



Câmbio “valorizado”: uma nova realidade

Na Carta do Ibre de janeiro de 2006, apontamos que a grande valorização do real nos últimos anos não era causada pelo alto diferencial de juros entre o Brasil e o mercado internacional, mas sim por mudanças fundamentais no lado real da economia. Na nossa visão, o aumento da demanda por nossas *commodities* minerais e agrícolas, na esteira do forte crescimento global, puxado pela China, explica o enorme salto do comércio exterior brasileiro, que passou a produzir um grande e regular saldo positivo de dólares nas nossas contas externas. Isto, por sua vez, como seria de se esperar, está na raiz da valorização cambial. Nossa moeda está mais forte porque o país produz e vende, em quantidades bem maiores, produtos básicos que hoje valem muito mais.

Na época, também citamos dados mostrando que os números do Banco Central não indicavam a existência de um fluxo positivo relevante de capitais de curto prazo ingressando no país, que poderia causar uma sobrevalorização do real. Os indicadores aos quais chamávamos atenção naquele momento continuam a emitir os mesmos sinais da não

ocorrência da suposta avalanche de *hot-money*, que poderia estar fortalecendo artificialmente o real. De setembro de 2005 a agosto de 2006, houve, liquidamente, saída de investimentos estrangeiros em renda fixa, numa média mensal de US\$ 355 milhões. Falava-se também na complexa hipótese de que, como efeito colateral de sofisticadas operações de derivativos que arbitravam o diferencial de juros, o mercado se movesse mesmo sem fluxos físicos — a chamada tese de “o rabo abanando o cachorro”. Procuramos indicar, na ocasião, que esta tese não nos parecia consistente com as equações básicas do balanço de pagamentos.

Passados vários meses, e com uma enorme redução do diferencial dos juros causada pela queda da taxa básica brasileira simultaneamente à subida da americana, a contínua tendência de valorização do real parece comprovar o que defendíamos quando havia quase um consenso sobre o suposto papel do diferencial de juros. Se não fosse a maciça atuação do Banco Central e do Ministério da Fazenda, acumulando reservas, quitando antecipadamente dívida externa e colocando *swaps* cambiais reversos, o real provavelmente já estaria em níveis muito mais valorizados.

Para se ter uma idéia da intervenção a favor do dólar, desde o início do governo Lula até agosto de 2006, a redução da dívida externa pública líquida soma o montante de US\$ 74 bilhões.

Nova situação — Está claro, portanto, que a economia brasileira está convivendo com uma nova realidade que veio para ficar por tempo prolongado, e que deriva de uma mudança dos termos de troca provocada por desdobramentos estruturais da economia global, como o *take-off* chinês e de outras potências asiáticas. Se isto é verdade, o câmbio no nível de R\$ 2,20 não deve mais ser encarado como um fenômeno passageiro, mas sim como um preço ajustado em um novo patamar por razões fundamentais. De fato, em termos históricos, o atual nível real de câmbio, apesar de não apresentar a supervalorização a ele atribuída por alguns críticos, encontra-se nos níveis mais valorizados dos últimos 25 anos, excetuando-se o período de câmbio “semifixo” que se seguiu ao Plano Real.

Esta nova situação provoca, sem dúvida, deslocamentos importantes na economia nacional, que obviamente podem ter impactos socioeconômicos negativos em setores e áreas específicas. O



Nossa moeda está mais forte porque produzimos e vendemos, em quantidades bem maiores, produtos básicos que hoje valem muito mais

duplo efeito da valorização cambial e da competição chinesa já se faz sentir em diversos segmentos industriais, tais como têxtil, calçadista, moveleiro, de brinquedos etc. Existe um grande risco de que a indústria automobilística venha a ser seriamente afetada dentro de alguns anos pela mesma conjunção de fatores, especialmente pela ameaça chinesa.

É claro que, em economia, sempre existem maneiras de alterar uma posição de equilíbrio produzida pelo mercado, o que não quer dizer que não haja custos em tentar fazê-lo. A política de intervenção cambial, por meio da compra de dólares pela autoridade monetária, traz o ônus fiscal advindo do diferencial entre o juro de captação em reais — a munição para aquela estratégia — e as taxas muito menores que remuneram as reservas internacionais do Brasil. Uma primeira idéia para desvalorizar o real seria uma atuação ainda mais intensa para dar suporte ao dólar. Mesmo considerando que a queda dos juros domésticos vai baratear esta estratégia, a magnitude da intervenção que levaria a uma substancial desvalorização do real é tão grande que este caminho pode ser considerado descartado.

Ainda mais controversas e perigosas são as idéias de intervenções nas regras do jogo, seja por meio de controles de capital, seja pela introdução de artificialismos no mercado de câmbio. Os controles, além do efeito pernicioso de interferir no funcionamento do mercado de capitais, embaralhando sinais e incentivos que afetam os agentes econômicos, provavelmente seriam inócuos, já que — como vimos — a valorização do real vem do comércio, e não dos fluxos financeiros. Uma saída ainda pior seria a de reeditar o sistema de câmbios múltiplos e administrados que prevaleceu até as primei-

ras décadas do pós-guerra, e que era típico de um país carente de divisas. Até hoje convivemos com as conseqüências das enormes distorções discricionárias que aquele regime impôs a todo o aparato institucional brasileiro relativo ao setor externo. Na verdade, alguns dos progressos recentes na área de regulamentação cambial têm sido justamente os de limpeza dos últimos vestígios do sistema de múltiplas taxas de câmbio.

Um outro exemplo de interferência no mercado cambial, adotado pela Argentina, é o de taxar a exportação dos produtos primários e básicos que vêm se beneficiando do *boom* mundial das *commodities*. Evidentemente, é tentador para os governos se apoderarem de parte dos poludos lucros que as empresas naqueles setores vêm obtendo. No caso brasileiro, em que a carga tributária já atinge níveis aberrantes para um país de renda média, não nos parece uma boa idéia a introdução de novos impostos, a não ser que venham acompanhados da redução ou eliminação de outros tantos. Ainda assim, não é de se esperar que a taxação da venda externa de *commodities* e produtos básicos produza grandes variações da taxa de câmbio de equilíbrio, a não ser que a tributação seja pesada e extorsiva.

Se o problema do câmbio em seu novo nível mais valorizado é o de tornar mais difícil a vida de determinados setores industriais, é possível pensar também em estratégias de impacto localizado, que visem atenuar os deslocamentos causados pela nova situação externa do Brasil. Na verdade, quando se coloca em pauta saídas deste segundo tipo, já se está num terreno diferente daquele pautado pela crença numa sobrevalorização do real, o qual representaria um grave problema macroeconômico. Não se trata mais de brigar contra o novo equilíbrio externo do país, mas simplesmente de atuar sobre os deslocamentos por ele produzidos.

Alternativa — Também no caso desta abordagem mais focalizada da questão cambial, existe um cardápio de opções para enfrentar os problemas com graus muito variados de qualidade. Há, por exemplo, a opção de alterar a estrutura de alíquotas de importação, elevando a proteção dos setores mais intensivos em trabalho que estejam sofrendo o duplo efeito do câmbio e da China. É certo que uma atuação deste tipo é menos perniciosa do que a tentativa voluntarista de se alterar o equilíbrio da taxa de câmbio, um dos preços mais fundamentais da economia, sob a alegação de que o país estaria sofrendo a “doença holandesa” de desindustrialização, ou na tentativa de copiar um modelo asiático para o qual nos faltam condições básicas (como se verá adiante).

Uma mexida nas tarifas, para elevar a proteção de setores como calçados e têxteis, é o tipo da medida menos ambiciosa, e que, portanto, tem menos potencial de causar danos. Isto não quer dizer, porém, que seja adequada. O Brasil é quase um exemplo de livro-texto de como a proteção a setores com



O atual nível da taxa de câmbio não é passageiro, e a maioria das políticas para alterá-lo trazem riscos maiores do que benefícios

problemas de competitividade tendem a piorar, e não a melhorar, a sua eficiência, criando bolsões de atraso protegido que evidentemente em nada contribuem para o aumento sistêmico da produtividade do país. Uma alternativa mais benigna são proteções tarifárias de caráter temporário, mas sempre há o risco de que pressões políticas dos grupos beneficiados tornem permanente o que foi concebido para vigorar por um período limitado de tempo (o Brasil é um manancial de casos deste tipo). E também tem que ser levado em consideração que as regras da Organização Mundial do Comércio (OMC) não são especialmente tolerantes com aquele tipo de prática. Ao adotá-la, o país corre o risco não só de ter de voltar atrás, o que nunca faz bem à auto-estima nacional, mas ainda de ver outros setores econômicos, possivelmente mais eficientes e importantes, sofrerem medidas de retaliação comercial.

Reformas — Outra possibilidade que nos parece recomendável, e sem contra-indicações, é a de se retomar a agenda de reformas microeconômicas, que podem dar mais fôlego para os setores atingidos pela competição chinesa. A reforma trabalhista e um grande esforço de melhoria da qualidade da educação, especialmente da básica, reforçariam a eficiência do mercado de trabalho e a qualidade da mão-de-obra, o que sem sombra de dúvidas ajudaria as empresas brasileiras a competir na economia globalizada. Isto não quer dizer, evidentemente, que todos os setores e empresas em dificuldade lograssem recuperar-se com medidas daquele tipo. Deslocamentos da magnitude dos que estão sendo provocados pela nova conjuntura econômica internacional deixam seqüelas, não apenas no Brasil, mas nas mais diferentes partes do mundo. As opções sempre presentes, nestes casos, são a política de treinamento da mão-

de-obra para atuar em outros setores ou, a intervenção social e urbana nas áreas mais dependentes de setores abalados por problemas de competitividade.

Em suma, o atual nível da taxa de câmbio não é um fenômeno passageiro, e a maior parte das políticas voltadas para alterá-lo, de forma expressiva, trazem riscos maiores do que os potenciais benefícios. Há entretanto a possibilidade de se buscar gradualmente a mudança das condições fundamentais que levam ao atual nível de equilíbrio da taxa de câmbio.

O modelo asiático, que é frequentemente lembrado como uma espécie de receituário a ser adotado, traz de fato algumas lições valiosas. Mas, a nosso ver, elas são distintas do que apregoa a ala de alguns dos ditos “desenvolvimentistas”. Na verdade, o câmbio relativamente depreciado dos asiáticos não é um ponto de partida, mas de chegada. Dado o alto nível de poupança doméstica e pública daqueles países, é possível perseguir uma política de acumulação de reservas sem problemas fiscais e sem pressões inflacionárias. Em outras palavras, em países nos quais, no ponto de partida, existe muita poupança pública e privada, chega-se a um equilíbrio macroeconômico no qual o câmbio é menos valorizado.

O nível de poupança, por sua vez, não é uma característica tão “genética” e inalterável como algumas vezes fazem crer certos analistas. De fato, não se deve esperar que um país como o Brasil atinja uma poupança de quase 50% do PIB, como a da China, já que há provavelmente traços histórico-culturais que explicam a amplitude destas diferenças. Mas é possível ter algum impacto neste campo, seja diretamente, aumentando a poupança do setor público (uma decisão que está nas mãos do governo), seja atuando no sistema previdenciário. Países com gastos muito volumosos em aposentadorias e pensões, como o Brasil, tendem a reduzir sua poupança doméstica de duas formas: diretamente, pelo déficit público, que reduz a poupança do governo; e, indiretamente, ao tirar o estímulo de poupar de trabalhadores que confiam em aposentadorias e pensões generosas, ou no mínimo razoáveis, em uma etapa ainda relativamente precoce da vida.

É claro que o Brasil não tem condições de reverter os motores da história e tentar criar os sistemas previdenciários minimalistas ou inexistentes da China e de outros Tigres Asiáticos. Mas é possível, sim, a partir deste momento histórico, atuar de forma menos pródiga e irresponsável nas decisões que podem aumentar ainda mais os gastos previdenciários como proporção do PIB. Uma boa ocasião para começar este novo ciclo ocorrerá no primeiro semestre de 2007, mais especificamente, na época de definir o reajuste anual do salário mínimo — que corrige 2/3 dos benefícios do INSS — e das demais aposentadorias e pensões. Na verdade, o ideal seria envidar esforços em uma reforma da Previdência para valer, que aproximasse o nosso sistema de níveis mínimos de bom-senso atuarial que prevalecem na maior parte dos nossos competidores. ■