



# IMPACTO DA DESVALORIZAÇÃO DO REAL NOS ÚLTIMOS 48 MESES NA ECONOMIA POPULAR

*JOÃO RICARDO SANTOS TORRES DA MOTTA*

Consultor Legislativo da Área IX  
Economia

**ESTUDO**

JANEIRO/2000



Câmara dos Deputados  
Praça dos 3 Poderes  
Consultoria Legislativa  
Anexo III - Térreo  
Brasília - DF

## ÍNDICE

1) INTRODUÇÃO .....	3
2) O PROCESSO DE DESVALORIZAÇÃO CAMBIAL .....	3
3) O IMPACTO DA DESVALORIZAÇÃO EM 1999 .....	6
4) CONCLUSÕES E PERSPECTIVAS .....	8

© 2000 Câmara dos Deputados.

Todos os direitos reservados. Este trabalho poderá ser reproduzido ou transmitido na íntegra, desde que citados o(s) autor(es) e a Consultoria Legislativa da Câmara dos Deputados. São vedadas a venda, a reprodução parcial e a tradução, sem autorização prévia por escrito da Câmara dos Deputados.

# IMPACTO DA DESVALORIZAÇÃO DO REAL NOS ÚLTIMOS 48 MESES NA ECONOMIA POPULAR

*JOÃO RICARDO SANTOS TORRES DA MOTTA*

## **1) INTRODUÇÃO**

---

O objetivo do presente estudo é discutir o impacto da desvalorização cambial sobre o preço dos produtos que afetam a economia popular. A rigor, a multiplicidade dos índices de preços reflete, de alguma maneira, diferentes perfis de consumo, conforme ponderações definidas previamente, que acabam demonstrando grande variância entre os preços relativos da economia, fortemente diversificada. Uma análise do impacto dos diferentes índices não traz, por si, a estratificação da economia “popular”, conceito que varia conforme a definição do analista. Contudo, consideramos ser possível se verificar um impacto médio da desvalorização sobre diferentes categorias de produtos, através da inspeção dos principais índices de preços.

Inicialmente, será feita uma breve explicação teórica sobre o processo de desvalorização cambial e seu impacto sobre os índices de preços. Em seguida, apresentaremos resultados no ano de 1999, após a desvalorização, evidenciando o forte impacto deste ano particular. Discutiremos, finalmente, as conclusões e perspectivas para o futuro.

## **2) O PROCESSO DE DESVALORIZAÇÃO CAMBIAL**

---

O entendimento dos determinantes da desvalorização cambial brasileira passa pela compreensão da interligação deste processo com o ambiente macroeconômico como um todo. A rigor, esta discussão se insere no debate sobre a crise fiscal brasileira e suas causas. Requer, ainda, o entendimento dos efeitos da política cambial adotada após a introdução do Plano Real e seu impacto sobre a formação das taxas de juros, bem como do custo recessivo do ajustamento das

contas públicas.

De fato, há muito se discute que a política cambial levou a uma sobrevalorização da moeda nacional e criou um desequilíbrio externo que precisava ser financiado por capitais especulativos, gerando uma elevação dos juros e uma conseqüente deterioração do déficit público. Diante disso, para muitos, bastaria que o câmbio fosse “corrigido” para que se aliviasse a pressão sobre os juros, reduzindo-se, portanto, o déficit público e tornando desnecessário um ajuste fiscal que trouxesse recessão. Por este raciocínio, o problema fiscal teria sido criado pela política cambial.

Não há como negar que o alto patamar de juros mantido nos últimos anos contribuiu para que o endividamento estatal se avolumasse, pressionando as contas públicas. Todos reconhecem a impossibilidade de se retomar uma trajetória de crescimento sustentado sem uma redução dos juros e, pelo menos, uma estabilização da relação dívida/PIB. Naturalmente, o esforço para a estabilização dessa relação será tanto maior quanto maior for a taxa de juros média do período e quanto mais tempo se prolongar o desajuste fiscal, que tem como maior componente as despesas financeiras do setor público, em um círculo vicioso.

Um primeiro ponto a ser compreendido é que uma política cambial de desvalorizações anunciadas, como a que se praticava antes de janeiro de 1999, limitava a redução das taxas de juros. Isto porque a remuneração das operações financeiras em reais sempre embutiria a remuneração em dólares, mais a desvalorização prevista, mais o prêmio de risco da economia brasileira. Assim, mesmo na melhor das hipóteses de avaliação do prêmio de risco brasileiro (bastante afetado, aliás, pelas crises da Ásia e da Rússia) a política de desvalorização gradual limitaria o piso dos juros aos 6% dos títulos americanos, mais 7,5% de desvalorização oficial, mais uns 6% da combinação dos prêmios cambiais e prêmios de risco, totalizando cerca de 20% ao ano, valor ainda muito superior às taxas vigentes no mercado internacional. Por esta razão, muitos eram os questionamentos, nos meses precedentes à flutuação do câmbio, em relação à sustentabilidade de uma política de câmbio fixo com desvalorizações anunciadas.

A evidência mais óbvia da sobrevalorização cambial, em uma análise superficial, seria a existência de um desequilíbrio no balanço de pagamentos. O risco desta conclusão direta é o de não se levarem em conta aspectos não cambiais como produtividade e ineficiências estruturais que encarecem produtos nacionais e que, se melhoradas, poderiam ter um efeito equivalente ao de uma desvalorização cambial. Além disso, o conceito de defasagem cambial não é unívoco, sendo difícil de definir. Uma das maneiras é definir o “câmbio ajustado” como o que equilibra o balanço de pagamentos, o que, em si, não é nem ruim nem bom. Depende das circunstâncias. A rigor, um déficit em conta-corrente significa a importação de poupança externa. Para países em desenvolvimento com baixa capacidade de poupança interna, trata-se de um fator positivo para o crescimento da economia, desde que estes déficits possam ser financiados sem comprometimento da capacidade futura de gerar divisas para honrar os financiamentos. Em uma situação em que os financiamentos são fáceis e baratos, pode-se operar com maior déficit. Com liquidez restrita, não há essa opção e o câmbio passa a ser mais “defasado”, em face dos objetivos de política econômica desejados.

Estaria o câmbio brasileiro valorizado no período que antecedeu a crise cambial? Há consenso de que sim, mas discute-se o nível de defasagem. De uma maneira geral, muitos apontavam para uma valorização real de 15 a 25%. Tais valores acabaram mostrando-se tímidos após a desvalorização, sugerindo que há mais razões para o estímulo a uma depreciação do câmbio do que a mera constatação de que o câmbio está defasado.

De qualquer forma, naquele momento, muitos economistas, de várias correntes ideológicas, assim como empresários do setor industrial e exportadores defendiam a alternativa de uma desvalorização mais acentuada como uma opção tentadora. Seria resolvida a dependência externa de capitais, os juros poderiam cair (descontando das taxas mínimas a desvalorização de 7,5%) e as

despesas financeiras do setor público seriam drasticamente reduzidas, atuando no sentido favorável ao ajuste fiscal. Naturalmente, esta opção também teria seus custos e incorporaria riscos substanciais de instabilização, talvez negligenciados pelos defensores da desvalorização.

De fato, é preciso qualificar o que representa, de fato, uma desvalorização real do câmbio. Significa, em primeiro lugar, um empobrecimento do poder de compra dos brasileiros em relação ao resto do mundo, já que encarece as importações e barateia as exportações, aumentando sua competitividade e/ou elevando a margem de lucro do exportador. Normalmente, isto tem um efeito positivo sobre a balança comercial. No caso brasileiro, contudo, em função de fatores conjunturais, como a grande elevação dos preços do petróleo (produto de forte peso na pauta de importações) e a redução dos preços das “commodities” agrícolas, isto não ocorreu. Por outro lado, o ganho de competitividade externa se dá, indiretamente, pela redução do salário real do trabalhador, já que há um efeito de elevação dos preços internos, tanto maior quanto maior for a desvalorização. *Um primeiro custo do processo, portanto, recai sobre o trabalhador.* Além disso, há um impacto negativo sobre as empresas endividadas em dólar e sobre a dívida pública, que tem parcela não desprezível corrigida pela variação cambial.

Se este fenômeno fosse acompanhado por uma elevação do emprego, estaria em curso a aplicação do conceito de que salários mais flexíveis atuam no sentido de atenuar o desemprego (tendo em conta que a flexibilidade, aqui, se dá de maneira subreptícia, através da inflação). Contudo, os efeitos sobre o nível de atividade de uma desvalorização cambial são ambíguos. Muitos outros fatores devem ser levados em conta. Em primeiro lugar, deve-se considerar que nível de controle o Banco Central teria sobre uma desvalorização cambial implementada voluntariamente, como forma de correção. Tal controle dependeria, fundamentalmente, do efeito sobre as expectativas de desvalorização futura.

No melhor dos mundos, o Banco Central implementaria uma desvalorização de 15%, “acelerando” a política de desvalorizações, “corrigiria o câmbio” e poderia reduzir os juros em pelo menos 7,5% ao ano, já que não haveria mais a perspectiva de uma nova desvalorização. O impacto inflacionário seria bem menor que os 15%, já que os índices de preço são afetados somente pela sua componente de produtos importados. Abrir-se-ia, portanto, a perspectiva de juros internos menores e menor dependência de capital externo, que levaria o País a escapar da “armadilha do câmbio” com um baixo custo inflacionário.

Esse raciocínio, defendido por muitos economistas, progressistas e do próprio Governo, e que embasou a primeira tentativa de corrigir o câmbio através da “banda diagonal endógena” de Chico Lopes, embutia uma série de hipóteses que não necessariamente se confirmariam. A primeira delas era a de que a quebra do regime cambial não teria efeitos sobre as expectativas. Ora, a quebra de uma regra de desvalorizações antiga, que vinha permitindo um determinado nível de previsibilidade, só poderia aumentar a volatilidade das expectativas. Por quê, a partir deste momento, alguém acreditaria que novas desvalorizações “surpresa” não seriam implementadas? Por quê alguém se disporia a financiar títulos públicos a taxas mais baixas, se o risco percebido de uma nova desvalorização havia se tornado maior? O que ocorreria com o investidor interessado em internalizar recursos em investimentos diretos? O que ocorreria com aquele que acreditou na política de desvalorizações e sofreu prejuízo? Que garantias, em termos da consistência de políticas macroeconômicas, incluindo aí a solução do desequilíbrio fiscal estrutural, se teria para que se acreditasse que “daqui para a frente tudo seria diferente”?

Pelo menos no curto prazo, o nível de incerteza global da economia aumentaria, como, de fato ocorreu, aumentando o custo do processo previsto inicialmente. Este processo acabou gerando a necessidade de flutuação do dólar, com a perda de capacidade do Banco Central de intervir na taxa de câmbio. Esta passou a ser definida por um mercado, com expectativas infladas, grandes incertezas e pouca liquidez, levando a uma grande e descontrolada desvalorização nominal do câmbio – o

denominado “overshooting”.

Assim, a simples opção de alterar a política econômica, câmbio e juros não se mostrou suficiente para estabilizar a situação pós-desvalorização. Em particular, a persistência da noção de fragilidade fiscal exigiu juros ainda maiores do que antes da desvalorização. Somente após atitudes no campo fiscal, consideradas críveis, é que se viu margem para uma redução da desvalorização e das taxas de juros. No entanto, tudo isso trouxe um legado de triste memória: uma inflação significativa para o ano de 1999 e todos os seus custos sociais.

Ainda assim, as previsões mais pessimistas acabaram não se confirmando. De fato, no caso brasileiro, tanto a inflação como a recessão foram inferiores ao que se previa no início do ano. Uma grande desvalorização nominal, como a que ocorreu em janeiro de 1999, pode se ajustar em termos reais tanto pelo recuo do câmbio, geralmente com grande recessão, como por uma grande inflação. No caso brasileiro, a situação ficou intermediária. A maior inflação atenuou a recessão e o câmbio acabou recuando pouco. Tudo isso só foi possível devido a um relativo sucesso no controle do déficit fiscal primário, ainda que com grande sacrifício da área social. O importante é compreender que desvalorização não é panacéia. É bom para alguns, exportadores e detentores de moeda estrangeira, mas péssimo para outros, importadores, devedores em moeda estrangeira e consumidores de produtos importados. E ainda traz inflação.

### 3) O IMPACTO DA DESVALORIZAÇÃO EM 1999

No ano de 1999, a economia brasileira foi marcada por: i) introdução do regime de câmbio flutuante; ii) alteração do regime monetário, com a adoção do regime de metas inflacionárias; e iii) cumprimento das metas fiscais acordadas junto ao FMI.

Destacou-se a existência de uma maior inflação, mesmo que esta tenha tido um comportamento favorável diante da forte desvalorização de janeiro de 1999. No período pós-desvalorização houve um aumento das taxas de inflação – principalmente dos preços no atacado –, que refletiu um ajuste nos preços relativos como consequência do aumento de custos decorrente do encarecimento de insumos importados. A partir de março, a taxa de inflação voltou a cair. A partir de julho, houve nova pressão sobre os índices de preços, exercidas pelos reajustes das tarifas públicas e dos combustíveis. Ao fim do ano, a inflação acumulada teve grande variância entre os diferentes índices de preços, refletindo impactos diferenciados sobre diferentes categorias de consumidores e de renda, conforme a metodologia de apuração de cada índice.

Neste ponto, vale especificar as características dos principais índices de preços, antes de apresentar seus resultados anuais:

**INPC (Índice Nacional de Preços ao Consumidor/IBGE)** – registra a inflação de famílias com renda entre um e oito salários-mínimos e tem coleta de preços feita entre os dias 1 e 30, pesquisado em 11 capitais;

**IPCA (Índice de Preços ao Consumidor Ampliado/IBGE)** – reflete a variação da inflação para famílias com renda de até 40 salários-mínimos e tem coleta de preços feita entre 1 e 30 do mês, pesquisado em 10 capitais;

**IGP- DI (Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna /FGV)** – reflete a combinação de três outros índices medidos pela Fundação Getúlio Vargas: o Índice de Preços por Atacado (IPA), responsável por 60% do peso, o Índice de Preços ao Consumidor (IPC), que responde por 30% do seu peso e o Índice Nacional da Construção Civil (INCC), com 10%. Seu período de

coleta é o mês-calendário.

**IGP - M (Índice Geral de Preços do Mercado /FGV)** - mesma estrutura do IGP-DI, diferindo no período de coleta de preços, que ocorre entre o dia 21 de um mês e 20 do mês seguinte.

**IPA (Índice de Preços por Atacado /FGV)** – reflete a coleta de preços do setor atacadista;

**ICV (Índice do Custo de Vida /DIEESE)** – reflete a variação de preços em São Paulo, com base em famílias com renda mensal entre um e 30 salários-mínimos. Pesquisado de acordo com o mês-calendário.

**IPC (Índice de Preços ao Consumidor /FIPE)** – reflete a variação de preços em São Paulo de uma cesta de consumo com base em famílias com renda mensal entre um e oito salários-mínimos.

Os índices verificados de 1995 a 1999 foram:

Alguns pontos importantes podem ser constatados:

i) houve substancial aumento da inflação quando se compara o ano de 1999 com 1998, quando houve, inclusive, deflação, pelo índice IPC/FIPE;

ii) os índices que se mostraram mais elevados foram aqueles que medem produtos do setor industrial e atacadista;

	<b>IGP-M</b>	<b>IGP-DI</b>	<b>IPA</b>	<b>INPC</b>	<b>IPCA</b>	<b>ICV-DIEESE</b>	<b>IPC-FIPE</b>
<b>1995</b>	15,25%	14,78%	6,39%	21,98%	22,41%	27,43%	23,16%
<b>1996</b>	9,20%	9,34%	8,09%	9,12%	9,56%	9,93%	10,03%
<b>1997</b>	7,74%	7,10%	7,78%	4,34%	5,22%	6,11%	4,83%
<b>1998</b>	1,78%	1,70%	1,51%	2,49%	1,65%	0,49%	-1,79%
<b>1999</b>	20,10%	19,98%	28,90%	8,43%	8,94%	9,57%	8,64%

iii) os índices voltados para a mensuração do consumo das famílias de baixa renda, como o IPC/FIPE e o INPC, apresentaram os menores valores, em torno de 8,5%;

iv) os índices que medem a cesta de consumo das famílias de maior renda, até 30 salários-mínimos, como o ICV/DIEESE, foram ligeiramente superiores, beirando os 10%.

Não obstante, quando analisados individualmente, alguns produtos importantes mostraram variações bastante elevadas ao longo de 1999. Deve-se destacar, em particular, os combustíveis, as tarifas públicas, os automóveis novos, as mensalidades escolares e os remédios, além de alguns produtos da cesta básica, como a carne bovina. Tomados como uma média ponderada, no entanto, o impacto inflacionário se mostra bem menor.

Como exemplo, pode-se tomar o IPCA, índice adotado como meta inflacionária pelo Banco Central. Este índice apresentou variação de 8,94% em 1999, enquadrando-se dentro das metas estipuladas. Para melhor analisar como se comportou a inflação medida por este índice, pode-se se dividi-lo em três grandes grupos: i) tarifas e combustíveis; ii) produtos comercializáveis com o exterior; iii) serviços.

No que tange aos combustíveis e tarifas, este foram, de longe, os produtos que mais impactaram a inflação de 1999. Tomados em conjunto estes produtos subiram a uma média de 21,9%. Os bens transacionáveis com o exterior (que representam 53% de peso no cálculo do IPCA) tiveram comportamento semelhante ao do próprio índice. Deve-se destacar que, enquanto os automóveis novos e a carne bovina tiveram 22,8% de aumento, os alimentos frescos tiveram redução de 10,5% durante o ano. Os serviços, por seu turno, contribuíram muito para que o IPCA apresentasse valores mais baixos. Durante 1999, tiveram um aumento médio de apenas 1,3%.

#### **4) CONCLUSÕES E PERSPECTIVAS**

A partir dos números apresentados, pode-se chegar a algumas conclusões:

i) a desvalorização cambial sempre provoca maior inflação, que poderá ser maior ou menor, conforme o controle monetário e fiscal seja mais ou menos rigoroso;

ii) os diferentes índices de preços adaptam-se a mensurações específicas de cada objeto de análise pretendido: consumo de famílias de baixa renda, de famílias paulistas de classe média, da construção civil, do setor atacadista, das famílias de classe média de 11 capitais e assim por diante. Torna-se difícil falar em mistificação e manipulação, uma vez que as metodologias de apuração são conhecidas, os institutos que os apuram são instituições privadas (exceto o IBGE), de natureza técnica ou sindical e de boa reputação, levando a crer que fraudes seriam facilmente desmascaradas;

iii) a inflação medida por um índice não necessariamente reflete a inflação de um indivíduo ou família específica, porque a cesta de consumo destes pode estar concentrada em produtos que tiveram maior elevação que a média avaliada pelo índice;

iv) parece claro que a inflação de 1999 afetou mais a classe média do que a população de baixa renda, em função do consumo destes últimos estar menos relacionado a produtos importados e aos que tiveram maior elevação ao longo do ano.

As perspectivas para 2000 são mais favoráveis que as de 1999, mas ainda persistem preocupações em relação às tarifas públicas, que, segundo os contratos de concessão recentemente firmados, terão direito a reajustes que podem chegar aos 11%, configurando uma ameaça para vários índices importantes.