

## Desvalorização Cambial e Inflação

A literatura sobre a relação entre a taxa de câmbio e o nível de preços tem crescido com vigor nos últimos anos, particularmente no tocante à relação entre desvalorização nominal e inflação. O tema tem ganhado importância por causa de dois fenômenos distintos. O primeiro é a queda generalizada das taxas de inflação nos países desenvolvidos, em especial, nos Estados Unidos, cuja economia tem apresentado desempenho surpreendente, aliando crescimento econômico duradouro, níveis historicamente baixos de desemprego e baixa inflação. Um dos fatores apontados como responsáveis por esse “enigma” é a valorização do dólar. Nesse caso, o impacto da taxa de câmbio sobre os preços é deflacionário. O segundo fenômeno é o abandono do regime de câmbio fixo em circunstâncias desfavoráveis, exemplificado pela crise asiática, em 1997, e pela desvalorização do real, em janeiro de 1999. Nesses casos, o impacto da taxa de câmbio sobre os preços é inflacionário.

Apesar de ambos os fenômenos terem pontos em comum, eles são qualitativamente diferentes. Enquanto no primeiro a taxa de câmbio é flexível, no segundo, ela era usada como âncora nominal. Nessa situação, a desvalorização cambial constitui-se em choque considerável sobre a economia, seja por seu caráter inesperado, por sua magnitude, geralmente elevada, ou pelo fato de a economia perder, pelo menos temporariamente, sua âncora nominal. Analisar-se-á, aqui, a segunda situação, com ênfase na experiência brasileira recente.

No começo do ano, quando o real sofreu desvalorização em meio a grave crise cambial, a expectativa da maioria dos economistas era de que a inflação voltaria com força, a exemplo do que já ocorrera no passado. Havia o receio de que a estabilidade econômica conquistada ao longo dos últimos quatro anos e meio, e a custo elevado, seria perdida da noite para o dia. A defesa do regime de câmbio fixo se apoiava, em parte, no temor de que qualquer desvalorização fosse anulada pela inflação, embora os desdobramentos da crise asiática já refutassem a validade desse argumento. Poucos meses após a flutuação cambial, as previsões iniciais provaram-se erradas, tanto em termos qualitativos como em termos quantitativos.

Recentemente, vários meses após a introdução do novo regime cambial, voltou-se a ouvir que a inflação havia retornado. A razão estaria nos aumentos da inflação no atacado, provocados pela desvalorização do real nos últimos meses, que a distanciaram ainda mais da inflação ao consumidor, em 1999. Seria apenas uma questão de tempo para que os aumentos no atacado passassem para o varejo, ou seja, haveria inflação reprimida na economia.

Na verdade, o equívoco analítico subjacente às previsões feitas no início do ano e àquelas mais recentes é o mesmo. Qualquer análise sobre a relação entre taxa nominal de câmbio e inflação

deve começar, necessariamente, pela definição do que é taxa real de câmbio. O câmbio real é um preço relativo fundamental da economia e mede a relação entre o preço dos bens internacionais e dos bens domésticos. Tradicionalmente, define-se taxa real de câmbio como  $e = EP^*/P$ , onde  $E$  é a taxa nominal de câmbio,  $P^*$  é o nível de preços internacional e  $P$  é o nível de preços nacional.

O preço dos bens internacionais pode mudar em decorrência de dois fatores: uma mudança na taxa nominal de câmbio e/ou uma mudança nos seus preços em moeda estrangeira. O Índice de Preços por Atacado (IPA), por conter maior proporção de bens comercializados internacionalmente, serve como aproximação para medir o nível de preço dos bens internacionais. O Índice de Preços ao Consumidor (IPC), que mede com maior precisão o custo de vida, pois possui maior proporção de bens não comercializáveis internacionalmente, é adequado para medir preços de bens domésticos.

Este é o ponto de partida para entender por que o Plano Real causou expressiva valorização da taxa real de câmbio, gerando déficits elevados na balança comercial. A inflação doméstica não converge instantaneamente para a inflação internacional no momento em que a taxa de câmbio é fixada, em virtude da existência de rigidez de preços e salários na economia, que pode ser causada, por exemplo, pela indexação ou ajuste vagaroso das expectativas de inflação. No início do Plano Real, os preços dos bens domésticos continuaram a subir durante certo período. Por outro lado, os preços dos bens comercializáveis sofreram, rapidamente, os efeitos da maior abertura da economia para os bens importados e logo se estabilizaram. Assim, a valorização da taxa real de câmbio foi causada pelo maior aumento nos preços dos bens domésticos comparativamente aos bens internacionais, fenômeno registrado pelos índices de preços ao consumidor, que cresceram muito mais que os índices de preços ao atacado.

Dessa maneira, era de se esperar que depois da mudança do regime cambial os preços dos bens internacionais crescessem mais rapidamente que os dos bens domésticos, fenômeno inverso ao observado no início do Plano Real e que, por definição, é necessário para corrigir a sobrevalorização cambial. Cabe ressaltar que a taxa real de câmbio é uma variável endógena e que ao longo do tempo ela seria, necessariamente, corrigida. Isso de fato já vinha ocorrendo, uma vez que, a despeito do antigo regime cambial, no qual a taxa nominal de câmbio era desvalorizada cerca de 7% ao ano, foi registrada deflação na cidade de São Paulo em 1998.

Há farta evidência empírica de episódios de desvalorização cambial, tanto para países emergentes quanto para países desenvolvidos. A literatura, ao examinar os fatores que poderiam explicar a dimensão do repasse da variação cambial para a inflação doméstica sugere o seguinte: o nível de apreciação da taxa de câmbio real no momento anterior à desvalorização da moeda é inversamente proporcional à magnitude do repasse, enquanto o nível de inflação inicial é diretamente proporcional ao repasse.