

# É a taxa de câmbio

Por Yoshiaki Nakano

*Valor Econômico*, 11.12.12

**Objetivo foi alcançado pois a indústria de transformação cresceu a um ritmo anualizado de 6,1%, no 3º trimestre.**

A revista "The Economist", na semana passada, sugeriu que a presidente Dilma Rousseff troque a sua equipe econômica se quiser ser reeleita. Em função do baixo crescimento no terceiro trimestre, de apenas 2,4% (taxa anualizada), afirma que a economia brasileira seria uma criatura moribunda. Por que tal semanário estaria preocupado com uma decisão que cabe exclusivamente ao eleitorado brasileiro? Por que depois de sermos a menina dos olhos dos investidores, numa capa da mesma revista, nossa economia se tornou moribunda?

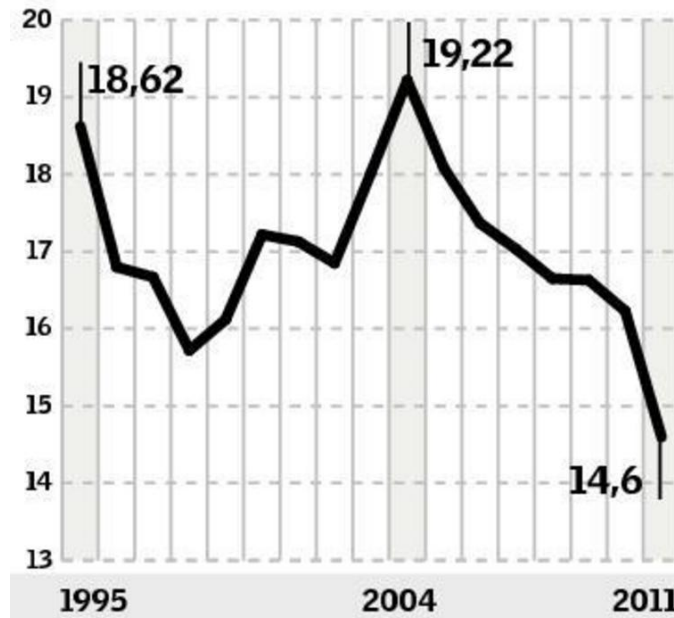
A resposta está no próprio texto. Quando sugere que o Banco Central poderia ficar tentado a reduzir a taxa de juros, o que seria um erro, e que o ministro da Fazenda deveria ser demitido, pois as suas "previsões super-otimistas têm perdido a confiança dos investidores", ficam claras as razões e interesses por trás desse posicionamento. Isso não é comum numa revista comedida. De fato, a City de Londres e os investidores não devem estar satisfeitos, pois como a revista menciona, nos últimos 15 meses, o Banco Central derrubou violentamente a taxa de juros, em 5,25 pontos percentuais. É verdade que os investidores, ou seja, os especuladores financeiros, que tinham lucros fantásticos com simples arbitragem de juros, perderam 5,25 pontos da sua remuneração. Perderam mais, pois com o Banco Central administrando a taxa de câmbio e a Fazenda buscando a equalização da taxa de juros interna com a internacional por meio do IOF, a possibilidade de apreciação da taxa de câmbio, pela simples ação dos especuladores, desapareceu e, com isso, os ganhos acima do juros.

Ainda, a redução na taxa de juros depreciou o real e, segundo a "The Economist", ajudou o setor manufatureiro, com correspondente redução no retorno para os especuladores financeiros. É lógico que os investidores "perderam confiança", mas o saldo de investimento estrangeiro direto já ultrapassou US\$ 55 bilhões até outubro deste ano! E em carteira US\$ 12,7 bilhões no mesmo período. Nenhum Banco Central neste planeta paga mais do que 7,25% ao ano, no "overnight", portanto com liquidez imediata e sem risco.

---

## Manufatura no PIB

Em %



Fonte: IBGE

---

Qual o real problema que estamos enfrentando? A presidente Dilma, no seu lúcido, pronunciamento na Confederação Nacional da Indústria expressou com absoluta clareza: "Vivemos um período de transição no qual os investimentos do setor real da economia tenderão a ser mais atrativos que as demais oportunidades. Essa transição vai demorar". Tem razão a presidente. Depois da superapreciação da taxa de câmbio até 2011, com as ações da Fazenda e do Banco Central, ela está mais competitiva.

Entretanto, depois da segunda onda de desindustrialização, desde meados da década de 90, (ver o gráfico) a manufatura anda com as pernas quebradas, mas não "moribunda". Tudo indica que o efeito da segunda onda será mais persistente, pois parte significativa das empresas brasileiras se transformaram em "maquiladoras", ou simplesmente em importadoras, e de difícil reversão.

É preciso lembrar que a prolongada apreciação da taxa de câmbio reduziu os preços relativos da indústria ("tradables"), elevando preços dos setores de serviços, de construção, de geração de energia pelas hidrelétricas e da força de trabalho. Os efeitos da apreciação cambial não são transparentes, pois se dão por meio do aumento de preços de não "tradables", inflação no setor de serviços, elevação do custo de

transporte, aumento de salários acima da produtividade etc.. No final, aqueles se manifestam concretamente numa forte elevação dos custos do setor não "tradables", da indústria: de 2004 até o ano passado, os insumos domésticos haviam aumentado, em termos reais, em torno de 50%, o custo unitário do trabalho em 52%, energia em 61%, insumos domésticos em mais de 40%.

Estima-se que o custo total da indústria manufatureira, em termos reais, tenha aumentado 35%, em moeda nacional, e 139%, em dólares, nesse mesmo período. Em 2012, com a depreciação do real, esse último custo foi reduzido, mas os demais continuaram subindo. Portanto, nesse contexto de redução de margem de lucro, os investimentos acabaram declinando. Como a demanda vinha aumentando significativamente e a indústria incapaz de competir com as importações, nesse quadro de custos elevados, seus efeitos dinâmicos foram transferidos para o exterior.

Agora, estamos numa transição, a taxa de câmbio, que teve uma depreciação média de 24% do segundo para o terceiro trimestre, já provocou uma significativa retração nas importações, onde o efeito ocorre no curto prazo, e terá efeito positivo sobre o crescimento do PIB. Nas exportações e nos investimentos, o efeito do câmbio é muito mais demorado, podendo levar dois anos. Mas observe-se também que os objetivos do governo foram alcançados, pois a indústria de transformação cresceu a um ritmo anualizado de 6,1%, no terceiro trimestre, portanto em franca recuperação, enquanto o consumo privado continua crescendo a um ritmo anual de 4%. Os efeitos das desonerações da folha de pagamentos com a redução no preço da energia ainda estão por acontecer nos próximos meses.

Para concluir é preciso lembrar que para acelerar o crescimento é preciso completar a transição para um novo regime de política macroeconômica em andamento. A taxa de câmbio tem que ser um pouco mais competitiva e sustentável para despertar o "espírito animal" dos empresários, inclusive para compensar o custo Brasil, que só terá solução a longo prazo. A taxa de juros deve ser menor, e acabar a indexação de todo o sistema bancário e mercado de capitais à taxa Selic, para desenvolver mercado de crédito de longo prazo. Num contexto de quase pleno emprego, para evitar a aceleração da inflação, a política fiscal tem que ser contracionista na despesa corrente. O governo tem que mudar a composição de seus gastos para ampliar investimentos públicos. Reverter as expectativas de longo prazo e mudar as "convenções" não é tarefa fácil.