

O Banco Central e o Câmbio

BC em 2007: abundância de reservas cambiais e escassez de opções.

Márcio G. P. Garcia¹

15 de fevereiro, 2007

A apreciação recente do câmbio, voltando a cair abaixo de 2,10 R\$/US\$, tem causado grande comoção. Voltaram a circular propostas diversas para evitar a excessiva apreciação do real como taxação das exportações de *commodities* ou controle de entradas de capitais. A questão cambial é, de fato, preocupante, mas é preciso analisá-la com cuidado para que não se tomem medidas possivelmente inócuas quanto ao fim pretendido e certamente nocivas a outras áreas da economia.

A apreciação cambial que vivemos após a crise de 2002 é fruto principalmente da grande melhora de nossa balança comercial, mercê do significativo aumento de nossas exportações. É um resultado absolutamente padrão em economia a apreciação da moeda de um país que sofre um choque positivo em seus termos de troca (a relação entre o preço das exportações e o preço das importações). Todos os países que exportam *commodities*, como o Brasil, têm sofrido forte pressão para a apreciação de suas moedas. Ou seja, o Brasil está surfando em uma boa onda mundial causada pelo crescimento das economias asiáticas que sugam *commodities*, e esta é a razão fundamental que levou o real a se apreciar.

A depreciação do dólar frente ao real, que caiu de um nível próximo a R\$4, observado no auge da crise de confiança de 2002, para os atuais R\$2,10 causa problemas para diversos setores menos competitivos da nossa indústria. Uma forma de entender a economia deste processo é pensar que câmbio pode ser interpretado como o inverso do salário: quanto mais baixo estiver o dólar, mais alto estarão os salários dos trabalhadores brasileiros em dólar. Quem não se lembra de um senador muito presente na mídia que pedia insistentemente um salário mínimo de US\$100? Ao câmbio atual, o salário mínimo pleiteado pelo senador há poucos anos representaria bem menos que hoje se tem. A boa notícia que isso representou para os trabalhadores brasileiros é a contra face das dificuldades que os exportadores de produtos industriais intensivos em mão-de-obra vêm sofrendo. Este é um ponto importante que não pode ser omitido em discussões sobre a taxa de câmbio: um câmbio super depreciado como o chinês, se factível, viria necessariamente acompanhado de um salário mais baixo (o que permitiria ao senador recuperar seu mote). Pode-se argüir que é melhor ter emprego alto com salário baixo do que emprego baixo com salário alto, mas não existe a possibilidade de ficar com o melhor de cada situação, como muitas propostas propagandeiam.

O câmbio mais apreciado veio para ficar, e durará enquanto se mantiverem as boas condições atuais na economia mundial. Para melhor conviver com esta nova realidade, é imperioso aumentar a eficiência de nossa economia e reduzir custos de produção. Infelizmente, as iniciativas mais importantes, como a reforma trabalhista, a reforma previdenciária, a contenção do aumento de gastos públicos correntes que permitiria uma

¹ Ph.D. por Stanford e professor do Departamento de Economia da PUC-Rio escreve mensalmente neste espaço às sextas-feiras (<http://www.econ.puc-rio.br/mgarcia>).

reforma tributária com redução de impostos, e a abertura comercial no bojo de negociações comerciais mais ousadas estão ou esquecidas ou relegadas a segundo plano. O PAC deve ajudar, sobretudo na área de infra-estrutura, mas é claramente insuficiente para o objetivo de “destravar” a economia.

Como não é provável que o governo Lula venha a empreender as reformas que se fazem necessárias em nossa economia, as atenções se voltam para as políticas monetária e cambial. A receita alternativa passa a ser baixa significativa de juros, compras ainda maiores de reservas cambiais, e restrições à entrada de capitais. Alguns adicionam um controle de gastos públicos, mas, dado que isso não é prioridade, é provável que as propostas alternativas, se implementadas, o sejam sem a parte fiscal.

Nossa experiência com o sistema de metas para a inflação, sobretudo depois do período de crises, comprovou dois fatos. Primeiro, de acordo com a teoria econômica e a evidência empírica internacional, mas ao contrário do que muitos afirmavam, a inflação brasileira responde, sim, aos juros. Segundo, taxas de juros muito elevadas para padrões internacionais são necessárias para manter nossa inflação em patamares apenas razoáveis na comparação internacional. Pode-se discutir se o BC deveria ter baixado mais rápido a taxa Selic. Mas, ainda que um pouco mais baixas, para manter a inflação sobre controle, seriam requeridas taxas de juros muito altas para o padrão internacional. Em um mundo de altíssima liquidez e baixas taxas de juros, nossos elevados juros constituem poderoso atrator de capitais especulativos. Os fluxos de entrada de capitais contribuem para apreciar o câmbio, daí a proposta de reinstaurar controles de entrada de capitais especulativos.

Em estudo de nossa experiência prévia com controles de entrada de capitais especulativos (vide *Innefective Controls on Capital Inflows Under Sophisticated Financial Markets: Brazil in the Nineties*, disponível em <http://papers.nber.org/papers/W12283>), Bernardo Carvalho e eu mostramos que, ainda que controles de entrada de capitais especulativos possam ser desejáveis, eles não funcionaram na década passada, exceto por períodos muito curtos. A intuição básica é simples. O capital (dinheiro) é fungível. Como o objetivo do controle é obstar tão somente o capital especulativo que quer se aproveitar do diferencial elevado de juros (em uma estratégia financeira conhecida como *carry trade*), é relativamente fácil em nossos sofisticados mercados financeiros dizer que o capital vai ser aplicado em um fim e usá-lo para outro. Em nosso estudo, mostramos que, nos anos 90, o BC e o mercado financeiro travaram uma batalha de gato e rato que comprometeu severamente a eficácia dos controles. Os principais meios de elisão dos controles envolviam recursos que entravam no país via pagamento de exportações ou via financiamento de importações (ambas excluídas dos controles). Dado que, hoje, nosso comércio internacional cresceu enormemente em comparação àquela época, é razoável presumir que os controles, se reinstituídos, seriam ainda menos eficazes em deter o capital especulativo.

Ou seja, para diminuir o influxo de capital especulativo, o melhor remédio é diminuir a taxa de juros. Mas, para não comprometer o controle da inflação, seria necessário apertar a política fiscal, reduzindo os gastos, e isso não parece constar das prioridades do governo.

Neste quadro, sem poder reduzir mais significativamente a taxa de juros, resta ao BC a ingrata tarefa de tentar evitar que o câmbio se aprecie ainda mais por meio da compra de volumes crescentes de onerosas reservas cambiais. O pior é que quanto mais favorável estiver a situação da economia mundial, e, conseqüentemente, as perspectivas de nossa economia, maior será a pressão sobre o BC.