

A difícil tarefa de avaliar o justo valor de uma moeda

Tom Orlik e Anjali Cordeiro | *The Wall Street Journal*
Valor, 02.06.11

Durante anos, políticos e economistas americanos queixaram-se da desvalorização da moeda chinesa. Mas seus argumentos podem ter deixado de ser tão inequívocos como antes. O yuan chinês subiu para 6,5 yuans por dólar, dos 8,2 yuans por dólar em junho de 2005, e os preços ao consumidor na China subiram mais de 5% em relação ao ano passado.

Isso significou uma valorização nominal de 25% contra o dólar e uma valorização real de 20% contra uma cesta de moedas dos principais parceiros comerciais da China desde 2005. Ao mesmo tempo, o superávit em conta corrente da China - argumento número 1 contra um yuan subvalorizado - caiu para 5,2% do PIB em 2010, de um pico de 10,1% do PIB em 2007.

Essas mudanças levaram um pequeno coro de influentes economistas de bancos de investimento e do governo a mudar o tom, afirmando que o yuan está se aproximando do valor justo. Não é uma visão generalizada. Mas mesmo entre os mais duros críticos do câmbio chinês, há maior aceitação de que a moeda está menos desvalorizada do que alguns anos atrás.

Avaliar o valor justo de uma moeda não é uma tarefa simples. Para as moedas sob câmbio flutuante, fundamentos econômicos como inflação e crescimento têm um impacto sobre a cotação definida pelo mercado, mas as taxas de câmbio também podem se alterar devido a uma diversidade de outros fatores econômicos e psicológicos. As enormes variações do iene japonês frente ao dólar durante um período em que os fundamentos da economia japonesa pouco se alteraram são um exemplo.

Para o yuan, cujo valor é rigidamente controlado pelo governo, avaliar o valor que seria definido pelo mercado é ainda mais difícil. Mas, analisando o tamanho do superávit chinês em conta corrente e seu acúmulo de reservas cambiais, economistas podem chegar a estimativas do grau de desvalorização.

O alegação em Washington é, muitas vezes, de que o yuan está desvalorizado em 40% na relação ao dólar. As origens dos 40% estão relacionadas com estudo realizado por John Williamson e Cline William, economistas do Instituto Peterson de Economia Internacional, sobre qual valor deveria ter o yuan para trazer todos os saldos em conta-corrente, inclusive os da China e da EUA, para 3% do PIB.

O raciocínio é que um yuan mais valorizado elevaria o custo das exportações da China e reduziria o custo de suas importações. Ao calcular a relação entre preços e demanda de importações e exportações, os economistas podem estimar o grau de valorização necessário para corrigir o desequilíbrio nas relações comerciais da China.

A dificuldade para realizar esse cálculo está em ser ele extremamente sensível a variações na conta corrente chinesa. Como o superávit chinês em conta corrente diminuiu, como proporção do PIB, as estimativas do grau de valorização tornaram-se menores.

O mais recente estudo de Williamson sugere que o grau de desvalorização caiu para quase 30%. Outros acreditam que até mesmo esse percentual exagera o grau de valorização necessário para levar o yuan a um valor justo.

Jim O'Neill, diretor da Goldman Sachs Asset Management, diz que modelo de sua empresa de investimento já não sugere que o yuan, também conhecido como renmimbi, esteja desvalorizado.

"Existem diversas evidências [de que] a maioria dos adultos em Washington e no restante dos EUA prefere ignorar", afirma O'Neill. "O superávit comercial e o superávit em conta corrente chineses diminuiram bastante, de modo que eu diria que as evidências atuais são bastante favoráveis àqueles que deixaram de acreditar que o yuan está desvalorizado".

Mas observar a dimensão do superávit em conta corrente é só uma maneira de estimar o grau de desvalorização da moeda. Para administrar o valor do yuan frente ao dólar, o banco central da China tem de realizar intervenções continuadas nos mercados cambiais.

As consequências dessas intervenções são o enorme e crescente estoque de reservas cambiais chinês, que dados mais recentes estimam em US\$ 3,04 trilhões no fim de março. O acúmulo de reservas cambiais sugere que o BC da China continua a intervir fortemente no mercado para sustentar o yuan em um nível artificialmente baixo, indicando que o grau de desvalorização permanece mais elevado do que sugere o encolhimento do superávit em conta corrente.

A natureza imprevisível dos fluxos de capitais complica mais o cenário do que aconteceria ao yuan se Pequim passasse a adotar um regime de câmbio flutuante.

Eswar Prasad, professor da Universidade de Cornell e pesquisador sênior da Brookings Institution, acredita que se a China abrisse sua conta de capitais, as

famílias poderiam transferir parte de seus depósitos bancários para o exterior, gerando pressões de curto prazo de depreciação do yuan.

"Está longe de ser óbvio que se a China abrisse sua conta de capitais, o yuan certamente caminharia em determinado sentido", diz ele. "Os fluxos de capital implicam que uma depreciação também poderia ser uma possibilidade."

As evidências econômicas podem estar começando a pender contra os principais críticos do yuan em Washington, mas eles não estão dispostos a admitir derrota. O deputado republicano Tim Murphy, da Pensilvânia, e um dos maiores críticos da política cambial chinesa, reconhece que o yuan avançou um pouco em relação ao dólar. Mas Murphy, co-autor de um projeto de lei sobre manipulação da moeda, não refreou sua retórica. "Só porque o fogo pode estar arrefecendo, não significa que a gente deixa de ir pegar uma mangueira contra incêndios", diz ele.

Apesar de o yuan ter valorizado cerca de 10% em relação ao dólar desde junho passado, segundo algumas estimativas ajustadas pela inflação, "a moeda ainda está desvalorizada em até 40%", diz ele.