

## Desvalorização e balança comercial DO ENTUSIASMO EXCESSIVO AO CETICISMO INJUSTIFICADO

*Rogério L. Furquim Werneck\**

Nos idos de 1998, ganhou força no País a idéia de que os problemas de desequilíbrio externo da economia brasileira só seriam resolvidos com uma boa desvalorização cambial. Alguns analistas estimavam que a desvalorização real requerida seria da ordem de 15%. Os mais ousados chegavam a falar em 25 ou 30%. Mais do que isto não seria necessário. Em janeiro de 1999, menos por decisão do governo do que pela imposição do mercado, teve afinal início o esperado movimento de depreciação do real. Dois anos depois, em janeiro de 2001, a taxa de câmbio já havia atingido R\$ 1,95 por dólar. Mas o processo de depreciação ainda estava longe de ter chegado ao fim. Na véspera dos atentados de 11 de setembro, o câmbio já havia chegado a 2,60. Desde então, saltou para cerca de 2,78. Tendo saído de R\$ 1,21 no início de janeiro de 1999, sofreu até agora variação nominal da ordem de 130% que, deflacionada por qualquer índice de preços que se possa escolher, implica uma depreciação real descomunal, muitas vezes mais alta do que se imaginava possível em 1998.

A esperança de que o desequilíbrio externo da economia brasileira seria prontamente eliminado pela desvalorização não durou muito. Já havia praticamente desaparecido no final de 2000. É bem verdade que, por volta de junho do ano passado, o saldo da balança comercial acumulado em 12 meses já voltara a ser positivo, apesar da vigorosa recuperação do nível de atividade observada no período. O déficit anual de cerca de US\$ 6,5 bilhões de 1998 havia desaparecido. Mas a partir daí, a balança comercial voltaria a ficar deficitária até meados deste ano. De alguma forma, o movimento de melhora fora interrompido.

Desde então, o entusiasmo inicial com a desvalorização passou a dar lugar a crescente ceticismo quanto aos efeitos que a depreciação cambial ainda poderia vir a ter sobre a balança comercial. De repente, bem ao contrário do que parecia ser a crença anterior, disseminou-se a idéia de que afinal tanto exportações quanto importações eram insensíveis a preços. Do lado das exportações, tem-se alegado que -- tendo em vista o protecionismo nos países industrializados, as dificuldades enfrentadas pelos nossos principais parceiros comerciais na América Latina, a recessão mundial e a falta de tradição exportadora -- o efeito da desvalorização está mesmo fadado a ser muito limitado. Quanto às importações, parece imperar a convicção de que há total insensibilidade a preços. No caso de bens de consumo importados, chega-se até a admitir que a demanda possa de alguma forma ser afetada pelos preços. Mas no caso de bens intermediários e de capital, a presunção parece ser a de que todos os processos produtivos envolvem combinações de insumos em proporções imutáveis, e de que é muito limitada a possibilidade de substituição de insumos e equipamentos importados por similares nacionais.

Tais convicções vêm aflorando de forma muito clara em análises recentes, ensejadas pela significativa melhora do saldo da balança comercial observada nos últimos meses, que tem levado a drásticas revisões nos prognósticos algo pessimistas que vinham sendo feitos para as contas de comércio exterior. A explicação típica que vem sendo apresentada para saldos positivos e crescentes nos próximos meses envolve a previsão de um ajuste assimétrico.

Muito mais pelo lado das importações do que pelo lado das exportações. E, no que tange às importações, o encolhimento adviria fundamentalmente do baixo nível de atividade e, em alguma medida, da queda de preços de certos produtos importados, como petróleo. Explicação que tem até levado parte da mídia a interpretar a melhora da balança comercial como uma péssima notícia. Não mais do que uma simples decorrência da interrupção do processo de expansão da economia que vinha sendo observado até o primeiro trimestre deste ano.

A verdade é que vem sendo subestimado o importante papel que a desvalorização ainda está por desempenhar no ajuste da balança comercial. Especialmente do lado das importações. Mesmo que todos os setores que usam matérias primas e componentes importados só utilizassem processos produtivos em que insumos são combinados em proporções imutáveis, e que fosse de fato impossível conseguir fornecedores internos para insumos ora importados, ainda haveria amplo espaço para a desvalorização afetar as importações. Ao modificar preços relativos e assim provocar mudança na composição da demanda de bens finais, a desvalorização acaba levando a uma redução na importação de bens intermediários. E é fácil entender por quê.

O repasse da depreciação do câmbio a preços ainda está a meio caminho. Isto é bem evidenciado mesmo no caso de bens de consumo importados. Basta observar o comportamento de distribuidoras de automóveis importados que ainda fazem promoções de vendas na base de preços cotados ao câmbio de meses atrás. Com mais razão isto vem ocorrendo no caso de setores que utilizam intensivamente insumos importados. Primeiro as empresas tentam buscar fornecedores alternativos no País e, na medida do possível, utilizar processos produtivos menos intensivos em insumos importados. Se necessário, podem até se dispor a trabalhar por algum tempo com margens mais baixas. Mas ao fim e ao cabo destas várias tentativas de ajuste, vão ter que repassar parte do efeito da desvalorização aos preços. Quanto mais estreito for o espaço para tais ajustes preliminares maior deverá ser o repasse. A própria percepção de que a taxa de câmbio que aí está não é resultado de um *overshooting* e pode ser duradoura deve contribuir para estimular o repasse.

Por que as empresas vêm tentando a todo custo adiar ou atenuar o repasse? Porque sabem que o repasse implica redução de demanda. À medida que os repasses se tornem inevitáveis, a modificação de preços relativos deverá reduzir a demanda interna por bens com alto conteúdo de insumos importados e aumentar a demanda por bens cuja produção pouco depende de importações. Ou seja, menos automóveis e eletroeletrônicos e mais serviços, móveis, bens não-duráveis e construção civil. Como, em certa medida, já vem de fato ocorrendo. E é esta modificação na composição da demanda interna que leva a uma redução de importações de bens intermediários. Com uma desvalorização tão grande, mesmo que se suponha que a sensibilidade a preços da demanda de produtos intensivos em insumos importados seja relativamente baixa, o efeito sobre as importações poderá ser substancial.

Será que isto significa então que, se há razões para mais otimismo sobre a balança comercial, há também razões para mais pessimismo quanto à inflação? Não necessariamente. O grau de repasse não precisa ser alto na economia como um todo. Basta que o seja nos setores que usam mais intensivamente insumos importados. Cabe à política monetária assegurar que a inevitável modificação de preços relativos deflagrada pela desvalorização seja compatível com a manutenção da inflação sob controle.

---

\* Professor do Departamento de Economia da PUC-Rio.