

## **Câmbio: Desafios e Oportunidades**

**Rubens Penha Cysne**

**08.08.2006**

A questão cambial continua proeminente com a recente edição de uma Medida Provisória sobre o assunto. Sem surpresa, diversos setores industriais manifestaram que a MP não lhes traria vantagem, o que sugere que o tema—além de importante, merece uma reflexão mais abrangente.

Existe entre alguns economistas consenso que a balança comercial explica muito da apreciação cambial nos últimos anos. Contudo, as exportações cresceram em muitos países, sem que tenha havido, nesses países, uma apreciação cambial como no Brasil. Assim, o restante da explicação está nos movimentos de capital, mais ou menos bem capturados na conta de capital do balanço de pagamentos.

Também há economistas que lembram que o câmbio tem a ver com os juros domésticos, especialmente em um país como o Brasil, em que mercados de derivativos são desenvolvidos (o que é um fato positivo). Essas pessoas notam que o câmbio é apenas um preço e, quando há muitas formas de se fazerem apostas sobre esse preço, nem sempre ele tem que estar amarrado a fluxos físicos. Em particular, o que interessa ao investidor estrangeiro é o retorno final na aplicação em reais -- o que estabelece o nexo entre câmbio e juros domésticos. Esse nexo é mais forte quando as autoridades monetárias admitem como necessárias taxas de juros reais de médio prazo de aproximadamente 10%, que hoje regem a remuneração dos títulos públicos.

Evidentemente, a situação das autoridades monetárias não é fácil no Brasil. De um lado elas julgam necessária a parcimônia no corte dos juros para garantir a meta de inflação. Por outro lado, periodicamente há pressões, defensáveis sob vários aspectos, para se reduzirem os depósitos compulsórios do sistema bancário. Tem havido ainda, um grande impulso para a expansão do crédito, consignado ou não.

Outra complicação para o câmbio é que, na esteira do fraco crescimento econômico em 2005, tem-se assistido a uma expansão fiscal--em alguns casos com impacto plurianual, ao mesmo tempo em que ônus da política monetária sobre o orçamento também aumenta (o impacto dos juros na dívida pública continua sendo uma das principais preocupações das agências de risco de crédito, não obstante o vigoroso superávit primário alcançado pelo país nos últimos anos). Vale lembrar que, não só a percepção de risco fiscal tem implicações para a política monetária (por afetar a demanda por ativos financeiros em moeda local), mas que a maior parte dos manuais de economia Keynesiana relativos a economias com câmbio flexível enfatizam o papel, no curto prazo, do gasto público na apreciação real do câmbio (o chamado enfoque da absorção). Além disso, essas questões se agravam quando o principal instrumento monetário é a taxa de juros de curto prazo, que afeta grande parte da dívida pública.

No que tange ao risco fiscal propriamente dito, o Presidente da República parece ter clara noção dos desafios à frente, especialmente em relação à Previdência Social e ao desequilíbrio entre crescimento de benefícios e contribuições. A maior parte dos

economistas com treinamento ortodoxo não tem dúvida sobre a importância dessas questões e o aspecto alvissareiro que tratá-las com visão econômica e sabedoria política tem para a queda dos juros.

Vista a contribuição do setor privado no país, uma boa parte dos economistas ortodoxos entende que o Brasil se beneficiaria em se pautar mais pelo liberalismo econômico. Tal objetivo não exclui tratar graves distorções, como, por exemplo, o problema das desigualdades de oportunidade, seja entre pessoas ou entre empresas. Tal corrente considera fundamental entender-se a relação entre vários aspectos da economia e os juros. Especificamente, é preciso ver também o nexo entre fortalecer a solvência do setor público, revitalizar-se a discussão sobre concessões e marco regulatório, estimular e garantir a concorrência, diminuir o custo de fazer negócio, registrarem-se firmas, contratar empregados no setor formal, e o realismo de se estabelecer uma estratégia de baixa de juros sistemática, segura e efetiva, que incentive os investimentos de médio e longo prazo e ponha o país definitivamente no caminho do crescimento econômico.

O pensamento mais liberal considera mais adequado o governo atuar removendo obstáculos e corrigindo distorções do que agindo como empreendedor. Na questão habitacional, para tomar um exemplo de amplo impacto social e de claro interesse do atual governo, isto se traduziria mais na preocupação com zoneamento, titularização, saneamento ou mesmo crédito, do que exatamente em o governo fazer casas. Em base muito concreta, é melhor dar esses instrumentos e condições para os indivíduos construírem, ampliarem e melhorarem suas casas do que re-instituir grandes cooperativas administradas ou financiadas pelo setor público.

Ainda no nexo câmbio-juros, uma inteligente liberação tarifária poderia ajudar as exportações e diminuir o risco de inflação, diminuindo a carga sobre os juros, além de ajudar a avançar as propostas do Brasil nas negociações internacionais, reconhecendo ainda os desejos de vários dos nossos parceiros do Mercosul e a iniciativa de alguns dos nossos outros vizinhos na América do Sul.

Muitos economistas vistos como ortodoxos torcem, portanto, para que a discussão de câmbio, juros e desenvolvimento cresça nessas bases, para que o próximo governo tenha tanto sucesso em solucionar a questão dos juros e da retomada dos investimentos quanto o atual teve em reduzir o risco da dívida externa e garantir passos essenciais para alcançarmos em prazo visível o grau de investimento, com a efetiva redução do custo de capital para as empresas e empreendedores e a abertura de importantes oportunidades de investimentos no país. Em suma, dada a concorrência internacional e a necessidade do país crescer, não há espaço para complacência com as taxas de juros reais, nem para deixar de garantir que sua redução se dê nas condições corretas, permitindo que ela seja segura, não inflacionária e bem entendida pelos mercados.

**Rubens Penha Cysne (<http://www2.fgv.br/professor/rubens/>) é professor da Escola de Pós-Graduação em Economia da Fundação Getulio Vargas**