

20 MAR 1989

Com Brasil

JORNAL DO BRASIL

# A propósito do congelamento do câmbio

Salomão Quadros

O presidente Bush ainda não anunciou o tamanho do perdão. Enquanto isto não acontece, exportar é preciso. Por conta do congelamento de preços, o governo programou a manutenção do câmbio nominal até o fim de abril. Com isto, a valorização que vem se acumulando poderá facilmente superar os 20%. O principal argumento em favor desta decisão é a performance das exportações. As empresas, supostamente, dispõem de margem e podem agüentar alguma compreensão. Difícil é avaliar o ponto mínimo a que estas margens podem cair. Se lá chegarmos, a desaceleração das exportações é rápida.

Os exportadores, adiando negócios, podem forçar o Banco Central a corrigir o câmbio pois o estoque de reservas internacionais é limitado. Mas a reação demora. O Banco Central tolera perdas moderadas de reservas para não alterar a taxa. Subitamente a trajetória é interrompida por um virtual assalto aos ativos externos do Banco Central. A paridade torna-se insustentável, propiciando ganhos de capital aos especuladores. Esta é a anatomia das crises de balanço de pagamentos.

Mesmo que não haja uma limpeza completa do Banco Central, a perda de reservas somente se reverterá com o fim das expectativas de desvalorização cambial, tudo o mais constante. É preciso, portanto, que o Governo devolva, de uma só vez, a defasagem acumulada. Recomposições parceladas são inoperantes. No Brasil, em 1980, o câmbio foi valorizado em 30%, em termos reais. As reservas, neste período, caíram de US\$ 8,3 bilhões para US\$ 5 bilhões, configurando uma redução de 40%. Apenas em 1983, com a máxi de 30%, é que as reservas voltaram a crescer. Mais recentemente, nos meses finais do Cruzado, a acelerada perda de reservas coincidiu também com valorização cambial, aliás subdimensionada pelos índices oficiais.

O salto do câmbio reflete-se prontamente sobre a grande maioria dos preços. De um lado as importações de insumos, de outro a exportação de bens finais, a estrutura do comércio exterior brasileiro espalha pelos diversos setores o efeito da alta do câmbio. Numa primeira aproximação, esta passa a ser a nova referência inflacionária.

Além do impacto direto sobre os preços, o congelamento do câmbio seduz o governo por diminuir, em cruzados, a despesa com o serviço da dívida pública

externa, valor que se avizinha dos 2% do PIB.

É claro que o vôo cambial do governo não é completamente cego. O *black* é um indicador das expectativas de desvalorização. A atual elevação dos juros tem desviado a demanda dita especulativa para o *overnight*, contendo o ágio. Ágios menores, todavia, não significam necessariamente melhor adequação do câmbio às transações comerciais.

Os ecos inflacionários embutidos no atraso cambial são bem conhecidos. Menos conhecidos, porque pouco experimentados, são os riscos de fuga de capitais, entendida como a manutenção de poupança sob a forma de ativos estrangeiros ou, em outras palavras, redução do montante de recursos disponíveis ao país. Diversos países endividados da América Latina vêm sofrendo deste problema há pelo menos uma década.

Em ambiente de mobilidade, os capitais migram em busca de melhores rendimentos. Compara-se a taxa nominal de juros externa com a interna, descontada pela desvalorização esperada da taxa de câmbio. O sinal da diferença indica o sentido de deslocamento do capital. A desvalorização esperada da taxa de câmbio é tão maior quanto maior a valorização, a qual barateia a aquisição de moeda estrangeira. O governo pode compensar a valorização cambial com juros internos mais elevados. Mas o endividamento público ou a recessão fazem desta uma alternativa apenas temporária.

O grau de controle sobre a conta de capital do balanço de pagamentos normalmente é alto, por isso os mecanismos mais usados para a conversão de poupança são o subfaturamento das exportações e o chamado dólar cabo ou seus equivalentes. Não existe consenso acerca da medição correta do fenômeno mas, de acordo com estimativas confiáveis, o setor privado dos países da América Latina detém, no exterior, algo entre um terço e a metade do total de suas dívidas externas. Há casos mais dramáticos, como a Bolívia e a Venezuela, em que a evasão de capitais, segundo cálculos menos conservadores, supera a própria dívida externa.

Estes países e mais Argentina, México e outros, muito mais do que o Brasil, adotaram, com momentâneas exceções, políticas sistemáticas de valorização cambial. Uma das possíveis explicações para tal prática é que a taxa cambial apropriada às transações comerciais nem sempre se coaduna com a taxa compatível com o equilíbrio das transações financeiras. Além disso, a emergência do combate à

inflação por vezes tem dominância sobre os demais propósitos. O resultado costuma ser catastrófico, pois os objetivos são todos mal atendidos. Uma tentativa de tornar um pouco mais tratável este conflito é a segmentação do mercado de moeda estrangeira. Não por acaso, o ágio do paralelo, na Venezuela, em 1983, chegou a representar 250% do câmbio oficial.

A valorização da taxa de câmbio não explica, sozinha, o movimento de capitais. A rigidez fiscal que caracteriza todos estes países (gastos incontornáveis, ineficiência tributária, encargos financeiros, etc...) transforma a dívida interna em ativo de alto risco. Em caso de iliquidez, o governo dispõe de mais instrumentos para produzir um *default*, ainda que parcial, sobre seus credores domésticos do que frente aos externos. No México, em decorrência da crise de 1982, os detentores dos chamados Mexdollars (depósitos corrigidos pela taxa cambial) tiveram perdas de capital de 50%, ao sacarem suas aplicações a uma cotação de 70 pesos, enquanto no mercado livre o dólar valia 130. Prefixações e tablitas foram, ao longo do tempo, outras formas de depreciação dos juros internos.

Os riscos sobre a dívida interna são também de natureza política. No Brasil, as dúvidas quanto ao resultado das eleições de 15 de novembro próximo impõem um custo adicional aos portadores de títulos públicos. Se ele é alto o bastante para propagar uma evasão de capitais, ainda não é lícito afirmar. O certo é que, por ora, trata-se de um custo incontornável. Já do câmbio não se pode dizer o mesmo. A regra cambial é da competência exclusiva do governo. Seria aconselhável privilegiá-lo, mesmo em meio ao congelamento, e seguir pequenas correções a espaços não muito dilatados mas não de todo previsíveis.

O Brasil dos anos 90 poderá vir a ser um país de baixa inflação onde o risco do endividamento interno seja de pequena proporção e as empresas sintam-se dispostas a imobilizar parcelas maiores de sua poupança. Poderá, também, ser um país de déficit público incontornável, com elevada taxa de inflação e riscos de toda ordem quanto à integridade da dívida pública. Neste caso a evasão de capitais será uma decorrência lógica. O que importa lembrar — diante da encruzilhada — é que o Brasil da próxima década será fruto de escolhas e decisões tomadas nesta década.

Salomão Quadros é coordenador do Banco de Dados da Fundação Getúlio Vargas.