

## O México e o câmbio

A crise financeira do México em dezembro de 1994 provocou uma série de análises, de um lado sobre a própria crise, de outro, sobre a política cambial brasileira e a consolidação do Plano Real. Apresentamos abaixo, como documento, alguns dos principais artigos publicados nos jornais.

### Tequila, câmbio e o velho cinismo

*André Lara Resende*

A crise no México veio em boa hora para os inimigos da estabilização. Primeiro previram o fracasso do Real logo na partida. Depois, a explosão dos preços após as eleições, que viria desmascarar o “estelionato eleitoral”. Com a inflação de dezembro mais baixa dos últimos 21 anos, sem controles artificiais de explosão — que, por sinal, tínhamos havia vinte anos —, os guardiões do velho cinismo já começavam a se desesperar. Salvou-os a crise mexicana. Isso talvez explique a euforia com que bombardearam os jornais com ameaças e previsões catastróficas.

Será realmente preciso reajustar o câmbio? Devemos repensar a abertura comercial e voltar ao protecionismo intervencionista, agora sob o nome eufemístico de “política industrial”? Não seria melhor abrandar a fúria antiinflacionária e aceitar um pouquinho de inflação? ... Não?... Mas e o México?

Ha muitas lições a serem tiradas da crise mexicana. O México era a menina dos olhos dos investidores internacionais. O exemplo da virada latino-americana. Cinco anos antes, dominados por inflações crônicas, em meio à crise das dívidas externas, nenhum país da região tinha acesso a capitais externos. Parecíamos fadados a uma estagnação intransponível.

Nos últimos anos, entretanto, o fluxo de capitais externos permitiu ao México financiar megadéficits em conta corrente que, em 1993 e 1994, chegaram a 8% do PIB. Aqui estava, ao contrário do que alarde-

avam de forma ingênua alguns analistas, o sinal mais inequívoco de que nem tudo ia bem na economia mexicana. O déficit em transações correntes pode ser interpretado como sinal de que o país tem confiança dos investidores internacionais e que está absorvendo capitais externos. A observação é verdadeira e perigosa. Perigosa porque deixa de lado a mais importante informação sobre uma economia com déficits de transações correntes.

Peço licença para voltar a uma identidade macroeconômica básica. O déficit em conta corrente é igual ao excesso de gastos, tanto consumo quanto investimento, em relação à renda nacional. O déficit é, portanto, a insuficiência de poupança — definida como o excesso de renda em relação aos gastos totais, inclusive investimentos — de um país. Por isso mesmo afirma-se que um país que tem déficit está absorvendo poupança externa. A poupança interna pode ser decomposta em poupança privada e poupança pública. Poupança pública é o inverso do déficit público, ou seja, o superávit do setor público. Suponhamos por um momento que a poupança privada seja dada. Nesse caso, o aumento do déficit corrente é — por identidade — indicativo de que houve aumento do déficit público.

Toda tentativa de medir o déficit público global encontra dificuldades quase intransponíveis. São muitas as definições utilizadas, existem várias esferas de governo, as empresas estatais, fontes ocultas de

despesas que escapam aos processos orçamentários e assim por diante. Some-se o interesse — legítimo — das autoridades de influenciar positivamente as expectativas e — ilegítimo — de camuflar excessos e incompetência, e tem-se que as informações sobre déficit público não são comparáveis nem confiáveis. Para julgar se um país teve sucesso no ajuste fiscal e se o equilíbrio do setor público foi restabelecido, não procure as estatísticas sobre o déficit público, mas observe se o déficit em conta corrente caiu.

O caso mexicano era, portanto, claríssimo. Esqueça as estatísticas oficiais. O ajuste do setor público que estava se deteriorando, e nos últimos dois anos tinha chegado a um nível insustentável, era insuficiente.

E o câmbio?, já ouço perguntar o leitor com uma ponta de impaciência. Não foi a política cambial criminosa do consenso de Washington, agora adotada no Brasil, que quebrou o México? Sob o risco de levar o leitor a perder definitivamente a paciência, faço mais uma pequena digressão teórica. Uma desvalorização cambial na teoria de comércio internacional é um aumento do preço relativo dos bens importados e exportáveis. O resultado — apesar de condicionado a certas hipóteses sobre as elasticidades da demanda e da oferta — é a queda das importações, o aumento das exportações e uma melhora do balanço comercial. Como a conta corrente é a soma do saldo comercial com o saldo de serviços e transferências, a valorização cambial deteriora a conta corrente.

Agora sim, dirá o leitor, estamos no terreno conhecido das curvas de oferta e demanda. Desvalorizado o câmbio, sobe o preço, cai a demanda interna por bens importados e exportáveis e o saldo comercial e a conta corrente melhoram.

Mas o que isso tem a ver com a insuficiência de poupança interna e os gastos públicos excessivos? Infelizmente, tudo. A desvalorização aumenta o preço e reduz a demanda pelos bens chamados “comerciais”. Cai, portanto, o consumo desses bens e aumenta a poupança interna. Eis por que o saldo em conta corrente melhora. Supondo, com bastante realismo, que a propensão a importar do setor público seja insignificante, toda a redução da despesa provocada pela desvalorização advém do setor privado. O ajuste da conta corrente recai sobre o setor privado, que é forçado a gastar menos — inclusive em bens de capital — e a poupar mais.

Não seria essa uma boa maneira de garantir uma conta corrente equilibrada? A resposta é sim, na falta de melhor alternativa. Crise cambial é coisa séria, com implicações graves e imprevisíveis. O México que o diga. Se não for possível fazer o ajuste e reduzir o déficit público, melhor não brincar de câmbio fixo. É preferível adotar uma política que fixe a taxa real de

câmbio num nível suficientemente desvalorizado para garantir que o gasto privado se mantenha compatível com o equilíbrio de conta corrente. Sem acesso ao crédito externo, foi exatamente o que se fez no Brasil nos últimos anos. Não tivemos déficit em conta corrente, pois corrigíamos a taxa nominal de câmbio de acordo com a inflação doméstica — por mais alta que fosse — para fixar a taxa real de câmbio compatível com o déficit público intocável. O resultado é conhecido: inflação de 50% ao mês.

Mas não seria possível adotar um meio-termo?, pergunta o leitor, agora ansioso. Um pouquinho de desvalorização, ainda que ao preço de um pouquinho de inflação? A resposta aqui é mais difícil. Economia não é ciência exata e política econômica tem muito de arte e sensibilidade de julgamento. Perdoe-me, sou obrigado a mais uma digressão teórica.

A capacidade de mudar o preço relativo dos bens comercializáveis, que é pressuposto dos modelos de teoria de comércio internacional sem moeda, não está diretamente nas mãos dos *polymakers*. O instrumento de que se dispõe é a taxa nominal de câmbio. Trata-se do preço da moeda estrangeira em moeda nacional. Se os preços domésticos não se alterarem em decorrência dessa mudança, o preço relativo dos bens comercializáveis refletirá integralmente a mudança do câmbio nominal.

Na prática, isso nunca ocorre integralmente quando se desvaloriza a moeda. Parte da desvalorização da moeda se transforma em alta do nível de preços domésticos, e só parte em mudança dos preços relativos dos bens comercializáveis. A proporção segundo a qual uma desvalorização da moeda nacional se distribui entre desvalorização real — ou aumento do preço relativo dos bens comercializáveis — e aumento do nível de preços internos — ou inflação — depende de inúmeros fatores. O mais importante deles é, sem sombra de dúvida, a presença ou ausência de uma memória inflacionária, a desconfiança ou a confiança na capacidade de a moeda nacional preservar seu poder de compra. Assim sendo, é óbvio que países recém-saídos de traumáticas experiências de inflação crônica tenham muito menor capacidade de traduzir uma desvalorização nominal numa mudança de preços relativos do que países com tradição de estabilidade de preços.

A Alemanha estaria num extremo. Exatamente porque tem-se recusado a afrouxar as políticas monetária e fiscal e a recorrer à desvalorização, até mesmo quando enfrenta dificuldades da ordem das que enfrentou com a unificação. A Inglaterra e a Itália são dois exemplos recentes de desvalorizações bem-sucedidas. Ao contrário da França, que atrelou sua moeda ao marco alemão e foi obrigada a passar por um período recessivo mais prolongado e profundo do que os vizinhos.

A Argentina, por outro lado, é exemplo da completa incapacidade de utilizar a desvalorização da moeda como instrumento de política econômica. Tendo abusado da desordem das contas públicas, por mais de duas décadas, e experimentado há pouco tempo os horrores da hiperinflação, só resta à Argentina ajustar-se sem recorrer à desvalorização. Qualquer tentativa de desvalorizar a moeda, antes que a estabilidade tenha-se consolidado e enraizado — e isso poderá levar muitos anos —, transformar-se-ia imediata e integralmente em inflação, sem alterar a taxa real de câmbio.

O Brasil não está no extremo argentino, mas, com certeza, está bem próximo. Não nos resta alternativa: temos de fazer um profundo ajuste do setor público e recuperar a capacidade de poupança do

setor privado, destruída por décadas de inflação galopante. Um lento deslizar da taxa nominal, com revisões periódicas do ritmo, pode ser imprescindível se as reformas estruturais tomarem mais tempo do que seria desejável. O México nunca deixou de fazê-lo. Que não se tenha, portanto, dúvida: sem as reformas de fundo, não será suficiente para evitar os déficits inefinanciáveis em conta corrente. Grandes desvalorizações, por outro lado, só nos levariam imediatamente de volta à desordem hiperinflacionária. Essa é a aposta do velho cinismo. Assim como o diabo, o cinismo é sábio porque é velho e é velho porque não pode ser definitivamente vencido. Melhor nos precavermos: ele pode vir a dar certo mais uma vez. (*Gazeta Mercantil*, 20/1/1995).

## Nem câmbio nem ajuste fiscal

*Edward J. Amadeo*

Ao longo dos últimos meses, a apreciação cambial, a redução de tarifas, o crescimento da demanda doméstica e as restrições ao adiamento dos contratos de câmbio contribuíram para mudanças na conta comercial. Era de esperar. A estratégia explícita do Executivo Federal desde outubro era obter um déficit em conta corrente da ordem de 2% a 3% do PIB, o que, mantido mais ou menos constante o pagamento de juros e de serviços, equivalia à eliminação do superávit na conta comercial.

É claro que podia haver erros de calibragem. Houve. Os números da conta comercial de novembro e dezembro e os números prováveis no primeiro trimestre deste ano não apontam para eliminação de superávits, mas sim para a presença de déficits. À exceção das mudanças para os ACC, até agora não houve mudanças para a correção de rota.

Há duas visões sobre como interpretar os resultados do Plano Real até dezembro. De um lado, os que enfatizam o peso da apreciação cambial e demandam a desvalorização. A mais baixa inflação em 21 anos poderia ser o bônus de uma política cambial que, de resto, seria desastrosa para as contas externas.

De outro, os que justificam a política cambial adotada — inclusive a apreciação nominal do câmbio — como única forma de gerar uma mudança no patamar da inflação e garantir a estabilização dos preços. Para estes, a ausência da reforma fiscal e o excesso de demanda, entretanto, contaminam as bases da estabilização duradoura.

A crise mexicana favorece o debate. Rudiger Dornbusch, em *Papers on Economic Activity* (1994), aponta a apreciação cambial como foco da crise. André Lara Resende (*Gazeta Mercantil*, 22/10/1995) interpreta o crescimento do déficit em conta corrente como sinal de deterioração das contas do setor público no México.

Segundo Lara Resende, como é difícil saber exatamente o que se passa com as contas do setor público, o melhor é olhar para o déficit em conta corrente. Isso porque, dado o nível de poupança do setor privado, o crescimento do déficit em conta corrente resulta de um aumento do déficit do setor público.

Simétrico ao argumento de Lara Resende, dado o déficit do setor público, se cresce com a propensão a consumir ou há excesso de demanda no setor privado, deve haver queda no saldo comercial e em conta corrente. Essa parece ser uma história mais verossímil para o que se deu no México e principalmente na Argentina e, até aqui, no Brasil.

Na verdade, a disjuntiva entre valorização cambial e excesso de demanda, ou entre as duas visões descritas acima, é falsa. Entre julho e novembro de 1994, a relação salário/câmbio cresceu 33% e houve apreciação cambial da ordem de 25% medida pelo crescimento do custo unitário do trabalho em dólares na indústria paulista. Houve também expressivo crescimento da demanda agregada. O crescimento do faturamento do comércio em São Paulo entre julho e

dezembro foi de 13% e no setor de bens duráveis chega a 70% (dados dessazonalizados; fonte: MCM Consultores). A enquete realizada pela *Gazeta Mercantil* publicada em 19/1/1995 mostra que empresas dos setores de máquinas, ferramentais, farmacêutica, eletrônicos de consumo e móveis produzirão em janeiro de 1995 mais que 50% do que produziram em janeiro de 1994. São números, se confirmados, de magnitude insustentável.

Note-se, em continuação ao argumento, que a apreciação cambial contribui para o crescimento da demanda. A renda disponível em dólares das famílias brasileiras cuja renda nominal tenha permanecido constante aumentou 15% desde julho. Para as famílias cujos salários e outros rendimentos tiveram algum reajuste, o crescimento foi maior. Com o crescimento da participação de importados na cesta de consumo das famílias, isso implica crescimento do poder de compra em reais e crescimento da demanda agregada. A apreciação é expansionista, pelo menos no curto prazo.

O quadro de fins de janeiro é o seguinte: apreciação cambial e excesso de demanda. O resultado é que a inflação tem-se mantido baixa, mas a conta comercial é motivo de preocupações. Há, entretanto, um círculo vicioso que relaciona o excesso de demanda, a inflação medida pelo IPC e a competitividade do setor comercial.

Na corrida entre a inflação e a deterioração da conta comercial é preciso entender que numa economia relativamente fechada como a brasileira, ao contrário do que se supõe, a inflação dos preços ao consumidor (e não o IPA indústria) deve ser a medida para estimar a apreciação cambial. Isso porque a inflação do IPC hoje é a inflação dos custos dos setores comerciais de amanhã. A inflação do IPC no primeiro ano do Plano Cavallo foi de 25%. No Brasil, projetando uma inflação média mensal de 1,8% até junho, a inflação do primeiro ano do plano medida pela média do IPC-FIPE e IPC-r será em torno de 35%. Essa inflação tem efeitos diretos sobre o custo das empresas do setor comercial através dos salários e dos serviços de que se utiliza. Por isso, a inflação do IPC deve cair abaixo de 1% ao mês para que se consolide a estabilização sem a deterioração das contas externas.

A crise mexicana e o déficit comercial de novembro e dezembro reduzem os graus de liberdade do Executivo Federal.

Mexer na regra cambial neste momento seria um erro, pois motivaria e legitimaria remarcações de preços e alteraria o cenário *no front* em que o plano apresenta mais sucesso. Mais que isso, dada a experiência mexicana, ainda fresca na memória de todos, provocaria instabilidade no mercado de câmbio.

Mas, ao contrário do que preconizam fontes do Banco Central, não seria sensato ampliar a abertura da conta de capitais e a dependência de curto prazo. Essa medida torna o mercado cambial mais nervoso, aumentando o risco cambial, e, principalmente, agudiza o conflito intertemporal entre as taxas de câmbio de "equilíbrio" de curto prazo (regidas pelos fluxos financeiros) e de longo prazo (regidas pelos fluxos comerciais). Foi exatamente esse conflito que deu origem à armadilha cambial em que nos encontramos hoje.

Não sendo possível alterar a regra cambial no curto prazo, restam medidas de controle da demanda agregada e de coordenação na formação de salários e preços. O discurso oficial tem-se centrado nesses dois pontos ao referir-se a "ajuste fiscal e desindexação".

Ora, há duas reformas fiscais em jogo. Uma que visa aumentar a eficiência do setor público mas exige mudanças institucionais, operações negociadas com o Congresso e a limpeza dos "ralos da República", para usar o termo cunhado pelo presidente Fernando Henrique. Essa reforma leva tempo e não altera a poupança do setor público no curto prazo. A outra, mais imediata, supostamente necessária para o processo de estabilização, requer redução imediata de gastos. Mas se, a despeito da resistência que vem sofrendo, o Ministério do Planejamento for bem-sucedido no esforço de redução de gastos, é difícil ser otimista quanto à geração de superávit operacional muito maior que no ano passado.

Central para o argumento, entretanto, é que a origem do excesso de demanda corrente está no crescimento do consumo privado e não no crescimento do déficit fiscal. É claro que uma forma de reduzir a demanda seria compensar o crescimento do consumo privado com repressão dos gastos públicos. Apesar de o controle da demanda agregada ser uma operação de caráter macroeconômico, gerar um superávit fiscal para anular o "boom" de consumo privado terá repercussões sociais e econômicas indesejáveis, dado o nível de eficiência do setor público.

Logo, colocar todas as fichas na reforma fiscal talvez seja um equívoco, pois o *timing* da estabilização é muito mais apertado e a causa do excesso de demanda e do crescimento das importações concentra-se no aumento de renda e da propensão a consumir do setor público.

Para estancar a inflação do IPC e o crescimento das importações, é preciso conter a demanda do setor público nos próximos meses. Membros do Executivo Federal sabem disso e, inclusive, têm anunciado que enquanto se desata o nó fiscal, a política monetária fará o papel.

Vejo dois princípios básicos a nortear as medidas do Executivo Federal.

Primeiro, ser parcimonioso na elevação da taxa de juros como instrumento para conter a demanda. Taxas de juros muito elevadas causam transferências regressivas de renda, aumentam a dívida pública, prejudicando o ajuste fiscal, atraem capitais externos especulativos e elevam o custo alternativo dos formadores de preços na fixação da margem de lucros.

Segundo, usar tanto quanto possível medidas tributárias de caráter discricionário. Até outubro de 1994, o crescimento das importações concentrou-se no segmento de bens de consumo durável (crescimento de 60% entre os dez primeiros meses de 1993 e 1994), com destaque para veículos de passageiros, e em seguida os bens de consumo não durável. Como mencionado anteriormente, o faturamento do comércio no setor de duráveis em São Paulo entre julho e dezembro de 1994 cresceu 70%. É preciso atacar esse problema localmente. Acima de tudo, a idéia é sobre-taxar bens de consumo duráveis e supérfluos, importados e produzidos domesticamente, como eletroeletrônicos de consumo, automóveis e linha branca de luxo. Essa medida tem a vantagem de reduzir o consumo desses bens sem retirar a componente concorrencial das importações.

Destaque-se que, ao enfatizar as medidas tributárias, elimina-se a componente regressiva da política de contenção da demanda através da elevação dos juros e seus impasses sobre a dívida pública. Os efeitos inflacionários da medida, ainda que presentes, seriam menores que aqueles associados a uma desvalorização cambial. Por último, é importante notar que

a desvalorização reduziria a importação de bens de consumo, mas afetaria negativamente também as importações de bens de capital e insumos. Logo, dentre os males, os menores.

Finalmente, no que se refere à “desindexação”, é provável que o Executivo Federal tenha uma atitude passiva, qual seja sugerir a eliminação da indexação legal dos salários sem alterar as instituições que regulam as negociações coletivas. De meu ponto de vista, seria um erro. Primeiro, o Congresso não deixará passar em branco essa atitude do Executivo. Segundo, com a demanda aquecida e as instituições atuais em vigor, a extinção da lei salarial pode gerar aumento dos conflitos trabalhistas e, eventualmente, “overshooting” salarial. Restam cinco meses até que perca vigor a atual política salarial. Há tempo suficiente para desenhar uma institucionalidade condizente com a estabilização e a ausência de uma política salarial oficial.

O “bottom line” é que, não obstante as enormes diferenças que ainda marcam o Brasil e o México (ou a Argentina), a principal diferença é que temos tempo para fazer ajustes de rota. Em primeiro lugar, evitar a combinação nefasta da valorização cambial com o porre consumista. Em segundo, reduzir a dependência com respeito a capitais externos de curto prazo. Em terceiro, resistir à tentação de usarmos a elevação dos juros para conter a demanda sem atentar para seus subprodutos mais perversos. Em quarto, resistir à tentação de pensar que o mercado de trabalho é como o mercado de batatas e que as instituições não contam.

(*Gazeta Mercantil*, 27/1/1995)

## Taxa cambial real e os saldos comerciais

*Affonso Celso Pastore  
Maria Cristina Pinotti*

### I

Nas discussões sobre o comportamento do balanço de pagamentos no Brasil, freqüentemente surgem dúvidas sobre: (i) a relevância empírica das flutuações do câmbio real na explicação do comportamento dos saldos comerciais; (ii) qual a definição teórica e qual a medida empírica de câmbio real. Por exemplo, nos meses de novembro e dezembro de 1994 ocorreu

uma queda muito grande dos saldos comerciais que pode ser atribuída, em parte, à valorização cambial. Utilizando uma medida de câmbio real dada por

$$(CR)_t = E \cdot \frac{P^*}{(IPC)_{BR}} \quad (1)$$

em que  $E$  é a taxa cambial nominal (em cruzeiros por dólar),  $P^*$  é o índice de preços do resto do mundo (o

índice de preços nos Estados Unidos), e  $(IPC)_{BR}$  é o índice de preços ao consumidor no Brasil, mostra-se que entre julho e dezembro de 1994 o câmbio real sofreu uma valorização aproximada de 25%.<sup>1</sup> Por esse critério, em dezembro de 1994 ele estaria mais valorizado do que no período mais crítico do Plano Cruzado, quando emergiram as manifestações do desequilíbrio externo, sem que naquele momento existisse um grau de abertura do comércio internacional semelhante ao do segundo semestre de 1994. Também por esse critério a taxa cambial real ao final de 1994 teria retornado a um nível semelhante ao de julho de 1983.

Alguns economistas têm manifestado sua preferência por uma segunda medida de câmbio real, dada por

$$(CR)_2 = E \cdot \frac{P^*}{(IPA)_{BR}} \quad (2)$$

em que  $(IPA)_{BR}$  é o índice de preços por atacado no Brasil. De acordo com esse critério, entre junho e dezembro de 1994 não teria ocorrido nenhuma valorização cambial significativa. O argumento utilizado é o de que o IPA é um índice de preços mais abrangente (inclui um maior número de produtos e de insumo) do que o IPC. A propriedade da "abrangência" pode seduzir uma intuição menos informada, mas conduza a um critério errado do ponto de vista teórico, e que não

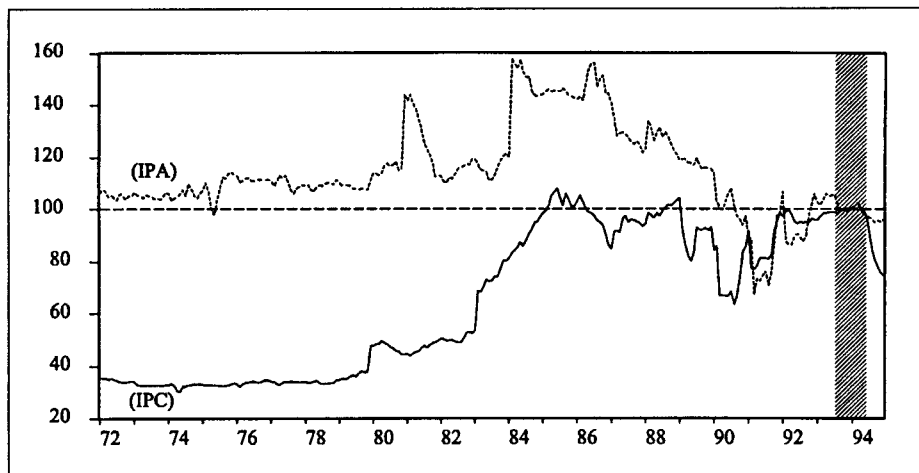
tem um poder explicativo empiricamente significativo sobre o comportamento dos saldos comerciais, como será demonstrado nesta nota.

## II

No Gráfico 1 estão essas duas medidas. Se utilizarmos a primeira, representada pela linha cheia, a taxa cambial real terá sofrido forte valorização, passando de um índice igual a 100, nos meses imediatamente anteriores à implantação do Plano Real, para 74,6, o que conduz à mencionada apreciação de aproximadamente 25%. Se for utilizada a segunda,  $(CR)_2$ , representada pela linha pontilhada, a valorização da taxa real de câmbio terá sido insignificante. Para facilitar a leitura das informações contidas no gráfico, a área hachuriada corresponde ao período de julho de 1993 a junho de 1994, período no qual foi tomada a média dos dois índices e igualada a 100, para funcionar como base de comparação em ambos.

É visível que entre essas duas variáveis não existe nenhuma correlação. Se ambas medissem a taxa cambial real, a correlação entre elas deveria ser positiva e elevada. Para enfatizar esse ponto mostramos no Gráfico 2 o diagrama de dispersão entre  $(CR)_1$  e  $(CR)_2$ , sendo o quadrado do coeficiente de correlação simples entre essas duas variáveis de 0,076, um valor extremamente baixo e não signifi-

GRÁFICO 1  
Câmbio real utilizando o IPC e o IPA como deflatores - Brasil, 1972-94



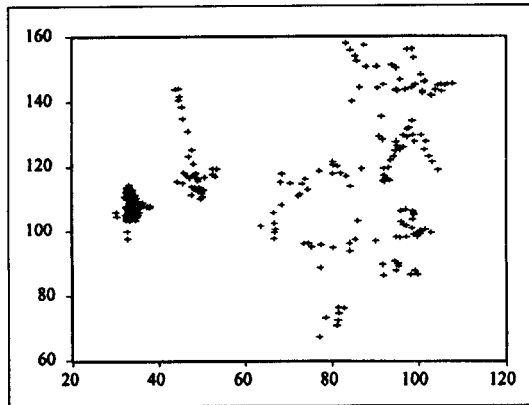
<sup>1</sup> Essa fórmula é evidentemente uma simplificação, e melhor seria trabalharmos com uma taxa cambial efetiva,  $E = \sum w_j E_j$ , em que  $E_j$  é a taxa cambial bilateral entre o Brasil e cada um dos nossos principais parceiros de comércio, e  $w_j$  é a participação do comércio bilateral brasileiro com o país. Embora esse refinamento melhore o conteúdo empírico da análise, nossa simplificação é suficiente para marcar o ponto que queremos demonstrar.

cativo. A partir de  $(CR)_t$ , não conseguimos prever  $(CR)_{t+1}$ , ou, dispondo de informações sobre  $(CR)_{t+1}$ , não é possível prever  $(CR)_t$ .

Com resultados tão diferentes somente poderemos prosseguir na análise se mostrarmos que uma dessas duas medidas é mais correta que a outra.

### GRÁFICO 2

Diagrama de Dispersão do Câmbio Real Deflacionado pelo IPC e pelo IPA



### III

Na literatura econômica não existem controvérsias sobre o conceito teórico de câmbio real. Ele é dado pelo quociente entre os preços dos bens internacionais e dos bens domésticos,  $(CR) = P_i/P_d$ , em que  $P_i$  está designando o índice de preços dos bens internacionais (os bens *tradables*) e  $P_d$  o dos bens domésticos (os não *tradables*).<sup>2</sup> Sobre a importância relativa de variações no câmbio real, de um lado, ou de ajustes nas políticas fiscal e monetária que alterem o grau de absorção relativamente ao produto, de outro, existem divergências maiores. A identidade da renda  $Y = C + I + G + X - M$  pode ser reagrupada na forma

$$(C + I + G) - Y = M - X$$

mostrando que o déficit comercial,  $(M - X)$ , cresce com o excesso dos gastos totais domésticos em consumo,  $C$ , investimentos,  $I$ , e do governo,  $G$ , sobre o produto,  $Y$ . Estabelecer-se as flutuações do câmbio real são menos importantes do que as variações do excesso de absorção sobre o produto na determinação da magnitude dos saldos comerciais, no entanto, é uma questão empírica, com as evidências favorecen-

do a importância relativa da taxa cambial. A esse respeito é ilustrativo um comentário de Krugman, relacionado aos saldos em contas correntes nos Estados Unidos:

“The weakest link in the standard view is actually the part that has achieved the most public acceptance, the link from budget imbalances to trade imbalances. While a plausible case for this link can be made, there is enough contrary evidence to give us pause. But the other challenges to the standard view are as close to being just plain wrong as any positions in economic debate can be. The view that the real exchange rates have nothing to do with trade balances is, in the form which it is often stated, a confusion between accounting identities and behavior. There are certain cases where, in principle, balance-of payments adjustment need not be accompanied by relative price changes, but these cases can be empirically rejected. Similarly the view that relative price changes would not be facilitated by nominal exchange rate adjustment is often stated in a way that misstates the issue, and a logically coherent statement of the view can be rejected on the basis of the evidence”.<sup>3</sup>

A oferta de exportações e a demanda de importações são sensíveis à taxa real de câmbio. Os saldos comerciais crescem quando a taxa cambial real se desvaloriza e declinam quando ela se valoriza, e portanto o comportamento dos saldos em conta cor-

<sup>2</sup> V., por exemplo, “The real exchange rate”, elaborado por Helmers, F. L. C. H.; “Overvaluation and the trade balance”, de Dornbusch, R.; “Devaluation and inflation”, de Fischer, S.; respectivamente os capítulos 2, 5 e 6 do livro *The open economy: tools for policy makers in developing countries*, editado por Dornbusch & Helmers, Oxford University Press, 1988. V. também o livro de Edwards, S., *Real exchange rates, devaluation and adjustment*, Cambridge, The MIT Press, 1991, em particular os capítulos 1 e 2, e finalmente Harberger, A. C., “Economic adjustment and the real exchange rate”, incluído no livro editado por Edwards & Ahmed, L., *Economic adjustment and exchange rates in developing countries*, University of Chicago Press, 1986.

<sup>3</sup> Krugman, P. *Currencies and crises*, Cambridge, The MIT Press, 1992, cap. 2, p. 4.

rente é dependente da taxa cambial real.<sup>4</sup> Mas eles somente são sensíveis ao câmbio real porque modificações na taxa cambial real produzem alterações de preços relativos: os preços de bens internacionais relativamente aos dos bens domésticos. Quando os preços dos bens internacionais crescem relativamente aos dos bens domésticos cai o consumo de bens internacionais (quer de bens internacionais de exportação, quer de bens internacionais substitutos de importações) relativamente aos dos bens domésticos, e fatores de produção são mobilizados para elevar a produção de bens internacionais. Essas duas forças — a substituição no consumo e o aumento da produção — conduzem ao aumento da oferta de exportações e à redução da demanda de importações, o que provoca o crescimento dos saldos comerciais. Os saldos se alteram não porque o câmbio se desvaloriza, mas porque essa desvalorização produz uma mudança de preços relativos.

Se o câmbio se alterasse sem mudar os preços relativos, não existiria a elevação dos saldos comerciais. Seria isso o que ocorreria em um país que não produzisse nem consumisse bens domésticos, mas apenas os bens internacionais. Um exemplo esclarece esse ponto. Suponhamos um país que produza um único produto e um único insumo. Tanto o produto quanto o insumo são produzidos com o concurso de um único fator de produção — o insumo — e sem o concurso de qualquer outro fator de produção, como a mão-de-obra ou o capital. O produto e o insumo são ambos “bens internacionais”, podendo ser comprados ou vendidos no mercado interno ou no mercado internacional. O preço doméstico do produto (em reais por tonelada) será igual ao seu preço internacional (em dólares por tonelada) multiplicado pela taxa cambial (em reais por dólar), e o preço do insumo (em reais por tonelada) será igual ao seu preço internacional (em dólares por tonelada) multiplicado pela taxa cambial.<sup>5</sup> A arbitragem espacial iguala os preços domésticos aos respectivos preços internacionais, dada a taxa de câmbio. Se nesse país hipotético a taxa cambial for desvalorizada em 10%, o único efeito será a elevação dos preços nominais do produto e do insumo em 10%. A desvalorização da taxa cambial nominal altera os preços nominais, mas não muda os preços relativos.

As quantidades produzidas do produto e do insumo ocorrem naquele ponto em que a receita marginal se iguala ao custo marginal. Como a desvalorização apenas afeta os preços nominais do produto e do insumo, preços e custos serão corrigidos em 10%, não ensejando nenhum estímulo para que se substitua o

consumo (que depende somente dos preços relativos) de um bem pelo de outro, nem para que se eleve a produção do produto ou do insumo (que também depende só dos preços relativos). Não existe nesse caso qualquer incentivo para alterar a produção ou o consumo doméstico, e conseqüentemente os saldos comerciais permanecem exatamente no mesmo lugar.

Admitamos, agora, que seja necessário utilizar um terceiro fator de produção, e que ele não seja um bem internacional. Suporemos que o produto e o insumo requeiram o concurso dos serviços produtivos da mão-de-obra, aos quais se paga uma taxa de salários medida em reais por hora de trabalho. Se ocorrer a mesma desvalorização de 10%, as receitas marginais tanto do produto quanto do insumo crescerão em 10%<sup>6</sup>, mas a taxa de salários inicialmente permanecerá constante. Depois da desvalorização a receita marginal tornar-se-á mais elevada do que o custo marginal, tanto para a produção do produto quanto para a produção do insumo. Uma nova otimização será realizada elevando a utilização dos serviços da mão-de-obra, que será empregada até o ponto no qual a receita marginal volte a se igualar ao custo marginal, o que eleva a produção de ambos. Nesse caso ocorreu a mesma desvalorização na taxa cambial nominal, mas agora os preços relativos do produto e do insumo, de um lado, e dos serviços produtivos da mão-de-obra (o bem doméstico), de outro, se alteraram. O aumento da produção e a redução do consumo doméstico de bens internacionais conduziu a uma elevação nos saldos no balanço comercial, mas isso não ocorreu porque a taxa cambial nominal sofreu uma desvalorização, mas sim porque ela provocou a alteração dos preços relativos entre bens internacionais e bens domésticos. A desvalorização cambial, neste caso, representa também a alteração da relação câmbio/salários.

#### IV

Uma coisa é estabelecer precisamente o conceito teórico de câmbio real, e outra, mais difícil, é definir a sua contrapartida empírica.<sup>7</sup> Para prosseguir na discussão admitimos que a participação dos bens domésticos no PIB seja dada por  $w$ , e a participação de bens internacionais por  $(1-w)$ , definindo o índice geral de preços por

$$P = wP_d + (1-w)P_i \quad (3)$$

O preço (em reais) dos bens internacionais é determinado por

<sup>4</sup> Essa não é a única causa das flutuações dos saldos comerciais e das contas correntes. Variações na produtividade da mão-de-obra e nas relações de troca têm algum peso nessa explicação.

<sup>5</sup> Para simplificar a exposição estamos supondo a ausência de impostos sobre as importações e exportações e de subsídios sobre as exportações.

<sup>6</sup> Melhor dizendo, as curvas de receita marginal se deslocam 10% para cima.

<sup>7</sup> Esse não é um problema novo em economia. A analogia com a definição e a medida empírica da moeda é inevitável nesse ponto. É mais fácil precisar o conceito teórico de moeda do que definir a sua contrapartida empírica.



$$P_i = EP^* \quad (4)$$

o que significa que os preços dos bens internacionais medidos em reais se igualam (dada a taxa cambial) aos preços dos bens internacionais em dólares,  $P^*$ . Finalmente, o preço dos bens internacionais (em reais) relativamente aos preços dos bens domésticos é definido por

$$\frac{P_i}{P_d} = \frac{E \cdot P^*}{P_d} \quad (5)$$

No primeiro membro de (5) está o preço relativo relevante para determinar o comportamento dos saldos comerciais. No numerador do segundo membro está o produto da taxa cambial pelo índice de preços dos bens internacionais em dólares, e no denominador está o índice de preços dos bens domésticos. A expressão (5) mostra que a taxa real de câmbio pode ser medida de duas formas:

- (i) pelo quociente entre um índice de preços de bens internacionais e um índice de preços de bens domésticos;
- (ii) multiplicando a taxa cambial nominal pelo índice de preços do “resto do mundo” e dividindo esse valor por um índice de preços de bens domésticos.

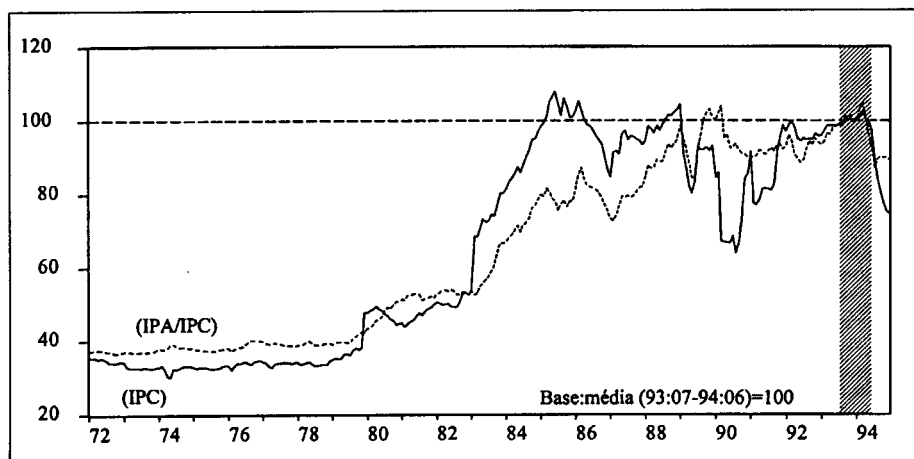
Não existiria qualquer dificuldade com essas estimativas se dispuséssemos de índices de preços que incluíssem apenas bens domésticos e apenas bens internacionais, o que infelizmente não ocorre. No entanto, nos índices de preços por atacado existe uma proporção de bens internacionais maior do que nos índices de preços ao consumidor, e nos índices de preços ao consumidor existe uma proporção de bens

domésticos maior do que nos índices de preços por atacado. Essa é a razão que nos conduz à escolha do índice de preços ao consumidor como o “deflator” adequado para a taxa cambial real.

O critério aqui descrito é o da predominância de bens (domésticos ou internacionais) em cada um dos dois índices. Se o índice de preços por atacado fosse constituído apenas de bens internacionais, a arbitragem espacial os igualaria aos preços internacionais, e como as flutuações destes são em geral pequenas relativamente às flutuações da taxa cambial, a taxa de variação desses preços em reais seria aproximadamente igual à taxa de variação da taxa cambial. Isso significa que se “deflacionarmos” a taxa cambial por um índice de preços no qual predominam bens internacionais corremos o risco de deflacionar a taxa cambial pela própria taxa cambial, o que na prática significa que aquilo que supúnhamos que seria uma estimativa de um preço relativo é totalmente destituído de sentido.

A expressão (5) sugere mais uma definição de câmbio real, dada por  $P_i / P_p$  e como no índice de preços por atacado predominam bens internacionais e no índice de preços ao consumidor predominam bens domésticos, a evolução no tempo da taxa cambial real pode ser estimada olhando-se para o quociente entre os índices de preços por atacado e os de preços ao consumidor. No Gráfico 3 é realizada a comparação entre essas duas séries. Os movimentos de longo prazo das duas séries são muito semelhantes, e o quadrado do coeficiente de correlação simples entre elas é igual a 0,858, um valor elevado e que tem uma probabilidade inferior a um décimo de 1% de ter sido obtido ao acaso. Nesse caso temos duas formas alternativas de medir a mesma variável.

GRÁFICO 3  
Câmbio Real Deflacionado pelo IPC e a Relação IPA/IPC - Brasil - 1972-94



Algumas palavras de advertência são necessárias neste ponto. Embora esses dois conceitos sejam os que mais nos aproximam da medida da taxa cambial real, nenhuma dessas medidas é absolutamente perfeita, porque os dois índices incluem os dois tipos de bens: os domésticos e os internacionais. A proibição de importações de automóveis até 1990 e as restrições impostas pela Lei da Informática, por exemplo, haviam transformado dois grupos de bens que eram potencialmente internacionais de fato em bens domésticos. Os preços dos automóveis e dos computadores, até 1990, refletiam somente as condições domésticas de oferta e procura, e não as variações da taxa cambial. Com a abertura da economia esses dois grupos de bens foram-se tomando progressivamente mais “internacionais”. Na prática isso significa que o quociente entre o IPA e o IPC apresenta um ruído, devido às variações das proporções entre bens domésticos e internacionais. Por isso preferimos a primeira medida sugerida, estimada pela equação (1).

Este ponto pode ficar mais claro se explorarmos uma outra medida alternativa, dada pelo quociente entre o índice geral de preços (estimado pelo deflator implícito do produto, por exemplo) e um índice de preços de bens domésticos (um índice de preços ao consumidor). Dividindo (3) membro a membro por  $P_d$  obtemos

$$\frac{P}{P_d} = w + (1 - w) \frac{P_i}{P_d} \quad (6)$$

No denominador do primeiro membro de (6) aparece um índice geral de preços, que contém bens

domésticos e internacionais. Se os valores de  $w$  e  $(1 - w)$  permanecerem constantes, as flutuações de  $(P/P_d)$  e de  $(P_i/P_d)$  serão perfeitamente correlacionadas, embora a amplitude das variações de  $(P/P_d)$  seja menor porque  $(1 - w) < 1$ . Nesse caso todas as flutuações do preço relativo relevante,  $(P_i/P_d)$ , são transmitidas integralmente para o outro indicador,  $(P/P_d)$ . Mas se  $w$  estiver variando, as flutuações de  $(P/P_d)$  refletirão as flutuações de  $(P_i/P_d)$  e as flutuações de  $w$  o que distorce aquela medida.

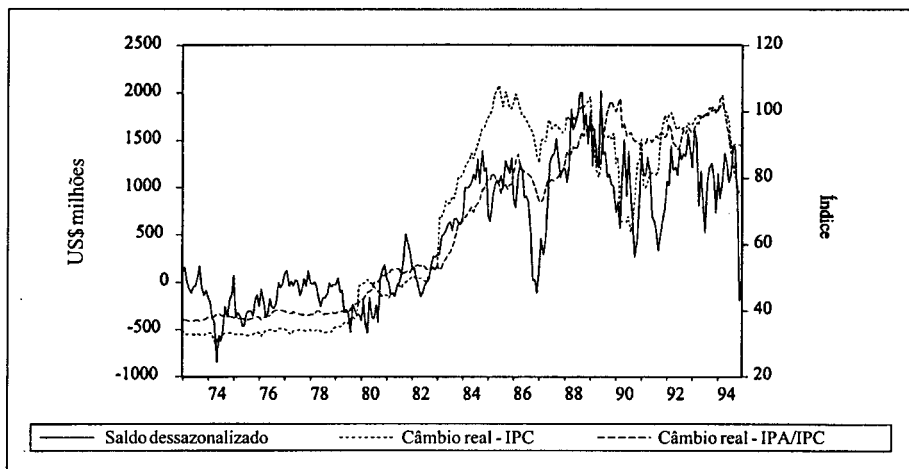
## V

Para quem ainda não se convenceu da superioridade de qualquer uma dessas medidas relativamente àquela representada pela expressão (2), há um teste que deve convencê-lo. Como os saldos comerciais respondem à taxa cambial real, se qualquer uma das medidas por nós utilizadas forem superiores, deverão ter uma maior capacidade de prever os saldos comerciais. Ou seja, a correlação entre os saldos comerciais e as duas taxas cambiais reais (a taxa nominal deflacionada pelo índice de preços ao consumidor, ou o quociente entre os índices de preços por atacado e ao consumidor) tem que ser maior do que a correlação entre os saldos comerciais e a taxa real de câmbio construída utilizando-se o índice de preços por atacado como deflator.

No Gráfico 4 estão as duas medidas mais corretas de câmbio real comparadas com os saldos no balanço comercial, e no Gráfico 5 a medida definida com base na expressão (2), na qual foi utilizado o índice de preços por atacado. Os gráficos falam por si próprios.

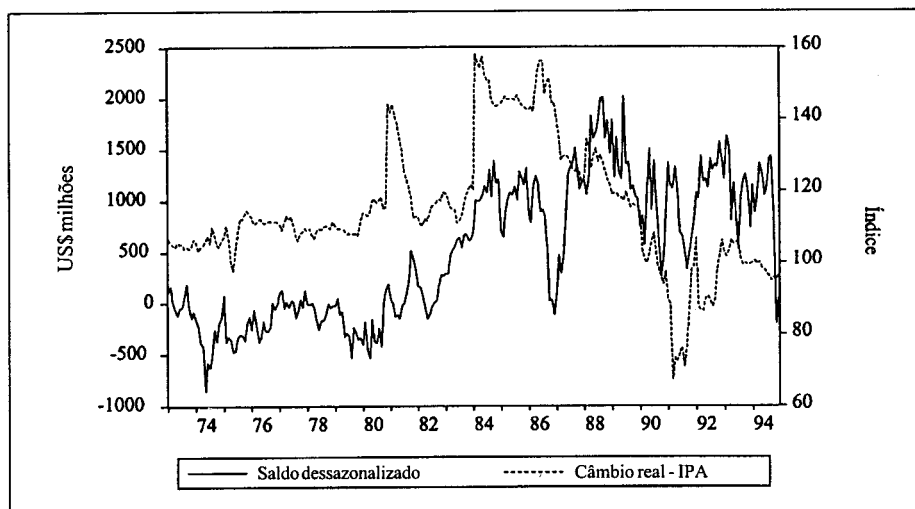
### GRÁFICO 4

Saldo da Balança Comercial e Câmbio Real Deflacionado pelo IPC e pelo IPA/IPC



Marinho Nunes, J. M. "Balança comercial em taxa de câmbio real — uma análise de co-integração", *Revista de Economia Política*, 14 (1), janeiro de 1994.

**GRÁFICO 5**  
**Saldo da Balança Comercial e Câmbio Real Deflacionado pelo IPA**



Constata-se que existe uma correlação positiva forte entre os movimentos de longo prazo da taxa de câmbio real e dos saldos reais, quando utilizamos como medida da taxa cambial real quer a expressão (1), quer o quociente entre o IPA e o IPC, mas que essa correlação é baixa e insignificante quando utilizamos como deflador o IPA.

Esse não é um resultado novo. Há mais de um ano Marinho Nunes<sup>8</sup> o demonstrou. Ele seguiu uma aproximação correta, primeiro porque definiu o câmbio real como o quociente entre os preços dos bens internacionais e dos bens domésticos, e segundo porque buscou a técnica correta para detectar a relação empírica entre os saldos comerciais e o câmbio real. A correlação predominante entre essas duas variáveis ocorre apenas nos seus movimentos de longo prazo, ou naquilo que na linguagem de séries temporais se denomina “movimentos de baixa frequência” das séries. A técnica de co-integração por ele utilizada mede exatamente a correlação existente entre os movimentos de baixa frequência, e se mostra altamente significativa empiricamente.

O IPA pode ser um índice de preços mais abrangente. Mas ele é um péssimo deflador para medirmos a taxa cambial real.

## VI

Os dados do Gráfico 1 mostram que: (i) se utilizarmos o IPC para construir o câmbio real ele estará mais desvalorizado na média dos últimos meses do que na média dos anos 70, enquanto (ii) se utilizarmos o IPA como deflador o câmbio real estará mais valorizado na média dos últimos meses do que na média

dos anos 70. Entre outras coisas, esses dados mostram que ao longo dos últimos vinte anos os preços por atacado cresceram a uma taxa média mais elevada do que os preços ao consumidor. Alguém poderia sugerir que isso mostra a existência de erros em um dos dois índices de preços (ou nos dois), que a longo prazo deveriam evoluir a taxas semelhantes. Essa sugestão, contudo, é errada!

A tendência de crescimento dos dois índices tem uma componente comum — a inflação —, que deve influenciar os dois índices igualmente, a longo prazo. Se somente ela estivesse presente os dois índices deveriam crescer aproximadamente às mesmas taxas. Além dela, no entanto, existe uma segunda componente, que é a mudança de preços relativos entre bens internacionais e bens domésticos, que ocorreu nestes últimos vinte anos. O esforço de ajustamento do balanço de pagamentos, iniciado nos primeiros anos da década de 80, teve como um instrumento as alterações de preços relativos produzidas por fortes desvalorizações cambiais. Foi isso que permitiu que o País saísse dos déficits no balanço comercial e passasse para os superávits, que lhe permitiram equacionar o problema da dívida externa. As desvalorizações cambiais, que tiveram sucesso em elevar os superávits comerciais, provocaram as alterações de preços relativos que fizeram com que os preços dos bens internacionais (estimados pelo IPA) crescessem mais do que os preços dos bens domésticos (estimados pelo IPC). Em grande parte são esses “choques” impostos sobre as taxas de inflação, sempre na direção de aumentá-la, que juntamente com a inércia produzida pela indexação e

com a passividade monetária explicam o crescimento persistente das taxas de inflação durante a fase em que ocorreu o maior progresso no “ajustamento externo” da economia brasileira, entre 1983 e 1985. Naquele período o aumento da inflação foi o custo gerado para a obtenção do equilíbrio externo.

É importante que se evite o reverso da medalha, gerando-se o desequilíbrio externo para reduzir a taxa de inflação, o que transformaria essa “estabilidade” de preços em uma característica apenas temporária da economia brasileira. Esta última é a consequência prática mais importante desta análise. Na primeira fase do Plano Real a “âncora cambial” desempenhou a importante função de permitir a manutenção de taxas muito baixas de crescimento dos preços dos produtos manufaturados, dentre os quais predominam bens “internacionais”. Uma evidência disso são as taxas de crescimento dos preços por atacado dos produtos industriais, que se situaram em média abaixo de 1% ao mês, entre julho de 1994 e janeiro de 1995. O governo abandonou a regra anterior de indexar a taxa cambial, o que tornava a oferta monetária passiva e acentuava a inércia inflacionária, optando por permitir que a taxa cambial fosse determinada predominantemente pela oferta e pela procura de divisas exercidas predominantemente por agentes privados, minimizando a sua interferência nas compras ou nas vendas de divisas.<sup>9</sup> A combinação dessas regras operacionais com taxas reais de juros domésticas elevadas conduziu à valorização cambial acima analisada.

Quando o Plano Real foi concebido, no primeiro semestre de 1994, provavelmente foi desconsiderada a possibilidade de um desequilíbrio externo que impusesse restrições importantes ao programa. Sete meses após o início, no entanto, ocorreram os primeiros sinais de desequilíbrio externo. Primeiro a taxa cambial valorizou-se de forma significativa. Segundo, o

aquecimento da economia, avaliado pelo comportamento das vendas reais do comércio e da indústria, atingiu níveis tão elevados como os do Plano Cruzado. Terceiro, a liberalização de importações já vinha caminhando com grande velocidade e teve o seu ritmo ainda mais acentuado ao final de 1994. Finalmente, os saldos comerciais declinaram sensivelmente. Saldos comerciais negativos conduzem a déficits em contas correntes que podem, eventualmente, chegar a níveis não sustentáveis, indicando a necessidade de operar os instrumentos de política econômica para defender o equilíbrio externo.

Na medida em que os saldos comerciais são sensíveis ao câmbio real, e na medida em que a ausência de uma política fiscal supercontracionista possa reduzir significativamente a demanda agregada doméstica, reduzindo o grau de absorção relativamente ao produto, e contribuindo para restaurar os dois equilíbrios, o interno (do nível geral de preços) e o externo (das contas correntes, no balanço de pagamentos), aparecem limites muito objetivos ao uso da âncora cambial para manter a estabilidade de preços. O argumento desenvolvido neste parágrafo não pode ser confundido com a afirmação de que uma valorização real de X% durante algum período imponha que a taxa cambial deva ser desvalorizada em X%, restaurando a paridade anterior. Ele apenas enfatiza que se o câmbio real persistir declinando os saldos comerciais declinarão ainda mais, e na eventualidade de já se terem transformado em déficits a sua magnitude tenderia a se elevar. Isso revela a existência de limites ao uso da âncora cambial. A solidez de qualquer programa de estabilização requer que a estabilidade de preços tenha que ser mantida por algum outro instrumento, e se tiver que repousar na relativa constância da taxa cambial nominal é preciso considerar que essa constância tem que ser defendida por políticas macroeconômicas apropriadas.

<sup>9</sup> O Banco Central não abandonou completamente as compras e vendas de divisas. Em outubro de 1994 ele foi predominantemente comprador, evitando que a taxa cambial nominal se apreciasse abaixo de 83 centavos de real por dólar, e durante as primeiras semanas de janeiro ele foi predominantemente vendedor, evitando que a taxa se depreciasse acima de 86 centavos.

## O caminho das pedras

*João Sayad*

O debate sobre a inflação no Brasil é carregado de amor e de ódio, de emoções, acusações recíprocas de incompetência. Natural que seja assim. Raramente vai às raízes do tema, às hipóteses mais básicas, radicais mesmo. Debate emocional mas não radical.

Aproveito seis meses sem inflação para convidá-los a refletir sobre as raízes sobre as quais o debate se baseia. E quais seriam as consequências de se adotarem bases diferentes.

1. Supomos que o mundo e a economia capitalista, em particular, são dominados pela ordem. Não há guerras — são exceção: a primeira e a segunda guerra mundiais, a guerra do Vietnã, a do Golfo Pérsico, a da Iugoslávia, a revolução cultural da China, a queda do muro de Berlim, o desmantelamento da União Soviética, a histórica instabilidade política de todos os países da América Latina, com revoluções e golpes de Estado, tudo considerado excepcional, um caso especial.
2. Em economia, inflação, bolhas especulativas, crises financeiras internacionais e particularmente o desemprego são considerados patológicos, decorrentes na maior parte das vezes de “erros” da política econômica, com um culpado evidente, eminentemente e conveniente — o governo.
3. No Brasil, 50 anos de inflação alta, maior do que dois dígitos em termos anuais, sempre maior do que dois dígitos em termos mensais, crescente e ameaçadora há dez anos, não conseguiram retirar do tema o adjetivo “conjuntural”. E não conseguimos diagnóstico diferente — com raras e honrosas exceções, consideradas heréticas — que não fosse responsabilizar o governo da época.
4. Qual seria a consequência de uma descrição diferente do mundo? Se o mundo for um mundo de desordem, guerras, conflitos raciais, instabilidade política, se a ordem e a sociedade civilizada fossem consideradas um evento pouco provável? E para a economia, qual seria a consequência de vermos a economia capitalista como uma máquina poderosa de transformação do mundo, de “destruição criadora”, inserida numa sociedade sempre ameaçada pela desordem e pelo caos? Se alargássemos nosso campo de visão, no tempo e no espaço — basta ampliar o horizonte temporal para 70 anos em vez dos últimos 50, e incluir outros países que não sejam os Estados Unidos, os da Europa Ocidental e o Japão dos últimos 40 anos — o caso mais freqüente seria o de uma economia oscilando sempre e perigosamente entre a inflação e a deflação. A própria e respeitável Inglaterra era acometida havia 25 anos de uma inflação latina de 20% ao ano.
5. A consequência imediata seria interpretar o esforço de estabilização da moeda como um esforço destinado a obter resultados precários, transitórios. Um esforço para aproveitar oportunidades históricas e táticas específicas, para estabilizar o valor da moeda. Enquanto for possível.
6. Assim, a revolução militar de 1964 escolheu os salários como âncora de um sistema de indexação que permitiu que a inflação tivesse uma trajetória descendente por dez anos, até 1974. Até que a crise do petróleo — falta de sorte? — e a democratização do País, iniciada no mesmo ano, libe-

rassem os movimentos sindicais, acabassem com a cruel lei salarial e provocassem uma superinflação crescente e ameaçadora até julho de 1994.

7. Desde 1990, com a queda do muro de Berlim e a globalização dos mercados financeiros, o crescimento espetacular dos ativos financeiros internacionais passa a permitir aos países da América Latina a estratégia da dolarização. O dólar e o otimismo do mercado financeiro internacional permitiram a sobrevalorização do dólar no Chile, no México e na Argentina. E, agora, não sei se muito tarde, no Brasil.  
Os que se opõem a essa estratégia sonham com uma estabilização definitiva, para os próximos 30 (20 ou 10) anos. Baseados que estão numa descrição da economia capitalista, como um mundo de ordem. E apontam, corretamente, para as desvantagens de uma estratégia que impede ajustes no balanço de pagamentos por mudanças do câmbio, a utilização da política monetária. E citam, como parte de suas críticas, a Argentina. Que, por enquanto, só deu certo por três anos. Se adotarmos a visão da desordem, a dolarização, como o amor, é uma estratégia temporalmente consistente, ou infinita, enquanto durar. Se compreendermos que não existe outra âncora, como “pato” a ser escolhido para ter preços nominais rígidos, não só essa é a melhor estratégia como também a única. A estabilidade depende em cada momento de uma âncora, precária, flutuante, que rapidamente tem que ser substituída por outra. A melhor imagem não seria a das âncoras — a estabilidade é antes o caminho das pedras no meio de um mar revolto.
8. E a crise do México fechou a janela da oportunidade de dolarização? Não há dúvidas de que mostrou a precariedade da estratégia, sua transitoriedade. Erramos — não tenho dúvidas, ninguém tem dúvidas — quando fixamos o dólar em 85 centavos de real. Dolarizar é caminhar à beira do abismo. Mas a estabilização é sempre um estreito entre dois abismos — o da inflação e o da recessão. O problema é que resolvemos dançar, e de olhos fechados, quando sobrevalorizamos o dólar na frente, antes que se sobrevalorizasse pela permanência da inflação residual. Antecipamos os problemas que fatalmente ocorreriam — a redução da rentabilidade da exportação. E criamos incertezas para a movimentação do capital entre o País e o resto do mundo.
9. Não vale dizer que o câmbio ficou a cargo do “mercado”. Porque, se o Banco Central saísse do mercado de juros, como saiu do mercado de câmbio, os juros seriam muito menores e o câmbio muito maior. Todo mundo erra. Esse foi um belo erro.

10. Agora, o discurso oficial espera contar com uma âncora fiscal. Não tenho nada contra discursos oficiais. O próprio presidente da República, em entrevista muito interessante (à revista *Carta Capital*), diferencia muito bem o papel do intelectual e do político. O político faz discurso oficial. O intelectual deveria fazer o discurso radical.
11. Será que a âncora fiscal pode estabilizar a inflação? Quais os pressupostos dessa conclusão? Que o déficit fiscal representa um excesso de gastos sobre a produção e, portanto, um excesso de absorção interna, ou seja, contabilmente equivalente a um déficit no balanço de transações correntes. Com superávit fiscal, temos equilíbrio ou superávit do balanço de transações correntes e pronto, uma âncora fiscal que segura uma âncora cambial.
- Essa forma de falar — tradicional, consensual, contábil — está baseada em duas hipóteses difíceis. Primeiro, que estamos em pleno emprego. Vá lá que o desemprego seja estrutural, que não conseguimos trabalhar com mais do que 60% da capacidade instalada e que não possamos crescer mais do que 3% ou 4% ao ano.
- Depois, que o déficit público brasileiro seja um excesso de gastos sobre arrecadação. O governo brasileiro produz um superávit fiscal primário há quatro anos, continuamente. E descontinuamente, há pelo menos oito anos. O déficit é basicamente financeiro — taxas de juros altas, para atrair dólares para compor reservas, pagas pelo Governo Federal. A política “juros altos e corte de gastos”, chamada de feijão-com-arroz pelo ex-ministro Mailson e praticada antes pelo ministro Dornelles e depois pelo ministro Marcílio, é insuperável em termos de capacidade de aumentar o déficit e as reservas em dólares, se houver mobilidade de capital. E, portanto, temos déficit fiscal gerando superávit na conta de capitais.
- Se produzirmos essa âncora fiscal — duvido que possamos ter superávits fiscais primários maiores, sem crescimento —, a balança de transações correntes continuará a apresentar déficits. Porque temos um déficit diferente — um déficit que gera desemprego e recessão porque é um déficit de juros muito altos —, 51% ao ano em dólares. O melhor artigo que conheço sobre o assunto é do próprio Pérsio Arida, presidente do Banco Central (*Revista de Economia Política*, 1985). Nada mudou de lá para cá. Nem o discurso oficial.
12. E as reformas estruturais? Superávit fiscal, livre comércio, privatização, desregulamentação, etc. Os “fundamentals” do Consenso de Washington será que resolvem o problema? O México mostrou que os “fundamental” não são fundamentais

- para coisa alguma. Os investidores prezam muito a cartilha internacional do Consenso, da “boa prática” de política econômica, mas o capital é muito mais pragmático do que os economistas. Se o superávit comercial não for muito abundante e crescente, fogem rápida e conservadoramente para praças muito seguras. Uma velha prática bancária — só emprestar dinheiro para quem não precisa.
13. Só não temos inflação quando algum preço nominal está congelado. Quando algum setor ou classe tem ilusão monetária, espontânea ou forçada, como os trabalhadores depois de 64. Como “forçar” os exportadores e importadores a terem ilusão monetária? Lembrem-se de que não podem ser presos como subversivos, como era o caso dos líderes sindicais. Só há uma saída: produzir um superávit comercial abundante e crescente com incentivos fiscais para os exportadores, e alguma proteção contra as importações e uma política industrial.
- Baixamos as tarifas muito depressa, como velhinhas internacionais de Taubaté, crenças de que com tarifas menores o “bem-estar brasileiro” aumentaria e os investidores internacionais recompensariam nosso bom comportamento com muitos e muitos dólares. Fomos enganados.
14. O Brasil passa por modificações muito mais profundas e duradouras do que os economistas podem ver. A democratização do País — o direito de voz e protesto obtido por uma larga parcela da população marginalizada e pobre — está sendo construída ao que tudo indica de forma profunda e radical. O que coloca algumas perguntas difíceis de serem respondidas.
15. Na área econômica e nos assuntos que interessam a este artigo, a vida democrática cria desafios difíceis de serem resolvidos. O protecionismo e a política industrial, por exemplo, podem ser mais pragmáticos e eficazes na ditadura. O governo autoritário pode definir um subsídio aqui, um crédito lá, uma gaveta por esta importação, um apoio para um grupo exportador acolá. Na democracia brasileira atual, a política industrial e de proteção vira lei muito depressa — quer dizer, regra universal aprovada pelo Congresso —, muito rapidamente e com resultados desastrosos. A Lei da Informática é um bom exemplo. A proteção para um setor diferente dos demais setores que receberam proteção industrial no Brasil foi cristalizada em lei, universal e inflexível — resultado de uma combinação de nacionalismo bem-intencionado de industriais com a rigidez de regras militares, num ambiente democrático. Uma combinação desastrosa de democracia com política industrial.

Para ter mais uma política industrial, precisaríamos descobrir como compatibilizar um governo democrático com regras práticas e flexíveis, como ocorre em vários países do mundo. Os Estados Unidos, o Japão e a Europa Ocidental têm práticas de proteção eficazes, práticas, e escondidas, particularmente para a agricultura, que nós não conseguimos mais praticar. O presidente Juscelino Kubitschek sabia como combinar democracia e uma política industrial pragmática flexível e eficaz.

16. A política de estabilização só tem uma saída — fixar o valor do dólar. E o dólar só será estável enquanto produzimos um imenso superávit co-

mercial. Esse é o desafio. Outras âncoras não são conhecidas no momento. Não sabemos qual o próximo passo neste caminho das pedras.

17. Nenhuma sociedade se propõe a realizar tarefas para cuja solução já não existam, ou estejam em vias de desaparecimento, as condições necessárias e suficientes. “Aposto que a inflação no Brasil está em seus últimos dias, e que a âncora, ou o caminho das pedras, é o dólar. Mas, por enquanto, isso não pode ser para mim e meus contemporâneos mais do que uma simples aposta”.

(*Gazeta Mercantil*, 27/01/1995).

## A lição mexicana

*Luiz Carlos Bresser Pereira*

São muitas as lições que se podem tirar da crise do peso mexicano, algumas óbvias, como a de que uma política de sustentação artificial da taxa de câmbio é inviável a médio prazo, outras ideológicas, como aquela que vê na desvalorização traumática ocorrida no México um sinal da inviabilidade de políticas neoliberais. Prefiro, entretanto, explicar essa crise como resultante de uma política de “confidence building” por parte das autoridades mexicanas durante o governo Salinas, em lugar de uma política voltada para o equilíbrio macroeconômico e a defesa do interesse nacional.

Nos anos 50 a clivagem ideológica básica era aquela que separava os nacionalistas dos internacionalistas. Essa dicotomia perdeu sentido na medida em que o nacional-desenvolvimentismo sofreu crescentes distorções populistas e esgotou sua capacidade de oferecer uma explicação para o subdesenvolvimento do país e uma estratégia efetiva de promover o desenvolvimento. Em seu lugar, em termos intencionais, surgiu a moderna concepção do interesse nacional, examinado caso a caso, pragmaticamente. Já não se pressupõe na América Latina que cada país seja rodeado por potências imperialistas com as quais não teria capacidade de negociar, mas não se admite a alternativa internacionalista de uma ampla coincidência de interesses com o mundo desenvolvido. Existem interesses comuns, mas existem também interesses conflitantes — como foi o da dívida externa —, que precisam ser negociados de acordo com o critério do interesse nacional.

Entretanto, da mesma forma que o velho nacionalismo continua a sobreviver misturado ao estatismo, o velho internacionalismo entreguista está mais vivo do que nunca. Mudou apenas de nome e a forma de justificar-se. Tudo agora gira em torno da idéia de “confidence building”, da construção da confiança internacional a qualquer preço. O “confidence building” só se preocupa com o interesse nacional em segunda instância. Em primeira instância o que ele quer é agradar o Primeiro Mundo, é obter a confiança dos investidores estrangeiros, é lograr “credibilidade”, é criar expectativas positivas para o país. Logrado esse objetivo, ele supõe que o interesse nacional estará automaticamente alcançado.

A política do confidence building (vou manter propositalmente a expressão em inglês e sem aspas) consiste em adotar todas as recomendações vindas de Washington e de Nova York — ou seja, do governo americano e dos bancos internacionais — para lograr maior confiança dos investidores internacionais, ainda que à custa dos interesses nacionais, e em substituição de um equilíbrio macroeconômico real. Não há, obviamente, nada de errado na busca de construção de confiança internacional. Mas essa estratégia transforma-se em confidence building quando, em nome dela, se sacrificam os interesses nacionais reais, ou quando ela se apresenta como substituta do ajuste fiscal e da taxa de câmbio realista.

O equilíbrio macroeconômico é também um objetivo de Washington e Nova York, por isso pode parecer paradoxal esta última troca. Muito frequente-

mente, porém, é possível, pelo menos no curto prazo, substituí-lo por gestos mais gerais, com forte sabor ideológico, como assinar um acordo da dívida externa lesivo aos interesses do país e engajar-se em amplo programa de privatização. Por outro lado, uma desvalorização da taxa de câmbio sempre reduz a confiança em nível internacional. A tentação de manter a taxa de câmbio nominalmente fixa da inflação é muito grande quando um país está engajado na política do confidence building.

Já a contradição entre a defesa dos interesses nacionais e a política de confidence building não tem nada de surpreendente. É evidente que nem sempre os interesses nacionais coincidem com a visão do Primeiro Mundo a respeito do que devemos fazer.

Ora, nenhum outro país se engajou mais decididamente na política do confidence building do que o México de Salinas de Gortari. Sua prática do confidence building iniciou-se em 1989, quando da negociação da dívida externa. Em fevereiro desse ano foi anunciado o Plano Brady, que permitia a redução (via securitização) da dívida, e o relativo desvinculamento, no processo de negociação, entre os bancos comerciais e o FMI. Estas duas diretrizes representavam um grande avanço da parte de Washington, mas estava claro, também, que a redução prevista no Plano Brady era limitada, insuficiente. Não obstante, em um tempo recorde, seis meses depois, em agosto desse mesmo ano, já estava o México assinando a minuta ("term sheet") do seu acordo com os credores externos.

O acordo com os credores foi contrário ao interesse nacional do México. A redução alcançada da dívida, pífia. Na verdade, se considerarmos a posterior queda da taxa de juros internacional, foi nula. Não obstante, o acordo foi justificado pelo governo porque "construía confiança internacional", e, assim, permitia, de um lado, a queda da taxa de juros interna e o "spread" (taxa de juros adicional à libor) pago pelo México nos seus financiamentos comerciais externos, e de outro, porque promovia o fluxo de investimentos para o México.

Em seguida, continuou-se sistematicamente com a política de confidence building, apoiada principalmente em uma taxa de câmbio crescentemente valorizada. A estabilização fora conseguida de forma competente pelo presidente De la Madrid, em dezembro de 1987, através de um congelamento de preços e de âncora cambial. A taxa de inflação reduziu-se violentamente,

mas restou uma inflação residual que o governo decidiu combater com o atraso cambial. Em pouco tempo o país entrou em déficit na conta corrente e na própria balança comercial. Em 1994 seu déficit em conta corrente já alcançava 6% do PIB.

Para financiar esse déficit o México contou com um enorme fluxo de capitais. Que vinha para o México menos em função da confiança despertada e mais em função do diferencial de taxa de juros. Mas havia também alguma confiança, já que os banqueiros, apesar da gravidade de seus trajes escuros, não resistem à perspectiva de lucros elevados em passivos arriscados. O setor financeiro é por definição especulativo e volátil. Por essa razão o sistema financeiro internacional manteve a confiança no México enquanto lhe foi possível. Mas manteve uma confiança cautelosa. Não apenas por causa da revolta de Chiapas, mas principalmente porque percebia que o México não se desenvolvia, não obstante o brutal fluxo de capitais externos.

E por que não se desenvolvia? Por que as taxas do crescimento do PIB foram sistematicamente baixas nos últimos anos? Fundamentalmente porque os empresários locais e as empresas multinacionais limitavam seus investimentos, seja porque não previam demanda para os bens a serem produzidos devido à excessiva abertura que a taxa de câmbio valorizada potencializava, seja porque percebiam a debilidade do equilíbrio macroeconômico. Os "investimentos" externos continuavam, sem dúvida, elevados, mas eram principalmente aplicações de "hot money", sem nenhuma relação com o investimento propriamente dito em aumento da capacidade produtiva. Na verdade as entradas de capitais eram utilizadas para o consumo e para o pagamento pesadíssimo do serviço da dívida externa, em vez de financiar investimentos.

Como o México verificou, a política do confidence building tem pernas curtas. Há algum tempo essa confiança vinha sendo erodida. A assinatura do acordo do NAFTA lhe garantiu uma sobrevida. Mas em dezembro a confiança esgotou-se, abrindo tempos turbulentos para o novo presidente mexicano. Resta, agora, esperar que a desvalorização do peso mexicano seja real, e que o México consiga, a partir daí, construir seu desenvolvimento a partir de bases mais sólidas e mais consentâneas com seus interesses reais.

(*Gazeta Mercantil*, 16/01/1995)