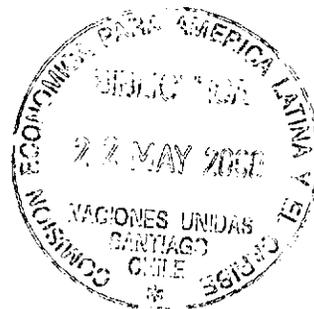


CEPAL
COMISSÃO ECONÔMICA PARA AMÉRICA LATINA E CARIBE
Escritório no Brasil



**O FLUXO DE CAPITAIS E
A ESTABILIDADE MACROECONÔMICA**

7

8

9

10

O FLUXO DE CAPITAIS E A ESTABILIDADE MACROECONÔMICA.*

F. Ohana
CEPAL/Brasília
Agosto 1994

I - Introdução

A lógica da abordagem teórica convencional de que a estratégia de defesa da taxa real de câmbio conduz à perda de controle do processo inflacionário é bastante conhecida. A adoção dessa estratégia indexa a taxa nominal de câmbio e a oferta monetária (através do balanço de pagamentos) à inflação doméstica.

Um aumento na demanda interna por não-comercializáveis (déficit público), ao gerar um excesso de demanda, resulta no crescimento do nível de preços. Se a taxa nominal de câmbio permanecesse fixa, a elevação dos preços dos não-comercializáveis provocaria a valorização da taxa real de câmbio. Esta valorização, consagrando a alteração nos preços relativos da economia, funcionaria como âncora nominal aos preços domésticos, essencialmente, através da desvalorização dos ativos externos. Este efeito pobreza recomporia a poupança interna, reduzindo o excesso de demanda.

A estratégia de defesa da taxa de paridade, por outro lado, depreciaria a taxa nominal de câmbio em linha com os preços dos não-comercializáveis, aumentando o preço dos comercializáveis. Com a expansão monetária conseqüente, não haveria forma de reequilibrar o mercado doméstico e a inflação se aceleraria.

Os responsáveis pelas políticas econômicas dos países menos desenvolvidos (PMDs) perceberam que os custos associados à manutenção de taxas nominais fixas de câmbio (perda de competitividade internacional) superavam os benefícios de um estabilizador automático (âncora). Dentre os PMDs membros do FMI, a proporção daqueles que operavam com taxas nominais de câmbio fixas caiu de 65%, em 1976, para 30% em 1992.¹

Uma alternativa de política, nos PMDs, tem sido a imposição de limites de crédito em associação à estratégia de proteção da taxa de câmbio de paridade. As conseqüências mais comuns têm sido o efeito recessivo e a atração de capitais externos, em função do diferencial nas taxas de juros domésticas e internacionais, prejudicando as finanças públicas - o denominado efeito Fleming-Mundell. De fato, reconhecendo-se a escassez de capitais externos na época, esta foi a experiência brasileira em 1983, quando a política econômica substituiu a restrição externa (inegociável) pela restrição fiscal ao crescimento econômico.

Em face da estratégia do Plano Real, esta nota pretende analisar os fundamentos e as conseqüências macroeconômicas da política cambial e do movimento de capitais externos em um momento de implementação de um programa de estabilização. Em que medida os capitais externos devem ser evitados? Qual a lógica deste procedimento?

* Nota preparada para apresentação no I Seminário da SOBEET- Sociedade Brasileira de Estudos de Empresas Transnacionais e da Globalização Econômica, em 23 de agosto de 1994, no Rio de Janeiro.

¹Ver Montiel, P.J. & Ostry, J.D. "Real Exchange Rate Targeting in Developing Countries". IMF Paper on Policy Analysis and Assessment. PPA/93/2.

II - A Acumulação de Reservas e o Imposto Inflacionário

Recentemente, até junho de 1994, a política econômica defendeu (parcialmente) a taxa real de câmbio.² Havia, claramente, um *target* para o volume de reservas que, no conceito caixa, passou de US\$ 18.8 bilhões, em junho de 1993, para US\$ 41.0 bilhões, um ano depois.

A teoria econômica, neste caso, admitiria a hiperinflação como resultado provável, seguindo a lógica apresentada acima.

No Brasil, contudo, não houve hiperinflação, mas mudanças permanentes de patamares inflacionários, conformando a situação de inflação crônica e elevada, uma super-inflação.³ As explicações analíticas para esta tendência baseiam-se em problemas de natureza fiscal, monetária e cambial. Pelo lado cambial, uma crise provocaria a desvalorização, com o impacto inflacionário sendo acomodado pela expansão monetária e reajustes salariais. Os patamares representariam a convergência do impacto inflacionário decorrente de uma maxi-desvalorização *once-and-for-all*. Se o motivo fosse fiscal, os patamares resultariam da necessidade de aumentar o imposto inflacionário, tanto por causa de modernização dos serviços bancários, na proteção dos ativos financeiros, como em função de níveis sucessivamente maiores de déficit. Por outro lado, se a economia se encontrasse em uma situação de insuficiência fiscal e passasse por um *shock* de natureza cambial (acumulação de reservas), sob um regime de câmbio flexível, a aceleração inflacionária refletiria este *shock* cambial. O diagnóstico sobre a dinâmica da inflação brasileira, nos últimos 12 meses, aproxima-se desta última hipótese.⁴

Em 1993 e primeiro semestre de 1994, quando a inflação se acelerava, a acumulação de US\$ 22 bilhões em reservas, pelo banco central, foi fator significativo nesta aceleração.

O quadro anexo registra o imposto inflacionário total e o componente deste imposto correspondente à aquisição de reservas.⁵ Em 1993, quando se acumulou cerca de US\$10 bilhões, o imposto inflacionário foi de 2% do PIB, o que equivale aos mesmos US\$ 10 bilhões. Deve-se notar, na coluna (6), que o imposto inflacionário oriundo da aquisição de reservas superou o imposto inflacionário total em cerca de 15,9%. Destes resultados, pode-se concluir:

- (i) A aquisição de reservas foi inflacionária. A expansão monetária causada pela aquisição de reservas foi significativamente acentuada ao longo do primeiro semestre de 1994. O imposto inflacionário, ligado a este fator, durante os primeiros seis meses deste ano, quando comparado com os valores de 1993, mais que dobrou.

²A valorização da taxa real, ponta-a-ponta, em 12 meses, até maio 94, chegou a 17%.

³Não há hiperinflação sem crise de abastecimento, sem queda na arrecadação de impostos e sem a desmonetização completa.

⁴Importante notar que o problema fiscal brasileiro não deve ser avaliado pelo déficit público **medido**, mas pelo que se denomina *core deficit*. O déficit medido nada mais é do que o *core deficit* (ou déficit *ex-ante*) depois que a inflação reduziu o valor real das despesas públicas. Assim, em 1993, o déficit operacional medido foi nulo porque a taxa anual de inflação foi 2600%.

⁵Denomina-se de imposto inflacionário, nesta nota, o que, de fato, deve ser considerado como *seignorage* nominal. Para um tratamento adequado desta matéria, ver Juan Carlos Lerda, "Seignorage, crescimento real da base monetária e imposto inflacionário: um survey. Brasília, UnB, departamento de Economia, 1987.

(ii) Sendo a causa da inflação de origem fiscal, a eliminação da aquisição de reservas não extingüiria o imposto inflacionário, mas simplesmente a sua destinação, deixando de abater dívida externa.

(iii) O setor público não conseguiu extrair o montante de imposto inflacionário que precisaria para adquirir aquele volume de reservas. O resultado foi o aumento do seu passivo interno, dando origem ao custo fiscal da estratégia de acumulação de reservas.⁶ Contudo, se a acumulação de reservas tivesse sido, em 1993, 15,9 % menor (ver coluna (6)), o imposto inflacionário teria sido suficiente para financiar o volume acumulado e não haveria este custo fiscal.

O afluxo de capitais é um problema para a política cambial quando as finanças públicas estão desequilibradas. Portanto, trata-se de um outro enfoque ao diagnóstico do problema fiscal.

III- A lógica do Plano Real

Um modelo muito simples que explique a inflação pelo comportamento da oferta monetária, com taxa de juros exógena, serve para entender a necessidade de bloqueio ao capital externo, na fase de estabilização.

(1) $\text{Var } p = p (\text{var } M)$, a variação de preços depende da variação da base monetária.
 $p' > 0$.

(2) $\text{Var } M = m (G-T, DT, (e) FK)$, a base monetária varia com o déficit público, com o comportamento da demanda por títulos (DT) e com o valor em Reais do fluxo de capitais. A variável (e) representa a taxa nominal de câmbio.

$$m'(G-T) > 0$$

$$m'(DT) < 0$$

$$m'(FK) > 0$$

(3) $DT = d(i)$, a demanda por título depende da taxa real de juros.
 $d' > 0$

(4) $FK = k (i, e/p)$, o afluxo de capitais depende da taxa real de juros, assumindo como constante a taxa internacional, e da taxa real de câmbio.

$$k' (i) > 0$$

$k' (e/p) < 0$, a valorização da taxa real de câmbio gera expectativa de desvalorização e freia a entrada de capitais.

Portanto, a oferta monetária em (2) pode ser reescrita como,

$$(5) \text{Var } M = m (G-T, [(e/p)k-d] (i)).$$

⁶A dívida mobiliária federal, fora do BC, passou de US\$ 42 bilhões. em dezembro de 1992, para US\$ 57 bilhões, em maio de 1994, enquanto o imposto inflacionário totalizava cerca de US\$20 bilhões.

Assim, a equação (1) transforma-se em,

$$(6) \text{ Var } P = p (G-T, [(e/p) k- d] (i))$$

A pressão inflacionária advém do deficit público e da diferença entre as propensões do mercado internacional em ofertar divisas em relação à taxa real de juros, no país, e do mercado financeiro doméstico em financiar o setor público. Se há a necessidade de financiarmeto do setor público, a taxa real de juros doméstica aumenta. Isto atrai capitais externos que adquirem títulos públicos. Se a inflação for nula, o diferencial interno-externo da taxa de juros origina um custo fiscal, que o setor privado doméstico precisa financiar. Se $d < k$, o setor público precisará se financiar com a inflação.

Uma alternativa para o governo seria permitir que a taxa real de câmbio se valorizasse, para reduzir a expectativa de rentabilidade do capital externo. Naturalmente, conforme mostram os dados do FMI, esta tem sido uma estratégia evitada pelas economias dos PMDs.

Conseqüentemente, se a questão das finanças públicas não está resolvida, ou seja, se não há espaço fiscal para que a taxa real de juros seja menor, é mais seguro bloquear a entrada de capitais, transformando a equação (6) em,

$$(7) \text{ Var } P^* = p(G-T, d(i)), \text{ onde Var } P^* \text{ é menor que Var } P.$$

Em conclusão, a estratégia do Plano Real, em evitar a entrada de capitais, é racional, mas representa que não há, ainda, um ajuste fiscal suficiente, para o equilíbrio macroeconômico, e que o governo não está se comprometendo com a valorização indefinida da taxa real de câmbio para reequilibrar o mercado.

Quando a entrada de capitais é um problema, a economia do país está com problemas.

ANEXO

IMPOSTO INFLACIONÁRIO NO BRASIL - 1993 e 1994						
PERÍODO	PIB NOMINAL	VARIAÇÃO	OP.SET.	IMP. INFL.TOTAL	IMP.INFL.	(5)/(4)
	MENSAL	DA BASE	EXTERNO	ACUM.	EXT. ACUM.	
	CR\$ MILHÕES	CR\$ MILHÕES	CR\$ MILHÕES	(% do PIB)	(% do PIB)	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
1993 JAN	504983,7	-5773	11018	-1,143	0,021	-0,018
FEV	630433,9	13634	-12071	-0,062	0,134	-2,158
MAR	868683,8	16578	12612	0,976	0,573	0,587
ABR	1174298,8	23642	6492	1,235	0,568	0,460
MAI	1591187,3	30069	62197	1,366	1,236	0,905
JUN	2090938,1	28588	30896	1,366	1,276	0,934
JUL	2640550,3	66191	106627	1,529	1,671	1,093
AGO	3590660,1	61471	87414	1,552	1,766	1,138
SET	4908275,2	78754	23047	1,558	1,622	1,041
OUT	6431794,3	177121	371061	1,678	2,037	1,214
NOV	8663899,5	229134	439071	1,765	2,312	1,310
DEZ	11779037,9	632387	387717	2,066	2,394	1,159
1994 JAN	16545703,2	140851	1248306	0,008	0,075	9,375
FEV	23189427,4	566719	1097868	1,648	6,139	3,726
MAR	34730670,5	716515	1164318	1,786	5,210	2,917
ABR	48873801,6	1451553	3038852	2,082	5,462	2,624
MAI	71182555,1	1983926	4865002	2,223	5,737	2,581
JUN	106550141	2449548	4060054	2,236	5,416	2,422

Fonte: Boletim do Banco Central

