

Controle inflacionário e balanço de pagamentos

Rubens Penha Cysne

Em última instância, a inflação reflete uma demanda por bens e serviços dos residentes de determinada economia superior à respectiva oferta. Que oferta líquida deve-se considerar nesta questão quando se tem como base a demanda determinada pela absorção interna (consumo mais investimento), eis um ponto que merece ser bem entendido.

Numa economia fechada ou numa economia aberta sujeita a imediatas restrições de crédito externo, a oferta a se considerar é aquela limitada pela capacidade de produção doméstica. Isto, entretanto, não ocorre em uma economia aberta sem restrições de crédito.

Neste segundo caso, aumentos contínuos dos gastos públicos ou privados podem sempre ser atendidos sem pressões inflacionárias, bastando para isto obter do resto do mundo, liquidamente, a necessária provisão de bens e serviços que façam frente a tais demandas. Sob esta condição, é teoricamente possível que a necessária igualdade *ex-post* entre demanda e oferta possa se dar sem majorações prévias significativas do nível de preços.

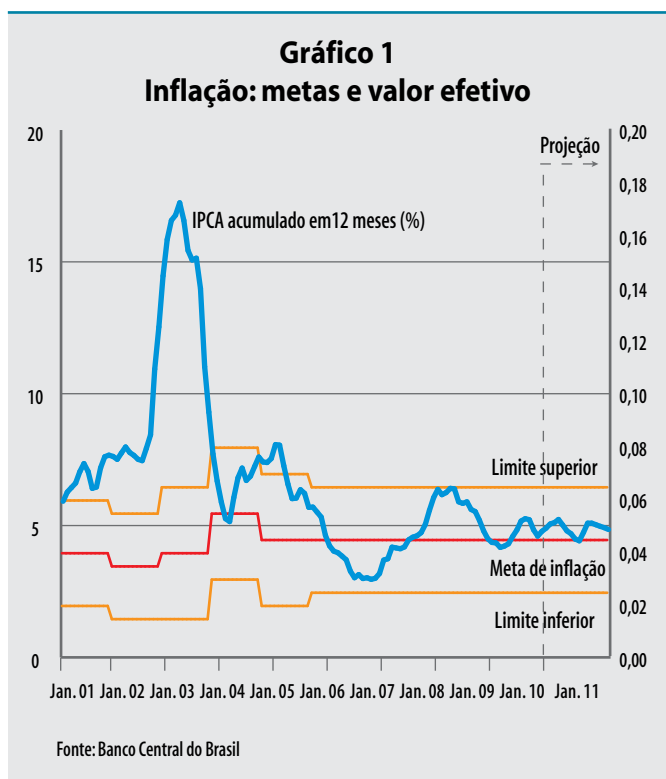
Câmbio

O mecanismo de câmbio flutuante, quando acompanhado de razoável mobilidade de capitais, provê um meio automático através do qual tal equilíbrio se configura. Elevações de consumo ou investimento da parte de residentes geram pequenas elevações de juros que majoram a entrada de capitais externos, desta forma valorizando a moeda doméstica. Tal valorização reduz as exportações e aumenta as importações, meio pelo qual se compensa, liquidamente, a preços possivelmente constantes, o acréscimo inicial de procura por bens e serviços provocado por possíveis expansões da absorção interna.

Tudo pode correr muito bem, até o ponto em que os déficits na conta corrente do balanço de pagamentos passam a gerar um montante do passivo externo líquido do país que dá início a um processo de desconfiança dos provedores de crédito líquido em moeda estrangeira. Quando isto ocorre, há uma necessidade de reverter tais déficits, configurando, em última instância, que o sucesso no combate à inflação no período inicial pode ter significado, em boa parte, uma transferência de problemas para o futuro.

De fato, na ausência de variações de preços de ativos, em cada período o passivo externo líquido majora-se pelo valor do déficit da conta corrente. A necessidade de reversão do total do passivo ao final do período de bonança (combate à inflação com provisão externa de bens e serviços) dá-se de forma simétrica ao que ocorreria no início do processo: os déficits correntes têm que ser decrescentes. A reversão costuma exigir queda de salários reais e, conseqüentemente, custos políticos.

A reversão do déficit corrente implica a necessidade de desvalorização do câmbio, que por sua vez dá origem a um



processo inverso àquele descrito inicialmente: a provisão líquida de bens e serviços do resto do mundo para o país passa a ficar cada vez menor (em linha direta com a queda do déficit na conta corrente do balanço de pagamentos), fomentando o excesso de demanda interna e a inflação.

Neste ponto, a consecução de metas de inflação passa a não mais se sustentar sem uma política fiscal responsável. Na inexistência de recurso à poupança externa e com expansões fiscais desenfreadas, a elevação dos juros necessária para conter a inflação passa a penalizar em demasia os investimentos privados, desorganizando a economia como um todo. Sem o lado fiscal sob controle, metas boas para a inflação podem passar a ser ruins para o país.

Até aqui referimo-nos a fatos de ordem teórica. Aplicar-se-ia, tal arrazoado, à situação atual do Brasil? Com este intuito, é interessante observar como tem evoluído o controle de inflação e, simultaneamente, o déficit na conta corrente do balanço de pagamentos.

Os dois gráficos proveem de uma visão simultânea deste processo. O gráfico 1 mostra a inflação efetiva (linha azul), a meta (linha vermelha) e a faixa máxima de variação prevista (pelo Banco Central) em torno da meta (área laranja).

Cabe observar como tem evoluído o controle de inflação e, simultaneamente, o déficit na conta corrente do balanço de pagamentos

Os valores referem-se às variações anuais do IPCA medidas a cada mês. O gráfico 2 mostra o déficit anual na conta corrente do balanço de pagamentos como percentual do PIB de cada ano. Nos dois casos, inclui-se também uma projeção de tais variáveis feitas pelo FMI.

Constatação

Observa-se que o controle da inflação dentro das metas previstas, exitoso desde o início de 2004, se fez acompanhar, até o final de 2006, de um superávit decrescente na conta corrente do balanço de pagamentos. A partir do início de 2007 inicia-se uma sequência de déficits que atinge um valor da ordem de 3% do PIB no período recente. Bens e serviços (incluindo renda) liquidamente pro-

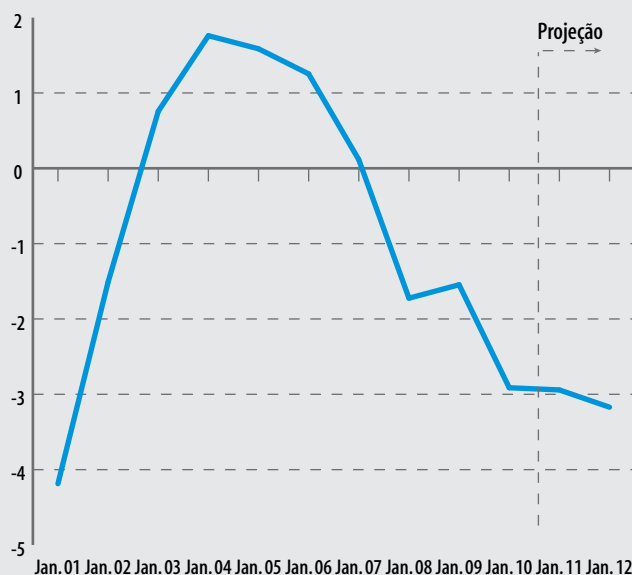
Uma maior atenção no tempo presente ao problema dos gastos previdenciários públicos e privados seria fortemente recomendável

duzidos por não residentes têm sido cada vez mais mobilizados para fazer frente ao excesso da absorção interna sobre o PNB (produto nacional bruto a preços de mercado). Visto de outra forma, bens e serviços produzidos por não residentes têm sido cada vez mais acrescidos à produção doméstica para fazer frente à absorção interna.

Não há dúvida que as taxas de juros internacionais estão relativamente baixas, o que confere certo conforto àqueles que defendem a estratégia de troca de ajustes presentes por ajustes futuros. A relação investimento/consumo, entretanto, está ainda muito baixa. Tal fato opera em sentido contrário ao que se recomendaria para evitar oscilações intertemporais bruscas de consumo que reduzem o bem-estar da população.

Quanto tempo pode durar este processo de déficits em conta corrente compensadores do excesso de gastos privados ou públicos, eis uma questão

Gráfico 2
Saldo em transações correntes
(% do PIB)



Fonte: Banco Central do Brasil. Para 2010 em diante, FMI – World Outlook Database (abril de 2010).

para a qual não se tem resposta precisa. Numa conjuntura sem maiores percalços ou crises, muitos anos; na presença de solavancos como aquele ocorrido em 2008, menos tempo.

Tudo depende do estado de espírito daqueles que financiam nosso déficit, aceitando temporariamente papéis, juros, dividendos e *royalties* em troca de bens e serviços. Pelo sim, pelo não, uma maior atenção no tempo presente ao problema dos gastos previdenciários públicos e privados seria fortemente recomendável (veja, a este respeito, Cysne [2010]).

Temporalidades à parte, o raciocínio aqui desenvolvido é útil para deixar clara a vulnerabilidade de modelos de previsão inflacionária que não incluem dentre suas variáveis-chave o humor dos fluxos líquidos de capital para o país. ■

Rubens Penha Cysne é diretor da Escola de Pós-Graduação em Economia da FGV (<http://www.epge.fgv.br/users/rubens/>)

Referências: Cysne, Rubens Penha (2010). "Previdência: Brasil na Contramão Mundial" *Revista Conjuntura Econômica*, vol.64, nº 07, p.70-72, jul./10.