Depois, a crise da dívida externa, a partir de 1982, criou incertezas sobre as regras de conversão da moeda nacional na moeda estrangeira. A partir da renegociação da dívida externa, em abril de 1994, e do fim da indexação em julho do mesmo ano, ambos os fatores deixaram de estar presentes.

A desvalorização cambial, se fosse única e estável, ou seja, se produzisse a perspectiva de estabilização da dívida externa, não tenderia a causar inflação. Riscos inflacionários seriam maiores se a desvalorização cambial fosse provocada por esgotamento das reservas e a desvalorização cambial não produzisse efeitos estabilizadores sobre as contas externas.

No tocante a salários, a elevação do nível de desemprego e o convívio com estabilidade de preços não devem provocar pressões inflacionárias.

Podemos, pois, concluir que uma desvalorização cambial que garantisse a conversibilidade e a estabilidade da nova taxa de câmbio deveria ter riscos inflacionários menores do que a inflação causada por desvalorizações cambiais insuficientes e sucessivas que trouxessem incerteza sobre a conversibilidade e o preço em dólares da moeda nacional.

IV Conclusões

A estratégia adotada de elevação das taxas de juros e manutenção da taxa cambial tem pequena probabilidade de sucesso. Até mesmo as autoridades econômicas têm pressa em reduzir as taxas de juros para que a perspectiva de equilíbrio seja restabelecida.

A escolha da taxa de juros como variável de ajuste não reconhece que a situação de desequilíbrio externo com desemprego, mesmo em regime de taxas cambiais fixas, exigiria correção cambial.

A política econômica atual também parece desconhecer o alto nível de desemprego, associando-o a problemas estruturais, e teme que qualquer alteração de preço relativo traga de volta a inflação.

Além disto, a estratégia adotada, de elevação da taxa de juros, gera custos elevadíssimos em termos de crescimento da dívida pública, redução de serviços públicos e concentração de gastos do governo em pagamento de juros. Tudo isto em nome do receio da inflação!

A política antiinflacionária, apesar de apresentada como política com efeitos redistributivos favoráveis é, na realidade, extremamente concentradora de renda. Ademais, reduz emprego, gera falências, aumenta a remuneração dos rentistas e pressiona salário nominal e real. É impossível imaginar que estes custos possam ser ao menos compensados pelo esotérico conceito de imposto inflacionário.

