

Intervir ou não intervir?

Prof. J. William Grava

6 de dezembro de 2004

O BC interveio, finalmente no mercado de câmbio. Não. Apenas aproveitou uma “janela de oportunidade”. Independente do argumento que você aceite, a verdade é que o BC comprou dólares e isso forneceu ao mercado a sensação de que o câmbio não estaria tão livre, afinal. Sintomaticamente, isso ocorreu logo que a moeda americana ficou abaixo de R\$2,70, marca que vinha sendo apontada pelo mercado quase como uma questão de honra, onde o Governo diria afinal, pela ação ou pena inação, como trataria do câmbio.

“Antes tarde que nunca!”, dirá um defensor de mão mais pesada do Governo. As importações estavam sofrendo e o saldo comercial iria despencar.

Já um macroeconomista dirá que isso é inútil ou um mal sinal. Inútil porque, diz a teoria, não dá para controlar inflação, juros e câmbio ao mesmo tempo. Pelo menos, não em uma democracia. Mal sinal, porque então se o Governo decidir pela intervenção no mercado de câmbio terá que abrir mão da política de juros restritivos e controle da inflação que vem mantendo até agora. Por quê?

Embora essa seja conclusão seja obtida por relações mais ou menos complexas, a intuição é muito simples. Suponha que o BC deseja elevar a cotação do dólar. Para isso, precisa atuar na ponta compradora do mercado. Significa colocar mais reais na rua, trocados pelos dólares. Esses reais, por sua vez, devem ser reaplicados. Isso acontece predominantemente com títulos do próprio Governo. Em termos líquidos isso não precisa fazer com que aumente a moeda em circulação, mas a maior oferta de títulos faz com que os juros caiam, exatamente o oposto do que o BC tem feito para conter a inflação.

Agora o governo precisa decidir o que vai fazer com os juros. Se deixar que caiam, terá escolhido uma política monetária mais frouxa e dará chance para um aumento na inflação, realimentando a pressão do próprio câmbio, porque o dólar mais caro pressiona custos por toda a economia, a começar pelos combustíveis. Se, por outro lado, decidir manter os juros altos, mesmo com a maior procura por títulos, tornará mais caro o exercício de manter dólares em carteira, provocando uma pressão vendedora que... fará com que o dólar caia! Terá voltado ao começo, só que pagando o custo de manter reservas mais altas em troca de dívida mais alta e com juros elevados, afetando o déficit orçamentário. Em outras palavras, a situação inicial deteriorada, o que poderá provocar um rebaixamento na classificação dos títulos do Governo e aumento do risco país.

Mas... a China não mantém câmbio desvalorizado sem inflação? Mantém. A propósito: arranje um emprego por lá e experimente comandar uma greve por melhores salários.

Complicou? Pois o que o BC vem dizendo é que não quer nada disso. Controla a inflação, utiliza a taxa de juros para fazer isso e deixa que o câmbio encontre seu valor. Diz, mas não necessariamente pratica. A atuação nos últimos dias não é típica de quem quer aproveitar uma “janela de oportunidade”. Se desejasse “encher o caixa” com dólar barato, provavelmente o BC faria atuações pontuais e de volume mais elevado. Deixaria o mercado reagir, interromperia até que a moeda retomasse seu valor mais baixo e “aproveitaria” de novo. Não fez nada disso. Comprou

volumes baixos para suas necessidades futuras, atuou vezes seguidas e apresentou uma desculpa que não convenceu a ninguém. Isso combina muito melhor com o figurino de quem quer emitir um sinal, e o sinal é de que não tolerará uma queda maior da moeda americana. A idéia por trás desse tipo de atuação é que os volumes pequenos não desencadeariam os efeitos que foram descritos no parágrafo anterior, porque a pressão sobre o preço do dólar não teria a contrapartida de procura maior por títulos do Governo, já que não injetaria realmente volumes significativos de dinheiro no mercado.

Mas... isso deve funcionar? Depende de quanto acreditem nele, mas provavelmente não por muito tempo. Um sinal, para funcionar, tem que ser crível. Isso quer dizer que os agentes do mercado precisam acreditar que o BC vai de fato comprar o que for necessário para conter a queda do dólar. Se acharem que está blefando, suporão que diante de uma pressão maior o BC não atuará, ao menos não no volume necessário. Se não acreditarem, a ameaça não funcionará. Esse mecanismo de expectativas é bem conhecido desde a década de 1970, não há nada de novo e os diretores do BC sabem disso.

Então, por que fazem? Você precisa perguntar a eles, mas não há como não pensar em simples pressão política, já que a ala intervencionista no Governo e em suas bases não é pequena.

E o que fazer? Quanto ao câmbio, pouco. Quanto à economia, muito, e nenhuma das coisas a fazer é fácil. Em primeiro lugar estão os empresários. Este é um teste de fogo para os exportadores, porque as exportações mais nobres não são fáceis de desenvolver e repor. Commodities podem ser vendidas a qualquer momento, mas produtos mais nobres dependem de um esforço de longo prazo, do desenvolvimento de clientes e de relações difíceis de subordinar à taxa de câmbio.

Em segundo lugar, o próprio câmbio. É verdade que o dólar caiu no Brasil, mas também é verdade que caiu ainda mais no exterior, particularmente na Europa, onde o câmbio não está tão desfavorável assim para nós. Enquanto isso, nosso maior comprador está com a moeda caindo e o segundo maior, a Argentina, está em crise. Certo, mudar de mercado é bem mais fácil de falar do que de fazer, mas podíamos ser melhores nisso.

Para começar, podíamos dar mais ênfase às negociações comerciais do que às políticas. Canadá e Austrália não têm assento permanente no Conselho de Segurança da ONU e vão muito bem, obrigado. Também podíamos levar mais a sério o Mercosul, esperando dele o que realmente pode oferecer, que é uma área de livre comércio (que não tem sido muito livre ultimamente), mas sem exigir políticas tarifárias comuns ou manter devaneios de uma moeda única futura.

Podíamos estar mais próximos de um acordo comercial com a União Européia. Não temos a ilusão de que seria fácil, e é bem provável que mesmo com concessões maiores não tivéssemos chegado a lugar nenhum, mas é inegável que nossa chance seria maior se não precisássemos fazer propostas que agradassem, ao mesmo tempo, Argentina, Uruguai e Paraguai. Na verdade, talvez eles próprios saíssem ganhando, pois um Brasil mais competitivo em outros mercados talvez fosse até mais tolerante com as necessidades de seus vizinhos.

É disso que precisamos. Competitividade apesar do câmbio e não por causa dele. Difícil? "Ô!"