

Notas e comentários

Sugestões para uma nova política de minidesvalorizações cambiais

Ruben D. Almonacid *

1. Introdução; 2. A paridade do poder de compra como regra para as minidesvalorizações; 3. Choques monetários e reais e a política de desvalorização ótima; 4. Dívida externa atual e desejada do Brasil; 5. Conclusão.

1. Introdução

Os grandes déficits em contas-correntes dos últimos anos (7,1 bilhões de dólares em 1974, 6,7 em 1975, 6,0 em 1976, 3,9 em 1977 e 5,4 em 1978) e o conseqüente aumento da dívida externa bruta (que quase quadruplicou) e líquida (que mais que quintuplicou) desde 1973, são indicativos das dificuldades pelas quais passa o setor externo brasileiro (tabela 1). Em virtude destes resultados, muito tem-se discutido em tempos recentes sobre a necessidade ou não de se alterar a política cambial do Brasil, existindo hoje duas correntes de opinião a este respeito:

- a) A primeira argumenta que o cruzeiro está sobrevalorizado e que, portanto, deve ser desvalorizado. Isto poderia ser feito por uma maxi ou mididesvalorização, dependendo da estimativa da magnitude do desequilíbrio, ou, por meio das minidesvalorizações reais (desvalorizações maiores que o diferencial entre a inflação interna e a externa).
- b) A segunda, defendida pelo menos por alguns técnicos do Governo, julga que a taxa de câmbio está bastante próxima do seu valor de equilíbrio. Supõe-se, neste caso, que a política de substituição de importações

* Professor livre-docente da USP. O autor agradece a assistência de Maria Cristina Pinotti, Jeanne de Carvalho e Agostinho C. Pascalicchio.

produzirá mudanças no padrão de importações do País, o que restabelecerá o equilíbrio da balança comercial. A política de endividamento externo seria usada, assim, no período de transição.

Muitos dos que defendem a desvalorização do cruzeiro argumentam que a atual sobrevalorização é consequência do uso incorreto da política de minidesvalorizações, porque o Governo, na tentativa de controlar a inflação, tem desvalorizado menos que o diferencial de inflação interna e externa. De fato, entre a revolução de 64 e dezembro de 77, o índice do valor real do dólar caiu de 1,00 para 0,72. Desde dezembro de 1971, a queda foi de 9,06% e desde 1973, a queda foi de 7,6%.

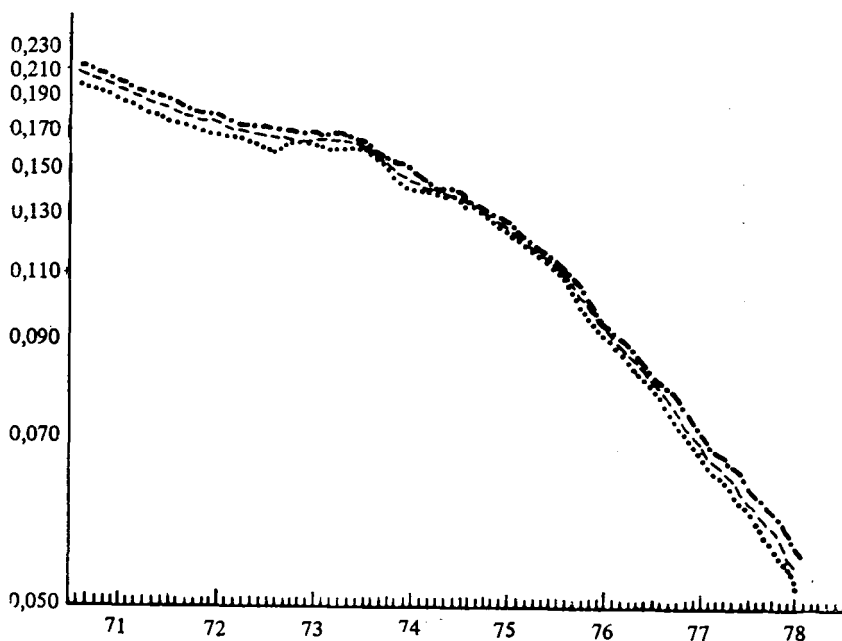
Aqueles que acreditam que o cruzeiro não está sobrevalorizado poderiam contra-argumentar de três formas:

1. Apesar de que escolhendo pontos específicos no tempo se possa mostrar sobrevalorização real do cruzeiro, quando analisado numa perspectiva de longo prazo, observa-se que a política de minidesvalorizações manteve a relação dólar-cruzeiro estritamente de acordo com a teoria da paridade do poder de compra. Assim, usando-se o ano de 1944 como referência, o cruzeiro deveria valer, em junho de 1978, 5,4 centavos de dólar; usando-se 1973 como referência, o valor deveria ser 5,2 centavos de dólar. Na realidade, o valor oficial do dólar era 5,6 centavos, muito próximo, portanto, dos valores de paridade (ver gráfico 1).
2. Um segundo argumento comumente usado é que, como o dólar tem se desvalorizado com relação a várias moedas, seu valor real não seria relevante. De fato, eles diriam que o valor do cruzeiro deve ser medido por uma média ponderada das moedas dos principais parceiros comerciais do Brasil, na qual os pesos sejam dados pela participação de cada país no nosso comércio externo. E, como ilustra o gráfico 2, medido desta forma, o valor real do cruzeiro, com relação a uma cesta incluindo o dólar, o marco, o ien, o franco francês, o florim, a libra esterlina e a lira, caiu 12% entre 1970 e 1977.
3. O terceiro argumento seria mostrar que, com o aumento das tarifas, restrições quantitativas e depósitos compulsórios sobre as importações e o aumento dos subsídios de vários tipos às exportações, o valor efetivo do cruzeiro caiu bem mais do que indica a sua simples cotação financeira.

Por outro lado, levantam-se sérias dúvidas aos argumentos dos defensores do *status quo* baseados no fato de: a) a revalorização do cruzeiro em relação ao dólar ter acontecido principalmente após a crise do petróleo,

quando mais se necessitava aumentar o superávit comercial para compensar as maiores despesas com o óleo cru; a tão falada desvalorização do cruzeiro, frente a uma cesta de moedas, ter acontecido antes da crise do petróleo (o valor real do índice de moedas com base 100 em 1970 era de 112 em 1973 e novamente 112 em 1977) e, finalmente, o aumento do custo das importações de matérias-primas básicas e bens de capital, ter para fins de proteção efetiva de nossas exportações, atuado no sentido contrário ao aumento dos subsídios às exportações (Pastore, 1977).

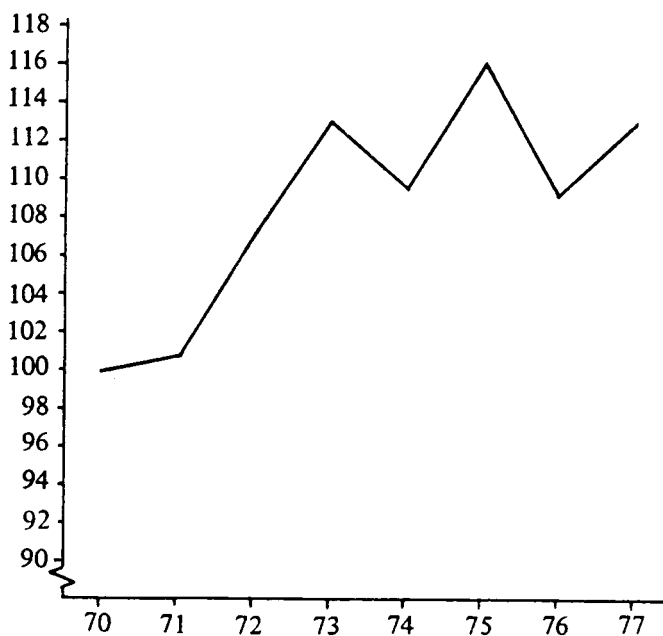
Gráfico 1
A política de minidesvalorizações do Brasil
e a paridade do poder de compra



- Valor atual do cruzeiro em dólares (dólares/cruzeiro)
- - - Valor do cruzeiro usando paridade de 1944, definida como sendo $\pi_{44,t} = [(\text{dólares/cruzeiro}) P_B / P_{US}]_{1944} (P_{US} / P_B)_t$ e
- Valor do cruzeiro usando paridade de 1973, definida como sendo $\pi_{73,t} = [(\text{dólares/cruzeiros}) P_B / P_{US}]_{1973} (P_{US} / P_B)_t$, onde P_B é o índice de custo de vida no Brasil e P_{US} é o índice de preços ao Consumidor nos EUA.

Fontes: Boletim do Banco Central e International Financial Statistics

Gráfico 2
Índice do valor real das moedas dos principais
parceiros comerciais do Brasil (1970 = 100)



O índice no gráfico foi definido como sendo

$$I_t = \sum_i \alpha_{i,t} I_{i,t}$$

onde $\alpha_{i,t}$ é a participação do país i no comércio do Brasil no ano t e $I_{i,t}$ é

o índice do valor real da moeda do país i no ano t definida como sendo

$$I_{i,t} = [(cruzeiros/moeda \text{ país } i) P_i / P_B]_t / [(cruzeiros/moeda \text{ país } i) P_i / P_B]_{70}$$

P_i é o índice de preços ao consumidor no país i e

P_B é o índice de custo de vida no Brasil

Fonte: International Financial Statistics, dez. 1975 e out. 1978.

A existência de resultados tão diferentes, conforme se tome o dólar ou uma cesta de moedas e se comparem períodos diversos, leva-nos a formular duas questões:

1. Qual variável deveria ser usada na comparação, se é que existe uma que possa ser considerada como mais adequada, e qual o período que deve ser escolhido para a análise.
2. E, se essa variável ou prazo não existir, haveria algum outro critério que permitisse julgar a adequação dos valores observados da taxa de câmbio.

Este trabalho se propõe dar uma resposta a estes dois problemas. Para tanto ele se divide em três itens. O primeiro discute os fundamentos da teoria econômica por trás da regra atual de minidesvalorizações. O segundo distingue entre choques monetários e reais como causadores de desequilíbrios externos e conclui que a fórmula atual é inadequada para corrigir choques externos reais (em particular a crise do petróleo). Propõe também uma regra de minidesvalorização capaz de corrigir esses choques reais usando como critério de comparação a diferença entre o crescimento da dívida atual e a desejada. O terceiro item tenta quantificar para o caso do Brasil as variáveis envolvidas na análise. Conclui-se que existe evidência de que o cruzeiro estaria sobrevalorizado. Sugere-se o uso de uma midi ou maxidesvalorização e de minidesvalorizações reais como forma de restabelecer o equilíbrio externo do Brasil.

2. A paridade do poder de compra como regra para as minidesvalorizações

A teoria econômica indica que o valor de uma variável econômica (em particular de um instrumento de política econômica) deve ser julgado pelos resultados que produz. Neste sentido, é irrelevante que, em determinado ano, a desvalorização tenha sido muito grande ou muito pequena, principalmente porque existem fatores além da diferencial de inflação que afetam a taxa de câmbio de equilíbrio.

Entre as causas mais importantes de variação de taxa de câmbio de equilíbrio cabe citar: diferenças no crescimento econômico, na taxa de urbanização e no desenvolvimento tecnológico; mudanças nas preferências dos indivíduos e, mais importante talvez, nas políticas comerciais (subsídios às exportações, tarifas às importações, quotas, depósitos prévios) e

outros fatores tais como a existência de sistema de taxas de câmbio múltiplas e a ocorrência de crise do petróleo, de secas ou geadas, de variações nas taxas de juros internacionais e nos preços relativos.

O critério objetivo de julgar o valor da variável pelos resultados que produz se baseia na hipótese de que cada variável tem um papel específico a desempenhar. No caso da taxa de câmbio, sua função é produzir determinados efeitos (equilíbrio ou desequilíbrio, dependendo da política de endividamento desejada) na balança comercial, de contas correntes e no balanço de pagamentos. Para valores dados de todas as variáveis mencionadas, uma taxa de câmbio será julgada muito alta ou muito baixa, conforme produza superávits externos maiores ou menores que os desejados. Obviamente, se qualquer outra variável mudar, a taxa real deve ser ajustada de acordo.

3. Choques monetários e reais e a política de desvalorização ótima

A idéia básica que orienta nossa análise é que a economia está sujeita a dois tipos de choques: a) monetários; b) reais.

O uso generalizado da correção monetária, que no caso de uma economia aberta implica uma política de minidesvalorizações, baseada na paridade do poder de compra, é suficiente para corrigir qualquer tipo de desequilíbrio, resultante de choques monetários de origem interna ou internacional. Não é suficiente, entretanto, para corrigir desequilíbrios originários de choques reais, cuja solução exige uma mudança em alguns preços relativos (Martone, 1978).

Uma vez concluído que a indexação é o meio mais eficiente para minimizar os efeitos alocativos e distributivos decorrentes dos choques monetários, restam dois problemas: a) como identificar os choques reais; b) como incorporar nas regras de correção monetária um mecanismo de ajuste que garanta que a economia não se distancie da sua posição de equilíbrio.

A idéia de que o valor de uma variável econômica deve ser julgado em função dos resultados que produz nos dá elementos para responder à primeira questão. Neste sentido, o país deve estabelecer uma taxa desejada de endividamento, que pode ser positiva (se o país precisar de capitais estrangeiros para complementar a poupança interna), zero (se o país é auto-suficiente) ou negativa (se o país for exportador de capitais).

Conseqüentemente, o valor da taxa de câmbio deve ser julgada em função da magnitude do déficit da balança em conta-corrente ou da diferença entre a taxa de crescimento da dívida externa efetiva e a desejada.¹ Se a dívida estiver crescendo mais rapidamente que o desejado, levando-se em conta os efeitos defasados, a moeda está sobrevalorizada, independentemente de, em termos de paridade do poder de compra, o seu valor real ter caído ou estar aparentemente baixo. Se a dívida estiver crescendo menos rapidamente que o desejado, a moeda está subvalorizada.

A resposta à segunda questão é também facilmente obtida, uma vez que se aceite o raciocínio anterior: a taxa de desvalorização cambial deve incorporar um fator para corrigir as discrepâncias entre a taxa de endividamento efetivo e o desejado. Assim, a fórmula para a política de mini-desvalorizações que sugeriríamos é:

$$\hat{\pi} = \hat{P} - \hat{P}_E + \alpha [\hat{D} - (\hat{D})^*]$$

onde $\hat{\pi}$ é a taxa de desvalorização cambial; \hat{P} a taxa de inflação interna; \hat{P}_E a taxa de inflação do resto do mundo; \hat{D} a taxa de endividamento efetivo e $(\hat{D})^*$ a desejada.² α indicaria a velocidade à qual se ajusta a taxa de câmbio, quando há discrepância entre a taxa de endividamento efetiva e desejada; α não seria uma constante e sim uma função, que dependeria do efeito da taxa cambial sobre a balança de contas-correntes.

¹ Se os movimentos de capitais não fossem um elemento importante do balanço de pagamentos, como era o caso até alguns anos atrás, o critério de avaliar o estoque de reservas internacionais em comparação com um estoque desejado produziria os mesmos resultados que o modelo sugerido no texto. O uso de uma meta de reservas, quando existem movimentos de capitais poderia tornar o sistema dinamicamente instável.

² Não existe problema algum em se identificar empiricamente a taxa de crescimento efetivo da dívida que corresponde ao saldo da balança em contas-correntes. Já a taxa desejada de endividamento não é diretamente observável. Porém, ela deveria incluir dois componentes, um para ajustar qualquer discrepância que pudesse existir entre o estoque de endividamento desejado e o atual e, outro, para incorporar o crescimento do endividamento desejado. Em símbolos isto seria:

$$(\hat{D})^* = f(D - D^*) + \hat{D}^*$$

onde $(\hat{D})^*$ é a taxa desejada de endividamento,

D^* o nível desejado de endividamento e

\hat{D}^* sua derivada logarítmica em relação ao tempo.

É importante a distinção entre $(\hat{D})^*$ e \hat{D}^* . A primeira indica a que taxa os indivíduos querem se endividar, a segunda a que taxa cresce a dívida desejada. Se a dívida atual for igual à desejada (se $D = D^*$) as duas taxas também serão iguais, caso contrário $(\hat{D})^*$ e \hat{D}^* serão diferentes, na medida em que será necessário eliminar a discrepância entre os estoques.

A fórmula indica então que a mudança na taxa de câmbio depende de dois elementos: a) do diferencial da taxa de inflação (que capta qualquer choque monetário); b) da discrepância entre a taxa de endividamento externo efetiva e desejada (que capta qualquer choque real).

A aplicação desta nova fórmula de minidesvalorização teria também implicações para a paridade de taxas de juros, o que é necessário analisar. Como a fórmula permite que as mudanças na taxa de câmbio difiram das indicadas pela paridade do poder de compra, a paridade entre as taxas de juros internas e externas (mesma taxa de juros para empréstimos internos e externos) não seria continuamente mantida.

Em teoria o problema poderia ser resolvido incorporando-se um depósito compulsório sobre os empréstimos externos (poderia ser negativo), cuja magnitude dependeria do termo $\alpha [\hat{D} - (\hat{D})^*]$, para equalizar as taxas de juros. Na experiência brasileira atual, dada a grande diferença entre o custo atual dos recursos externos (da ordem de 50%) e os internos (da ordem de 65%), isto não criaria nenhum problema inicialmente.

4. Dívida externa atual e desejada do Brasil

Vejam, agora, se podemos quantificar as magnitudes envolvidas para o caso do Brasil. O único número não disponível de imediato é a taxa desejada de endividamento externo, que depende da discrepância entre a dívida externa efetiva e a desejada, cujo valor tampouco é disponível de imediato. Entretanto, uma meta que é frequentemente cogitada como sendo desejável, no curto prazo pelo menos, é que a dívida externa não exceda duas vezes o volume total das exportações anuais. Assim, utilizamos este número como o primeiro critério objetivo para definir a dívida desejada. Os resultados desta experiência são apresentados na tabela 3. Deles conclui-se que: a) a dívida externa efetiva superou a desejada em todos os anos do período considerado (70-77), com exceção do ano de 1970; b) tanto em 1970 como em 1973 a dívida efetiva está bastante perto da desejada; c) depois de 1973 a discrepância cresceu continuamente, atingindo quase 24% em 1977.

Usou-se, também, dois outros critérios para obter a dívida externa desejada. No primeiro foi tomada a relação entre a dívida líquida e as exportações, como critério relevante, e foi definida como relação desejada a média para o período 1970/73. A outra alternativa foi baseada na

análise da relação entre dívida líquida e PNB, tomando novamente a média do período 1970/73 como medida do valor de equilíbrio. Os resultados das duas experiências são apresentados na tabela 3. Com estas duas definições de dívida desejada os resultados também mostram que a dívida externa atual do Brasil cresceu mais rapidamente que a desejada. Embora os números não apresentem uma tendência de crescimento contínuo, como no caso do primeiro experimento, ambos apresentam o maior desequilíbrio em 1977. Nos três casos analisados, o resultado mais provável para 1978 indica que a tendência de aumento do desequilíbrio deve se manter.

Da análise do comportamento da relação entre dívida efetiva e desejada, nas três definições de dívida externa desejada, segue-se que a desvalorização cambial foi, nestes anos, insuficiente para restabelecer o equilíbrio externo. Isto implica em que o cruzeiro está agora sobrevalorizado, independentemente do que indiquem as relações de paridade e do comportamento do dólar no mercado internacional. Conclui-se que, para restabelecer o equilíbrio externo, deve-se fazer um ajustamento na política cambial, capaz de produzir a mudança necessária nos preços relativos.

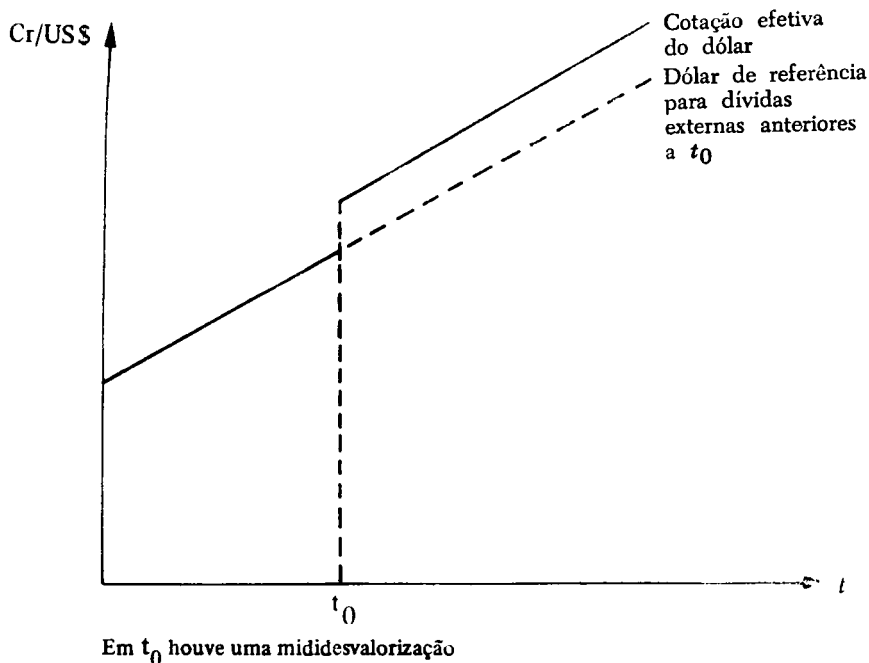
As duas formas possíveis de desvalorizar o cruzeiro seriam por meio de uma *midi* ou *maxidesvalorização* ou por *minidesvalorizações* reais. As vantagens das *minidesvalorizações* reais, em relação a uma *midi* ou *maxidesvalorização*, são evitar o salto brusco de alguns preços e seu menor impacto inflacionário inicial. Suas desvantagens são: ela requer tempo para produzir um impacto sobre os preços relativos, e seu impacto sobre os movimentos de capitais (que é negativo) deve ser mais rápido que seu impacto sobre o fluxo de bens e serviços. Em função disso, e como o desequilíbrio nos preços relativos parece ser bastante grande, poderia ser recomendável fazer parte do ajustamento via *minidesvalorizações* reais e parte utilizando-se de uma *midi* ou *maxidesvalorização*, que daria um impulso inicial às exportações, desencorajaria as importações e aceleraria o processo de ajustamento.

A magnitude deste ajustamento inicial na taxa cambial (*midi* ou *maxi*) dependeria do conjunto de medidas de política: a) comercial (subsídios, tarifas, depósitos compulsórios etc.); b) financeira (reservas compulsórias interna e externa, crescimento da moeda e do crédito, taxas de juros, empréstimos subsidiados etc.); c) fiscal (crescimento das despesas, dos tributos e do endividamento interno) que a acompanham.

Neste caso, entretanto, dado o tamanho da dívida externa do setor privado, poderia ser conveniente neutralizar o impacto da *mididesvalorização* sobre o valor em cruzeiro da dívida externa. Isto poderia ser obtido

pela criação de um “dólar de referência” (cuja desvalorização poderia ter a mesma taxa de crescimento da do dólar efetivo, depois de descontada a mididesvalorização), como ilustrado no gráfico a seguir.

Gráfico 3
Relação entre o dólar atual e o de referência
após a mididesvalorização.



5. Conclusão

As principais conclusões que podem ser extraídas da análise feita são:

- conforme ensina a teoria econômica, a política cambial deve ser julgada em função dos efeitos que ela produz sobre as contas externas do país;
- o crescimento do endividamento externo, a um ritmo maior do que seria desejável, indicaria que a política cambial foi insuficiente para manter o equilíbrio externo;
- o problema teria sido o de fixar-se a uma fórmula de minidesvalorizações, de acordo com a paridade do poder de compra, quando os choques reais sofridos pelo Brasil foram sistemáticos e importantes;

● a solução para corrigir o desequilíbrio externo brasileiro estaria em modificar-se a fórmula de minidesvalorizações, incorporando um termo que corrigisse os desequilíbrios de origem real — a nova fórmula seria facilmente aplicável à economia brasileira;

● a) o rápido crescimento da dívida externa dos últimos anos, seguramente superior às várias definições de endividamento desejado; b) a demora das minidesvalorizações reais em produzir algum impacto sobre os preços relativos; c) a urgência em restabelecer-se o equilíbrio externo, fazem recomendável adotar-se uma *midi* ou *maxidesvalorização*.

Tabela 1
Principais estatísticas do setor externo brasileiro
(em US\$ milhões)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
1970	232	-562	2.739	1.187	5.295,2	4.108
1971	-341	-1.307	2.904	1.723	6.621,6	4.876
1972	-244	-1.489	3.991	4.183	9.521,0	5.338
1973	7	-1.688	6.199	6.416	12.571,5	6.156
1974	-4.690	-7.122	7.951	5.269	17.165,7	11.915
1975	-3.540	-6.700	8.670	4.041	21.171,4	17.137
1976	-2.255	-6.013	10.128	6.544	25.985,4	19.441
1977	97	-3.917	12.120	7.256	32.037,2	24.781
1978(p)	-1.000	-5.400	12.500	11.000	41.000,0	30.000

Fonte: Banco Central do Brasil

(p) Preliminar

(1) Balança comercial; (2) Balança em contas-correntes; (3) Exportações; (4) Reservas estrangeiras;

(5) Dívida bruta; (6) Dívida líquida

Tabela 2
Dívida externa bruta efetiva e "desejada"
(US\$ milhões)

	Exportações (X)	Dívida externa bruta	Dívida desejada	$D-D^*$
		(D)	$D^* = 2X$	D
1970	2.739	5.295,2	5.478	1,0345
1971	2.904	6.621,6	5.808	1,1229
1972	3.991	9.521,0	7.982	1,1616
1973	6.199	12.571,5	12.398	1,0138
1974	7.951	17.165,7	15.902	1,0736
1975	8.669	21.171,4	17.340	1,1810
1976	10.128	25.985,4	20.257	1,2204
1977	12.126	32.037,2	24.252	1,2430
1978(p)	12.500	41.000,0	25.000	1,3902

(p) Preliminar

Tabela 3
Medidas alternativas do desequilíbrio externo

	(1)	(2)	(3)	(4) ¹	(5)	(6)	(7) ²
	Dívida Líquida (D)	Exportações (X)	$\frac{D}{X}$	$\frac{D}{X} / \left(\frac{D}{X}\right)^*$	PNB (Y)	$\frac{D}{Y}$	$\frac{D}{Y} / \left(\frac{D}{Y}\right)^*$
1970	4.108	2.739	1,4998		45.391,3	0,091	
1971	4.876	2.904	1,6701		52.356,3	0,093	
1972	5.338	3.991	1,3375		81.343,0	0,087	
1973	6.156	6.199	0,9931		81.343,0	0,076	
1974	11.915	7.951	1,4986	1,0880	105.967,5	0,112	1,2918
1975	17.137	8.669	1,9766	1,4350	124.219,0	0,138	1,5917
1976	19.444	10.128	1,9198	1,3938	145.912,4	0,133	1,5340
1977	24.781	12.120	2,0450	1,4850	164.437,1	0,151	1,7420
1978 (p)	30.000	12.500	2,4000	1,7424	188.100,0	0,159	1,8396

¹ $\left(\frac{D}{X}\right)^* = 1,3774$, foi definida como a relação média para o período 1970/73.

² $\left(\frac{D}{Y}\right)^* = 0,0867$, foi definida como a relação média para o período 1970/73.

(1), (2) e (5) em US\$ milhões.

(p) Preliminar.

Bibliografia

Martone, C. Inflação numa economia aberta com indexação da taxa de câmbio. *Estudos Económicos*, 8 (1), 1978.

Pastore, Affonso et alii. *Análise da promoção de exportações sob a ótica da proteção efetiva*. Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior, Rio de Janeiro, 1977. Versão preliminar.