

Como Administrar o Câmbio?

José Luis Oreiro

Jornal do Brasil, 06 de maio de 2018

O erro fatal cometido pelas sucessivas administrações petistas a nível do governo federal foi o de ter permitido uma valorização expressiva e persistente da taxa de câmbio a partir de janeiro de 2003. Apesar da retórica petista acerca de uma suposta “herança maldita” recebida do Presidente Fernando Henrique Cardoso; a taxa de câmbio prevalecente no início do governo do Presidente Lula se apresentava num patamar suficientemente desvalorizado para permitir um aumento significativo das exportações de produtos manufaturados pelos dois anos seguintes. O crescimento das exportações deu o impulso inicial para a aceleração do crescimento da economia brasileira observada até meados de 2008, quando a erupção da crise financeira internacional, após a falência do Lehman Brothers, interrompe esse processo. A retomada do crescimento no segundo semestre de 2009 viria por intermédio, não da expansão das exportações, mas do aumento dos gastos do governo e do crédito dos bancos públicos; num contexto no qual a taxa de câmbio se encontrava significativamente sobrevalorizada. Após uma forte recuperação em 2010, quando a economia apresentou um crescimento próximo de 8% a.a., o crescimento do PIB brasileiro apresenta uma forte desaceleração devido ao *vazamento da demanda doméstica* para o exterior, decorrente dos efeitos do câmbio sobrevalorizado sobre a competitividade da indústria brasileira.

O que deve ser feito para impedir uma valorização excessiva da taxa de câmbio? Para responder a essa pergunta temos que ter duas coisas em mente. Em primeiro lugar, o Brasil é um país que possui vantagens competitivas naturais para a produção de commodities como o minério de ferro e a soja. Isso significa que a produtividade do trabalho na produção e extração dessas commodities é mais alta do que em outros países. Em segundo lugar, a indústria brasileira se encontra atrás da fronteira tecnológica mundial, o que significa que a produtividade do trabalho na indústria brasileira é, na média, inferior à verificada nos países desenvolvidos. Nessas condições, a taxa de câmbio que proporciona uma taxa de lucro satisfatória para as atividades de produção e extração de commodities é mais baixa (mais valorizada) do que aquela que permite as empresas domésticas serem competitivas nos mercados internacionais. Como uma parte expressiva da pauta de exportações brasileira é composta por commodities segue-se que o comportamento da taxa de câmbio fica *umbilicalmente* ligado aos preços de exportação desses produtos. Quando o preço das commodities sobe no mercado internacional, como ocorreu durante os governos petistas, a taxa de câmbio se aprecia e a indústria brasileira perde competitividade. Dessa forma, a produção e extração de commodities acabam tendo um efeito de *transbordamento negativo* sobre a indústria de transformação; configurando assim a existência de uma *falha de mercado* o que justifica a *intervenção governamental no mercado de câmbio*.

Esse problema pode ser resolvido de duas maneiras. A primeira, adotada no Brasil nas décadas de 1950 e 1960, consiste na adoção de um *sistema de taxas múltiplas de câmbio*, onde a taxa de câmbio para as commodities é significativamente mais apreciada do que a dos demais produtos de exportação. Dada a sofisticação do sistema financeiro brasileiro, contudo, a implantação desse sistema não seria mais viável hoje em dia, pois daria ensejo a monumentais ganhos de arbitragem no mercado de câmbio. A segunda seria a adoção de um imposto de exportação de commodities, com alíquota variável a

dependem do preço internacional da commodity de referência. A introdução do imposto de exportação teria o efeito de diminuir a distância entre o valor da taxa de câmbio que torna lucrativa a produção e exploração de commodities e o valor da taxa de câmbio que torna as empresas industriais brasileiras competitivas no mercado internacional.

Mas a abundância de recursos naturais não é a única causa da apreciação cambial. O Brasil possui, desde o início da década de 1990, uma conta de capitais aberta. Isso significa que residentes no exterior podem adquirir, de forma razoavelmente livre, ativos reais e financeiros emitidos no Brasil. Nesse contexto, o câmbio pode ser apreciado de forma bastante expressiva em função da entrada de capitais externos, a qual depende de dois fatores. Em primeiro lugar, do diferencial (ajustado pelos prêmios de risco relevantes) entre a taxa de juros interna e a externa. Em segundo lugar, da expectativa de ganhos de capital nos ativos domésticos.

Daqui se segue que, ao contrário do afirmado por alguns, a redução da taxa básica de juros para um patamar compatível (dados os prêmios de risco) com a taxa de juros internacional *não é condição suficiente* para evitar uma apreciação significativa da taxa de câmbio. Isso porque se os mercados financeiros internacionais acreditarem numa valorização futura da taxa de câmbio Real/Dólar (porque, por exemplo, apostam num aumento futuro dos preços das commodities); então os mesmos irão antecipar um ganho de capital na aquisição de ativos denominados em Reais. Como resultado disso, haverá um forte fluxo de entrada de capitais, com a consequente valorização da taxa de câmbio. Para impedir ou limitar a valorização cambial oriunda desse mecanismo é fundamental introduzir controles abrangentes a entrada de capitais no Brasil.