

## OPINIÃO



Antonio Corrêa de Lacerda\*

Brasil - Economia

## Em um "apagão" cambial inusitado

*No médio e longo prazo, o ônus supera muito o aparente bônus do quadro atual*

A economia brasileira vivencia uma situação inédita e inusitada. Dadas a combinação de um cenário internacional extremamente favorável nos últimos quatro anos e a melhora das contas externas domésticas, há um forte influxo de capitais estrangeiros. No entanto, como essa melhora não se refletiu proporcionalmente na redução das taxas de juros internas, ocorre um processo de forte valorização da taxa de câmbio, com reflexos significativos na estrutura produtiva, especialmente na indústria de transformação. Há, em decorrência, um verdadeiro "apagão" cambial em curso, cujas consequências ainda não podem ser totalmente mensuradas.

A taxa de câmbio R\$/US\$ desliza perigosamente para os 2,00 e o país perde capacidade competitiva a cada dia. O paradoxo é que o "apagão" cambial de hoje é muito mais decorrente da opulência do que da escassez. Ao contrário do que ocorria nas décadas de 1980 e 1990, em que a restrição externa ao crescimento era dada pelas crises recorrentes do balanço de pagamentos provocavam a desvalorização da moeda doméstica, a situação atual é inversa e decorre muito mais das inconsistências do mix das políticas macroeconômicas — fiscal, cambial e monetária — praticadas.

Desde 2002, o Brasil, ajudado pela desvalorização do real pós-1999 e pelo crescimento da demanda e dos preços internacionais, inverteu o seu saldo de transações correntes do balanço de pagamentos. Os preços médios em dólares das commodities negociadas nos mercados internacionais cresceram cerca de 60% entre 2002 e 2007.

Esse quadro favorável permi-



tiu ao Brasil mudar significativamente a situação das suas contas externas. De um déficit de transações correntes de 5% do PIB no ano 2000, passou a ter superávits crescentes, que atingiram cerca 1,5% do PIB a partir de 2005, devido principalmente aos superávits sucessivos na balança comercial e que atingiram o recorde de US\$ 46 bilhões em 2006. Como consequência, houve expressiva elevação do nível das reservas cambiais, que já atingiram US\$ 111 bilhões. Também houve espaço para quitar dívidas junto ao FMI e ao Clube de Paris, o que propiciou sensível melhora nos indicadores de solvência externa do País.

No entanto, uma vez que a oferta de dólares no mercado doméstico é superior à demanda, há uma forte pressão pela valorização cambial. O câmbio nada mais é que o preço da moeda local relativamente às demais, com destaque para o dólar norte-americano, que detém a supremacia nas transações financeiras internacionais. Em sendo um preço, se a oferta supera a demanda, ele tende a cair

e é o que tem ocorrido sucessivamente nos últimos três anos.

Esse fator é agravado pela prática de uma taxa de juros doméstica extremamente elevada. Isso propicia a arbitragem, incentivando ingressos de recursos não só de aplicadores, mas também de exportadores, agravando ainda mais a valorização do câmbio. Nos últimos 18 meses, a taxa nominal de juros básica doméstica (Selic) caiu 7 pontos percentuais. Mas o juro real, dado por essa taxa nominal (12,75%), menos a expectativa de inflação para os próximos doze meses (4%), ainda é de 8,5%, mais de quatro vezes a taxa real de juros média internacional (cerca de 2% ao ano).

Quanto a taxa de juros nominal doméstica poderia ser reduzida? Um bom parâmetro são as emissões de títulos brasileiros em reais no mercado internacional, que têm se situado próximas de 10% ao ano. Ou seja, haveria, por esse parâmetro, imediatamente um espaço de redução de 2,75 pontos percentuais. Pouco, diriam os mais céticos. Mas quanto representariam menos

três pontos percentuais na estrutura das taxas de juros reais brasileiras para diminuir o espaço da arbitragem no mercado financeiro, para o financiamento da dívida pública e para as decisões de investimentos produtivos?

O quadro vigente pode ser muito favorável para a arbitragem, mas provoca grandes distorções na estrutura de preços relativos da economia, com reflexos consideráveis na estrutura produtiva, nas decisões de investimentos, produção local, exportações e importações. No médio e longo prazo, o ônus do apagão cambial supera em muito o seu aparente bônus.

Há, portanto, necessidade e espaço para mudanças. É preciso reduzir os juros domésticos e ampliar as intervenções do Banco Central nos mercados à vista e futuro, entre outras eventuais medidas passíveis de aplicação para inverter o quadro de valorização excessiva do real, sem riscos expressivos de desestabilização.

Qualquer discussão sobre alternativas de políticas econômicas tende a ser interditada por comparações, cada vez mais extemporâneas, com o nosso passado pregresso de inflação e instabilidade. O curioso é que o principal argumento dos que julgam a valorização cambial como "natural" é justamente a melhora dos "fundamentos" da economia brasileira. Não há então por que não aperfeiçoar e adaptar a medida e a dosagem das políticas econômicas. Diz a sabedoria popular que a melhor ocasião para se consertar as goteiras do telhado é um belo dia de sol.

\* Professor-doutor do Departamento de Economia da PUC-SP. Próximo artigo do autor em 26 de abril