

Câmbio alto é a solução?

Márcio G. P. Garcia¹
20 de novembro, 2009

É perigosa a ilusão de que bastaria o BC intervir mais ativamente no câmbio para aumentar as exportações industriais.

Afirmou o Ministro da Fazenda: “... com um câmbio a R\$2,60, venceríamos todos. Venceríamos os chineses, a indústria coreana” (*O Globo*, 18/11/2009, página 21). O tom transcendente em que tal frase foi proferida, em um encontro de industriais, parecia conferir ao câmbio alto (depreciado) status semelhante ao da paz entre os homens ou ao do fim da fome; ninguém poderia ser contra tal objetivo. Será que câmbio depreciado é mesmo tão bom para a economia brasileira?

Isoladamente, o câmbio depreciado parece ótimo, pois amplia as exportações, a produção, o emprego e os lucros dos exportadores (ainda que o aumento de seus lucros seja, curiosamente, sempre esquecido quando empresários defendem o câmbio alto). O problema é que nada em economia, como na vida, ocorre isoladamente. Há sempre uma miríade de relações de causa e efeito entre variáveis econômicas que podem gerar, e frequentemente geram, resultados muitas vezes indesejáveis a partir de ações bem intencionadas.

Em primeiro lugar, cabe indagar como o governo poderia empurrar a taxa de câmbio para cima. A forma tradicional de desvalorizar a taxa de câmbio é o governo, normalmente via o BC, comprar dólares até que o preço do dólar (a taxa de câmbio) suba ao nível pretendido. A contrapartida da compra de dólares pelo BC, que leva à depreciação da taxa de câmbio, é o aumento da base monetária e a diminuição da taxa de juros. Mas, a sistemática de metas para inflação, usada no Brasil, requer que se mantenha a taxa de juros em níveis próximos à meta Selic fixada pelo Copom, sob o risco de elevar a inflação. Assim, para impedir a queda da taxa Selic, com consequente aumento da inflação, o BC esteriliza o aumento da base monetária, via operações contracionistas de mercado aberto (venda de títulos públicos). A esterilização torna a compra de dólares pelo BC muito menos eficiente em desvalorizar o câmbio. Por isso, países que controlam a taxa de câmbio normalmente praticam, ao menos parcialmente, intervenções não-esterilizadas.

O problema é que a prática frequente de intervenções não-esterilizadas não é compatível com nosso regime de política monetária. Será que queremos abrir mão do regime de metas para inflação para voltarmos a um regime de câmbio administrado? Se a proposta for essa é necessário haver ampla discussão, informada por debates técnicos que esclareçam ao público os possíveis efeitos de tal mudança, sobretudo quanto à inflação futura. O que não se pode fazer é escamotear o abandono do sistema de metas de inflação caso se decida por intervenções não-esterilizadas.

¹ Ph.D. por Stanford, professor do Departamento de Economia da PUC-Rio, escreve neste espaço uma sexta-feira a cada mês.

Mas, por que a depreciação do câmbio poderia provocar inflação? A resposta pode ser vista por dois ângulos diferentes, mas umbilicalmente interligados: o dos preços e o das quantidades. É intuitivo o efeito que tem a depreciação do câmbio sobre os preços dos bens importados, majorando os preços internos. Menos intuitivo, mas igualmente importante, é o fato de que o câmbio depreciado torna os bens que exportamos, cujos preços são fixados em moeda estrangeira, mais caros em reais. Assim, tais bens também ficam mais caros internamente, como é o caso da carne, do açúcar, da soja e muitos outros.

A ótica das quantidades provê visão alternativa complementar. A depreciação cambial aumenta as exportações e diminui as importações. Ou seja, aumenta o PIB. Isto é desejável, mas até certo ponto. Caso o aumento das exportações leve o PIB para acima da capacidade produtiva da economia, o PIB potencial, a inflação se acelerará. Naturalmente, o PIB potencial também cresce. Mas, o crescimento do PIB potencial depende da taxa de investimento da economia, que, no Brasil, é muito baixa. Além disso, como tem salientado Affonso Celso Pastore, há uma relação muito alta entre importações e investimento. Períodos de câmbio apreciado são também períodos nos quais ocorre muita importação de máquinas e equipamentos. Tais importações são fundamentais para a difusão interna de inovações tecnológicas com impactos positivos sobre a produtividade da economia.

Mas a China não mantém uma taxa de câmbio artificialmente depreciada e é o país que mais cresce no mundo, sem inflação? Por que não podemos fazer o mesmo? Há, certamente, muitas diferenças entre a economia chinesa e a brasileira. Mas, a diferença mais relevante, no que tange à possibilidade de intervir na taxa de câmbio, aumentando as exportações e o crescimento do PIB, sem causar muita inflação, parece ser a elevadíssima taxa de poupança da economia chinesa. Como a taxa de poupança da China é mais do que o dobro da do Brasil, nosso espaço de manobra é muito mais reduzido. Basta olhar o que ocorreu com a Argentina, que tentou fazer política monetária com objetivo de manter o câmbio alto. Voltou a ter sério problema inflacionário, mascarado por estatísticas oficiais manipuladas nas quais ninguém acredita.

O aumento da taxa de poupança de economia brasileira é fundamental, não para podermos interferir no câmbio flutuante, mas para permitir maiores taxas de investimento e crescimento econômico. Para aumentar a taxa de poupança interna, a maior contribuição que a política econômica poderia dar seria a de reduzir o forte crescimento do dispêndio público. A diminuição do crescimento do gasto público também ajudaria a depreciar a taxa real de câmbio. Infelizmente, como é bem sabido, desde 2005, o governo deixou de lado qualquer pretensão de controlar seus gastos e abraçou insensato programa de expansão dos gastos públicos de custeio, não havendo mais esperança que tal rumo seja mudado até 2011.

Mas nossos *policy-makers* permanecem sob forte pressão para “resolver” a questão cambial. Algumas medidas, como o IOF sobre entradas de capitais, estão sendo implementadas. Tais medidas não devem ter efeitos substanciais sobre a taxa de câmbio, embora tenham efeitos nocivos sobre o custo de capital das empresas brasileiras, prejudicando o investimento produtivo. Medidas de liberalização cambial são boas *per se*, mas tampouco é claro que, se adotadas, venham a causar significativa depreciação.

A pressão sobre o BC para desvalorizar o câmbio se parece com a de um paciente que questiona seu médico: “Dr., sei que estou gordo, tenho vida sedentária, muito estresse, fumo e bebo. Não quero mudar nada disso. Mas quero um jeito de manter boa saúde.” O final deste filme é conhecido. Mudança de médico. Aí é que mora o perigo!