Desvalorização cambial e inflação

A FLEXIBILIZAÇÃO da política cambial brasileira promovida a partir do dia 12 de janeiro passado acarretou forte desvalorização da moeda nacional. Em apenas uma semana o dólar comercial estava valendo cerca de 40% a mais, passando de R$1,20 para R$1,70.

A desvalorização cambial foi menos uma decisão imperial do governo que uma imposição do mercado. Diante do desequilíbrio macroeconômico interno, da ameaça de moratórias estaduais e de negociações políticas complicadas para aprovação do ajuste fiscal em 1999, mais de US$6 bilhões haviam deixado o país no início de janeiro. Isso fez com que as reservas internacionais do Banco Central — que em setembro do ano passado montavam a US$75 bilhões — caíssem para cerca de US$30 bilhões. Perseverar na política cambial anterior era o caminho do desastre. As reservas se esgotariam e, aí sim, a taxa de câmbio ficaria sem qualquer referência para um limite de baixa.

A situação atual é desconfortável, entre outras razões, porque, com a alta movimentação de capitais para dentro e para fora do país, o regime de flutuação cambial com intervenções esporádicas da autoridade monetária (*dirty floating*) costuma experimentar o que os economistas chamam de *overshooting* (variação exagerada) das taxas de câmbio. A moeda nacional pode desvalorizar-se além do que seria razoável dados os "fundamentos" da economia (as condições fiscais, monetárias e de endividamento dos agentes econômicos). Entretanto, passado um período de ajuste, que pode durar de três a seis meses, o câmbio tenderá a estabilizar-se e, então, a gerar os frutos em termos de ajuste do setor externo, redução das taxas de juros e liberação do potencial de crescimento da economia.

Em princípio, a desvalorização cambial significa variação de preços relativos e não teria por que provocar inflação permanente.

Mas existem os custos. É importante ter em mente que, no curto prazo, a desvalorização cambial é recessiva e inflacionária. E isto por várias razões. Ela aumenta imediatamente os preços de máquinas e insumos importados essenciais ao processo produtivo enquanto que somente a médio prazo provoca a abertura de mercados no exterior para os produtos domésticos. Ademais, gera incertezas quanto à liquidez e solvência financeira dos agentes econômicos endividados em moedas externas e que não adotaram mecanismos de proteção (*hedge*) cambial. Finalmente, tende a fazer com que o Executivo acione mecanismos de contenção monetária e fiscal para frear uma potencial superdesvalorização (*overshooting*) da moeda nacional.

O mais preocupante é, sem dúvida, o impacto da desvalorização cambial sobre a taxa de inflação. A possibilidade de descontrole inflacionário assusta. A sustentação política do Executivo federal se baseia na desinflação proporcionada pelo Plano Real. Em nome do combate à inflação, o país apresentou, nos últimos anos, taxas de crescimento econômico declinantes e taxas de juros reais elevadíssimas, o que provocou crescente endividamento dos setores público e privado em moeda estrangeira e aumento do desemprego.

Em princípio, a desvalorização cambial significa variação de preços relativos e não teria por que provocar inflação permanente. Ela aumenta os preços dos bens negociáveis com o exterior relativamente aos bens não-transacionáveis externamente e, em particular, aos salários e preços de serviços. Tal mudança de preços relativos aparece como uma inflação transitória nos índices de preços. O problema é que, em determinadas

Corrente de comércio de diversos países*

País	Corrente de comércio (em %)
Filipinas	108,4
Tailândia	93,4
Coréia do Sul	77,0
México	60,5
Indonésia	56,2
Chile	56,1
Argentina	20,0
Brasil	17,7

Fonte: IFS (FMI).
*Exportações mais importações de Bens e Serviços/PIB.

Desvalorização e inflação: alguns casos

	Chile			Inglaterra			Itália			Indonésia*			Coréia do Sul **			México***	
	Var. Cambial	Inflação		Var. Cambial	Inflação		Var. Cambial	Inflação		Var. Cambial	Inflação		Var. Cambial	Inflação		Var. Cambial	Inflação
1979	14,9	33,3	1991	3,1	5,9	1991	1,9	6,3	1995	4,3	10,0	1993	-3,9	4,4	1993	-0,4	8,0
1980	0,0	33,3	1992	23,7	3,7	1992	27,8	5,1	1996	3,2	7,8	1994	8,6	5,1	1994	82,2	7,0
1981	0,0	18,8	1993	2,1	1,5	1993	15,8	4,5	1997	30,3	9,6	1995	16,1	4,2	1995	46,1	52,0
1982	49,9	10,5	1994	-5,2	2,5	1994	-4,4	4,0	1998	254,9	124,5	1996	36,7	7,3	1996	-0,6	27,7
1983	24,5	23,8	1995	0,8	3,4	1995	-2,8	5,3							1997	-2,8	15,7
1984	22,3	23,1	1996	-8,7		1996	-3,4										
1985	106,3	28,1	1997	2,7		1997	14,9										
1986	11,6	19,5															

Fonte: IFS (FMI). Elaboração: *Conjuntura Econômica*.
* setembro, ** outubro, *** dezembro

circunstâncias, tal inflação transitória causada pela depreciação cambial se transforma em inflação permanente e, pior ainda, crescente.

Que circunstâncias são essas? Numa economia cujo comércio exterior responde por uma importante parcela do PIB, obviamente, o impacto inflacionário tende a ser bem mais elevado pois os custos aumentam generalizadamente e é difícil substituir a produção estrangeira pela nacional. Idem, se existe um alto grau de indexação na economia: o impacto inicial da desvalorização cambial tende a ser rapidamente repassado aos salários e aos preços. A inflação aumenta em seguida, provocando novas desvalorizações cambiais e criando um círculo vicioso (espiral inflacionária). Igualmente, se a economia está operando numa situação de pleno emprego de fatores de produção. Nesse caso, o aumento da procura por exportações e pela produção doméstica (que compete com as importações), ocasionado pela mudança cambial, ao esbarrar numa oferta rígida de bens e serviços, provocará aumento dos preços e inflação.

A experiência recente de vários países que desistiram de políticas cambiais rígidas em favor de regimes com maior flexibilidade confirma tais cogitações teóricas. Em 1992, Inglaterra e Itália se desvincularam do Mecanismo Cambial Europeu (*Exchange Rate Mechanism, ERM*) e permitiram a flutuação de suas moedas, que se desvalorizaram em mais de 20%. O efeito de tais desvalorizações sobre as respectivas inflações foi ínfimo e estas chegaram mesmo a cair no ano seguinte em ambos os países. A chave foi a austeridade monetária e fiscal que se seguiu às desvalorizações, a existência de capacidade ociosa naquelas economias e a ausência da cultura da indexação que evitou aumentos descabidos de preços e salários devido à mudança do câmbio. Além de não ter sido inflacionária, a desvalorização cambial foi favorável ao crescimento econômico, principalmente no caso britânico. A Inglaterra apresentou ligeira recessão em 1992 (crescimento negativo do PIB em 0,5%), mas a partir de 1993 apresentou taxas de crescimento da produção bastante vigorosas para um país industrializado (2,1%, 4,3% e 2,7%, respectivamente em 1993, 1994 e 1995).

Já em outros países, como Indonésia e México, o impacto das desvalorizações cambiais recentes sobre as inflações correspondentes foi bem mais forte. Nesses países, a participação do comércio exterior no PIB é relativamente alta e uma situação fiscal inadequada propiciou maior repasse da desvalorização para os preços internos. Além disso, as fortes desvalorizações cambiais se fizeram acompanhar por recessões profundas — no México, em 1995, o PIB diminuiu quase 7% e na Indonésia, 14%, em 1998 —, seja porque as finanças públicas e privadas se desorganizaram (caso da Indonésia), seja porque o governo implementou rígidos programas de austeridade para evitar o descontrole da inflação (caso mexicano).

E o Brasil? Segundo estimativas do IBRE/FGV, o impacto direto sobre o IGP-DI de uma desvalorização do real em 20% seria um acréscimo da ordem de 5%. Já uma variação cambial de 30% faria tal índice subir 7,5%. O efeito indireto, decorrente de expectativas e aumentos de custos, que realimentam a inflação, é certamente mais elevado. Mas é importante ressalvar que o país apresenta atualmente condições relativamente favoráveis para evitar o descontrole inflacionário.

A economia brasileira é ainda relativamente fecha-

Efeito inflacionário direto estimado para 1999 segundo o IGP-DI

Discriminação	Cenários	
	I (30%)	II (20%)
IGP-DI	7,47	4,98
Preços por atacado	6,82	4,54
Preços ao consumidor	8,78	5,85

Fonte: IBRE/CEP

Efeito inflacionário direto para 1999 segundo o IGP-DI

Discriminação	Peso no índice	Cenários I (30%)	Cenários II (20%)
Preços por atacado		**6,82**	**4,54**
Adubos e fertilizantes	1,15	0,34	0,23
Trigo	1,91	0,57	0,38
Feijão	0,91	0,27	0,18
Milho	1,91	0,57	0,38
Cevada	0,06	0,02	0,01
Vestuário	2,07	0,62	0,41
Têxteis	2,85	0,85	0,57
Gasolina	1,34	0,40	0,27
Óleo diesel	2,18	0,65	0,44
Gás liquefeito	0,24	0,07	0,05
Papel e papelão	2,22	0,67	0,44
Máquinas e equipamentos	5,87	1,76	1,17
Preços ao consumidor		**8,78**	**5,85**
Arroz e feijão	1,13	0,34	0,23
Maçã	0,11	0,03	0,02
Pêra	0,14	0,04	0,03
Uvas	0,24	0,07	0,05
Pêssego	0,04	0,01	0,01
Massas e farinhas	0,70	0,21	0,14
Panificados e biscoitos	1,85	0,56	0,37
Laticínios	3,34	1,00	0,67
Bacalhau	0,21	0,06	0,04
Azeite de oliva	0,12	0,04	0,02
Gás de botijão	0,50	0,15	0,10
Gás encanado	0,18	0,05	0,04
Eletrodomésticos	1,74	0,52	0,35
Vestuário	5,66	1,70	1,13
Medicamentos	2,39	0,72	0,48
Jornais e revistas	0,58	0,17	0,12
Transportes	9,61	2,88	1,92
Despesas diversas	0,73	0,22	0,15

Fonte: IBRE/CEP.

da ao exterior. Somadas, as exportações e importações de bens e serviços montam a apenas 17,7% do PIB (em 1997), enquanto que em países como México e Indonésia esse indicador chega a 60,5% e 56,2%, respectivamente. Apesar da abertura comercial iniciada em 1990 e da redução de alíquotas de importações, a demanda por produtos estrangeiros é ainda pequena em termos relativos e encontra concorrência interna em muitos setores. No setor agrícola, há também pequena dependência de produtos externos, à exceção do trigo, cevada e alguns poucos produtos. O Brasil pode ainda se beneficiar do fato de os preços do petróleo e das *commodities* agrícolas estarem apresentando tendência declinante.

A desindexação da economia verificada nos últimos anos também é um elemento relativamente tranqüilizador no que concerne ao potencial inflacionário da desvalorização do real. Atualmente, por lei, a correção monetária de débitos, preços e salários só é permitida em prazos iguais ou superiores a 12 meses, o que significa que a queda do valor do real terá de ser absorvida, em períodos menores, via redução de margens de lucro das empresas e do consumo das famílias e do governo.

Outro motivo para se crer que o impacto inflacionário da desvalorização do real pode ser passageiro é o contexto recessivo em que se encontra o país. A economia cresceu apenas cerca de 0,5% em 1998 e entramos no ano de 1999 com claros sinais de recessão (queda da produção) e acréscimo do desemprego. Sem folga de recursos, tanto as empresas quanto os consumidores pensarão duas vezes antes de aumentarem preços ou aceitarem quaisquer ofertas de compra. Por outro lado, daqui a uns seis meses, quando o setor externo da economia começar a esboçar reação positiva, a existência de fatores de produção desempregados permitiria o acréscimo da produção sem grandes aumentos de preços.

Finalmente, é importante ressaltar dois pontos. É inevitável uma política monetária austera neste primeiro momento, de modo a estabilizar a taxa de câmbio e evitar um impacto inflacionário exagerado. Isto significa que, em termos nominais, a taxa de juros teria de subir até o ponto em que não valeria a pena continuar especulando contra o real. Segundo, é imprescindível haver austeridade fiscal e, preferencialmente, via contenção de gastos. Este continua a ser elemento determinante para o sucesso do ajuste fiscal no Brasil. A inflação transitória dos próximos meses pode ajudar nessa tarefa, devendo o Executivo evitar a indexação de despesas nos orçamentos fiscais de 1999. Isto faria com que o valor dos gastos públicos caísse, em termos reais, e daria mais tempo ao Executivo para colher os frutos derivados das medidas fiscais e reformas de estrutura que foram e estão sendo aprovadas em 1999.