

Dólar a R\$ 3,50 ajuda ou atrapalha?

Se há um diagnóstico que une os candidatos à Presidência, a começar pelo tucano José Serra, é a necessidade de reduzir a vulnerabilidade externa da economia. O que os separa é saber como chegar lá.

O economista Francisco Pinto, ex-diretor do Banco Central e, até o início do ano, presidente do BBA-Icatu Investimentos, acha que não há espaço para meio termo. Para a economia crescer 4% a 5% ao ano, de forma sustentada, é preciso cortar o déficit externo em conta corrente, hoje acima de US\$ 20 bilhões, para algo entre US\$ 5 bilhões e US\$ 10 bilhões.

Isso só se consegue, a seu ver, com um câmbio em torno de R\$ 3,50 por dólar. Além de viabilizar um saldo na balança comercial de uns US\$ 15 bilhões, um câmbio nesta altura permitiria cortar pela metade, para algo entre 8% e 10%, as taxas nominais de juros. O que permitiria resolver o segundo nó da economia, o déficit fiscal. A geração de fortes superávits primários, desde 99, foi um grande avanço, mas a solução definitiva depende de juros civilizados. O desafio é fazer isto tudo de forma gradual, sem deixar a inflação disparar, nem a dívida líquida do setor público sair de controle.

Dá para fazer? Ele acha que dá. Mais: ele acha que não tem outra solução. Se o próximo presidente não caminhar nesta direção, a dívida interna se tornará insustentável e um desfecho ruim virá pelo mercado.

Chico Pinto, é bom esclarecer, não está filiado a partidos, nem é ligado a candidatos. Originário da PUC do Rio, esteve no BC no começo da montagem do Plano Real, junto com outros economistas da PUC, como Pérsio Arida, André Lara Resende, Edmar Bacha e Gustavo Franco.

Seus números têm uma lógica por trás. A restrição externa ao crescimento se dá pela dimensão do passivo externo líquido (dívida externa mais estoque de investimentos externos), algo em torno de US\$ 360 bilhões, e seu ritmo de crescimento. O déficit em conta corrente, estimado em US\$ 23 bilhões no ano passado, representa de 6% a 7% do passivo externo líquido.

É muito. Em valores absolutos, é o segundo maior do mundo, só menor do que o déficit dos Estados Unidos. Em termos relativos, anda em torno de 4,5% do PIB, também um dos maiores do mundo.

Pior, o déficit em conta corrente está engordando o passivo externo a um ritmo de 6% a 7% ao ano. Isso significa que, para estabilizar o tamanho do passivo em relação ao PIB, a economia precisaria crescer ao mesmo ritmo, o que parece irrealista. Se o passivo não parar de crescer, a dependência de novos investimentos ou financiamentos externos será crescente até

se tornar insustentável. A menos que o país gerasse uma receita em dólares também crescente.

O déficit em conta corrente é formado pelo déficit na balança comercial (mercadorias) e de serviços (juros, dividendos, turismo, fretes, etc.). Na prática, a conta de serviços é muito rígida. A saída tem sido melhorar a balança comercial.

Desde a máxi de janeiro de 99, o déficit em conta corrente caiu US\$ 10 bilhões. Não por coincidência, a balança melhorou quase isto, US\$ 9,2 bilhões. Como? Com o real passando de R\$ 1,20 por dólar para R\$ 2,40.

Para estancar o crescimento do passivo externo, seria preciso reduzir o déficit em conta corrente a uns 3% dele, ou algo entre US\$ 5 bilhões e US\$ 10 bilhões. Grosso modo, seria preciso gerar um superávit de uns US\$ 15 bilhões, ou US\$ 12 bilhões a mais do que os US\$ 2,6 bilhões do ano passado. Como? Políticas de estímulo à exportação via promoção, educação e tecnologia só dão resultado a médio e longo prazo e Chico Pinto duvida da eficácia do uso de subsídios para empurrar as exportações.

Sobra o câmbio, de eficácia garantida, diz. Um modelo feito pelo departamento econômico do BBA-Icatu Investimentos, indica que seria preciso um câmbio em torno de R\$ 3,50 para reduzir o buraco externo e crescer 4% a 5% ao ano, de forma sustentável.

Há uma maneira simples de o governo induzir à desvalorização do real. No final do ano passado, o BC tinha US\$ 69,6 bilhões em papéis indexados ao dólar. A existência deste estoque de papéis e a emissão líquida de novos papéis (foram US\$ 17,8 bilhões só no ano passado), faz com que o Brasil tenha um regime que ele classifica de "câmbio flutuante heterodoxo". Os papéis cambiais, na prática, impedem que o câmbio flutuante gere a desvalorização necessária para eliminar a vulnerabilidade externa.

Bastaria o BC deixar de rolar parte desta montanha de títulos cambiais para que o real se desvalorizasse. O custo da desvalorização seria alto, mas não insuportável. Desde 99, o dólar valorizou-se 100% em relação ao real; para chegar a R\$ 3,50 seria preciso mais uns 50% de valorização. Haveria um impacto forte sobre a dívida interna fiscal, muito sensível ao câmbio, e sobre a inflação.

Ele calcula que a dívida interna líquida iria a 60% do PIB (fechou o ano passado entre 52% e 53%). Em compensação, na hora em que o mercado projetasse uma redução do déficit em conta corrente para menos de US\$ 10 bilhões, seria possível reduzir os juros nominais para algo entre 8% e 10%, o que traria um impacto muito positivo sobre as contas fiscais e a dívida líquida.

A operação de transição exigiria muita arte e, provavelmente, alguns anos. No início da desvalorização, gradual, os juros teriam que manter-se altos, para evitar uma disparada na inflação. Nesta fase, a dívida interna seria afetada tanto pela desvalorização quanto pelo câmbio.

Se a mudança fosse bem sucedida, contudo, a vulnerabilidade externa seria equacionada, a avaliação de risco melhoraria e a redução dos juros (ajudada, também, por um superávit fiscal primário), permitiria ir reduzindo a dívida interna líquida. Tanto os juros quanto o déficit externo cairiam para níveis mais "normais", abrindo espaço para um crescimento razoável sem ciclos de "stop and go", como ocorreu na última década.

Celso Pinto é diretor de Redação e escreve às quintas-feiras.
E-mail celso.pinto@valor.com.br