

Opinião

# Para onde vai o câmbio?

Luiz Penno



**H**á dois anos, em 27-07-2011, o real atingia sua maior cotação frente ao dólar desde janeiro de 1999, com a taxa de câmbio a R\$ 1,54 por dólar. A moeda forte influenciou o padrão de consumo do brasileiro, que passou a viajar mais ao exterior e a comprar produtos importados, como eletrônicos e veículos. Nosso governo também se acostumou com essa situação, e passou a promover a moeda apreciada como instrumento de combate à inflação por meio do estímulo à importação de bens e serviços a preços mais competitivos que os nacionais.

Nos últimos meses, entretanto, o real começou a dar sinais de enfraquecimento e a inflação, de descontrole. A luz amarela acendeu no governo e a reação foi rápida: o Ministério da Fazenda reduziu de 6% para 0% o IOF cobrado sobre as aplicações de estrangeiros em renda fixa no Brasil, e zerou o IOF das operações de

compra e venda de dólar no mercado futuro. O Banco Central, por sua vez, atuou no mercado, vendendo dólares para ajudar a reduzir a pressão sobre o real.

Em face disto, cabe-nos fazer algumas perguntas: quão efetiva são essas medidas? A taxa de câmbio pode ser utilizada para combater a inflação? E, mais importante, para onde vai o nosso câmbio?

Embora exista uma série de teorias que procuram explicar qual é a taxa de câmbio de "equilíbrio", é impossível prevê-la com exatidão. Diariamente, essa taxa é determinada pelo equilíbrio entre oferta e demanda. Por exemplo, caso exista um fluxo muito grande de investidores estrangeiros interessados em investir no Brasil, eles precisam converter seus dólares em reais. Com isso, a procura por reais aumenta e nossa moeda se valoriza, como aconteceu em 2011.

Entretanto, no longo prazo, estudos indicam que o que determina o nível da taxa de câmbio é a manutenção da paridade do poder de compra entre as moedas. Utilizando o exemplo do Big Mac Index, criado pela revista "The Economist", podemos ilustrar sua lógica. Em 1994, um Big Mac custava R\$ 2,42 no Brasil. Em 2013, o mesmo sanduíche custa R\$ 10,25, um aumento de preço de 4,2 vezes no período. Qual a razão desse aumento? Ganância do McDonald's, buscando au-

mentar seu lucro a todo custo? Na verdade, ele reflete principalmente a inflação das matérias-primas e do custo da mão de obra no país. O salário mínimo passou de R\$ 64,79 em julho de 1994 para R\$ 678 hoje. E a arroba do boi gordo aumentou 4,4 vezes nestes últimos 20 anos.

**No longo prazo, a taxa de câmbio é consequência da inflação, e não sua causa direta**

Já nos Estados Unidos, um Big Mac custava US\$ 2,32 em 1994. A inflação americana nesse período foi muito mais contida do que a nossa, e hoje um Big Mac é vendido por US\$ 4,20. A relação de troca implícita no preço do Big Mac nos

dois países era de R\$ 1,04 R\$/ US\$ em 1994 (R\$ 2,42 / US\$ 2,32), e é de 2,44 R\$ / US\$ hoje (R\$ 10,25 / US\$ 4,20). Sua evolução nesse período reflete, apenas, a variação de preços de maneira desigual nos dois países. Não por acaso, em 1994 a taxa de câmbio era tal que um dólar valia um real, e atualmente está ao redor de R\$ 2,25.

Mas será que essa relação não é válida apenas para o caso específico de um produto oferecido por uma multinacional? Ela seria verdadeira ao longo de um período de várias décadas, e para a economia como um todo?

Fizemos a análise da relação entre taxa de câmbio e inflação para uma série de moedas de países diferentes, cobrindo um período superior a 40 anos, e em todos os casos a relação se mostra bastante sólida. O caso do Brasil é o mais emblemático porque, desde 1960, ti-

vemos 8 denominações de moeda diferentes (cruzeiro, cruzado, cruzeiro novo, etc), períodos de hiperinflação e cortamos 9 zeros da moeda. A taxa de câmbio nominal variou significativamente: 1 dólar comprava 12.985 Cruzeiros em fevereiro de 1986, e apenas 0,84 real em outubro de 1995.

Quando analisamos a taxa de câmbio histórica da moeda brasileira frente ao dólar, retirando o efeito da inflação ocorrida nos dois países, vemos que variação do câmbio é muito menor, e que oscila em torno de um ponto de equilíbrio.

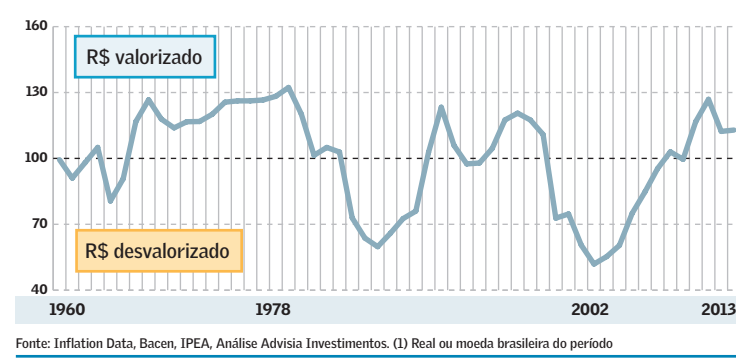
Ou seja, no longo prazo, a taxa de câmbio é consequência da inflação, e não sua causa direta. Embora medidas que visem conter a desvalorização do real possam surtir algum efeito imediato sobre o índice de preços, não são medidas estruturais e sustentáveis.

Por fim, o estudo indica, também, que nossa moeda ainda está valorizada frente ao dólar.

Obviamente, é impossível prever por quanto tempo o câmbio poderá ficar neste patamar, mas pode-se dizer que a tendência nos próximos anos seja de desvalorização. Ainda mais se a inflação no Brasil continuar em ritmo acelerado.

**Luiz Penno** é mestre em Economia e Finanças pela London School of Economics e sócio fundador da Advisia Investimentos

**Evolução da cotação US\$/R\$ (1)**  
Normalizado (Média = 100)



Fonte: Inflation Data, Bacon, IPEA, Análise Advisia Investimentos. (1) Real ou moeda brasileira do período

Negociar em yuan aliviaria o excesso de dependência em relação ao dólar. Por **Kevin P. Gallagher**

# Desregulamentação financeira

**D**iz-se que a China se prepara para acelerar a desregulamentação de seu sistema financeiro.

Há anos ela restringe a possibilidade de seus habitantes e investidores estrangeiros de enviar dinheiro para o exterior.

Embora isso possa ser qualificado como falta de liberalismo, havia um bom motivo para essa restrição: todo mercado emergente que abandonou essas regras sofreu uma crise financeira de porte e enfrentou problemas de crescimento subsequentes.

O mundo não pode se permitir que isso aconteça na China. A China é grande demais para falir.

Essa questão ganhou destaque no ano passado, quando o Banco do Povo da China anunciou que poderia "liberalizar" seu sistema financeiro no período de cinco a dez anos. A medida contrastava com um relatório da Comissão Nacional de Desenvolvimento e Reforma da China e do Banco Mundial, que situavam esse plano num futuro mais distante.

Mas agora, Guan Tao, diretor-geral do Departamento Governamental de Câmbio Internacional anunciou que a "convertibilidade da conta de capital" — a maneira pela qual os entendidos no assunto chamam a globalização financeira — deverá ocorrer dentro de apenas alguns anos.

A pergunta então é: por que apressar essa questão? Guan Tao diz que o objetivo é tornar o yuan uma moeda mundial.

Sem dúvida, no longo prazo seria bom, certamente, ter mais do que o dólar americano em oferta na economia mundial. O dólar americano é, cada vez mais, uma aposta arriscada. Além disso, negociar em yuan reduziria o risco cambial para uma das maiores nações comerciais do mundo (e para todos os seus parceiros comerciais). Reduziria também o risco mundial ao aliviar o excesso de dependência do planeta em relação ao dólar.

Mesmo assim, a China não deveria pôr a carroça diante dos bois. Para chegar aonde quer e aonde merece chegar, a China terá de reformar cuidadosamente sua taxa de juros, sua taxa de câmbio e seus regimes regulatórios financeiros. A estabilidade financeira é essencial para que a China possa dar continuidade às reformas e manter o crescimento e a estabilidade política.



**A China não foi tão afetada pelas crises de 1980 e de 1990. Países como a Indonésia sofreram atrasos de não menos que uma década. A China não vivenciou o mesmo desastre porque regulamentou prudentemente os fluxos de capitais interfronteiras**

As taxas de juros foram mantidas baixas na China para proporcionar empréstimos mais baratos para o setor industrial. Isso foi muito benéfico e desempenhou papel chave numa política industrial chinesa que gerou a potência mundial exportadora de manufaturados.

No entanto, no momento as taxas de investimento da China estão altas demais e a China precisa consumir mais. As taxas baixas de juros levaram as famílias a investir demais em imóveis, e criaram uma bolha imobiliária no país.

Se a China desregulamentar as regulamentações financeiras interfronteiras antes de reformar sua política de taxa de juros, poderá haver uma enorme evasão de capital na China.

As baixas taxas de juros chinesas, se comparadas às taxas mais altas disponíveis no exterior, ofereceriam uma taxa de retorno atraente para muitos chineses endinheirados.

A fuga de capital também poderia em risco a reforma da taxa de juros da China, que fez grandes avanços nos últimos dois anos.

A reforma cambial fez com que o yuan se valorizasse significativamente, e as estimativas de valorização do yuan estão atualmente em 35 a 50%.

A evasão de capital poderia causar uma depreciação relevante da moeda, que poderia prejudicar os consumidores, ao enfra-

quecer ainda mais seu poder de compra, e paralisar as reformas.

A China terá também de continuar a reforma da regulamentação financeira. Os grandes bancos do país ainda são indiretamente responsáveis por grandes volumes de empréstimos não quitados e se entrelaçam cada vez mais com um sistema bancário paralelo não devidamente regulamentado. Esses bancos precisam de uma reforma séria — caso contrário, não conseguirão concorrer com empresas financeiras internacionais após a liberalização.

O histórico mundial é claro: quando a América Latina abriu suas portas ao sistema financeiro internacional, na década de 1990, os bancos domésticos foram aniquilados. Depois disso, os novos participantes hegemônicos do mercado — os bancos externos — não emprestavam para empresas domésticas dotadas de novas ideias inovadoras.

Isso minou o crescimento e a transformação da economia. O resultado foram as anêmicas taxas de investimento, a desindustrialização e um crescimento muito pouco inclusivo.

A pesquisa do Fundo Monetário Internacional mostra que os fluxos de capital são susceptíveis a enormes disparadas e a paralisias repentinas. Essas tendências se intensificaram desde a crise financeira mundial. Por um breve período, houve uma escalada dos fluxos

de capital para mercados emergentes devido às baixas taxas de juros vigentes no mundo industrializado. Isso fez a situação parecer boa. Mas agora que o Fed (Banco Central americano) anunciou que seus programas de compra de títulos desacelerarão, o capital está fugindo dos países emergentes.

À parte as ambições da China, a lição econômica fundamental é clara: regulamentar os fluxos de capital é essencial para que a taxa de câmbio flutue em relação aos fundamentos econômicos — e não ao sabor dos caprichos irracionais das operações financeiras especulativas.

Na verdade, existe agora um consenso entre os economistas e instituições financeiras internacionais de que a liberalização da conta de capital não está associada com o crescimento da economia nos mercados emergentes, e que ela causa crises bancárias.

Essas evidências levaram o Fundo Monetário Internacional — a mesma instituição que outrora via a rápida liberalização da conta de capital como prioridade — a mudar de atitude. O FMI agora recomenda um ordenamento cauteloso da liberalização da conta de capital.

A China deveria lembrar com orgulho que não foi tão severamente afetada pelas crises financeiras das décadas de 1980 e de 1990 quanto a América Latina e o Leste da Ásia. Países grandes como a Indonésia sofreram atrasos de não menos que uma década. Por que a China não vivenciou o mesmo desastre? Porque regulamentou prudentemente os fluxos de capitais interfronteiras.

Se a China não agir agora com muita cautela, poucos países suportarão uma crise financeira quando ela atingir o país. Em todo o mundo, dependemos dela nas esferas de comércio exterior, investimentos e finanças. Em poucas palavras, a China é grande demais para falir.

Sendo assim, é do maior interesse dos Estados Unidos e do resto mundo conclamar a China a não desregulamentar seu sistema financeiro. Mas, acima de tudo, é do maior interesse da própria China. (Tradução de Rachel Warszawski)

**Kevin P. Gallagher** é professor de relações internacionais da Universidade de Boston e colaborador regular da "The Globalist". Copyright "The Globalist".

Frase do dia

**"Peço que se rebelem contra essa cultura do provisório"**

**Papa Francisco, falando ontem aos jovens que trabalharam como voluntários durante a Jornada Mundial da Juventude, no Rio. Ele argumentou que o casamento não está fora de moda e se manifestou contra a cultura do provisório, pregada por muitos, segundo a qual o importante é curtir o momento e não fazer escolhas definitivas.**

Cartas de Leitores

Visita do papa

A visita do papa Francisco sem sombra de dúvida fez e está fazendo muito bem não só ao Brasil católico, mas a todos nós. Que vigor admirável tem esse homem de 76 anos; que disposição; que humildade e que belas cenas de dedicação e abnegação com a mão em saudação e o sorriso franco e alegre. Só temos a pedir que desculpe as falhas.

**Luiz Nusbaum**  
lnusbaum@uol.com.br

As seguidas e condenáveis improvisações na programação das etapas da visita do papa Francisco ao Rio — que incluiu até mesmo a perigosa exposição física do Sumo Pontífice em um congestionamento — apenas confirmam a incapacidade de nossas autoridades em planejar, com um mínimo de proficiência, eventos em que se aguarda grande afluência de público.

**Silvio Natal**  
silvionatal49@gmail.com

Esqueletos chineses

A entrevista com o economista americano Michael Pettis, professor de finanças da Universidade de Pequim e que mora na China desde 2002, publicada no Valor de 26, 27 e 28/7, página A-12, faz revelações surpreendentes e prognósticos preocupantes a respeito da economia daquele país, prevendo uma desaceleração prolongada do ritmo de crescimento até 2023, variando numa média entre 3% a 4%. O crescimento menor vai bater forte nas importações de commodities, pois atualmente mais de 50% da produção global de ferro é consumida pelos chineses, apesar de o país representar apenas 12% da economia global. Quando os esqueletos saírem dos armários, o bicho vai pegar, por isso precisamos ficar muito ligados àqueles acontecimentos.

**Dirceu Luiz Natal**  
dirluna@gmail.com

Plantando água

Quanto ao artigo "Ainda tem gente que lava calçada com mangueira" publicado em 24/7 à página A2, quero informar que já sabemos como "plantar" água. Há pouco mais de 30 anos, compramos uma gleba na qual não havia uma gota sequer de água e hoje temos 7 lagos que abastecem a região. O que fizemos? Plantamos árvores e as regamos com a água das torneiras mais próximas (cerca de 40 ou 50 quilômetros) e é o que sugerimos a quem desejar produzir água. Plante árvores.

**Sandra Maria Machado Canello**  
smcanello@bol.com.br

Correção

Na reportagem "Número de dissídios dobra e pagamento de PLR é principal queixa" (página A3, edição de 26 a 28/7), os processos de dissídios coletivos analisados foram julgados nos cinco primeiros meses deste ano. A comparação se refere a igual período de 2012, 2011 e 2010, e não a todo o ano, como é afirmado no texto.

Correspondências para Av. Francisco Matarazzo, 1.500 - Torre New York - CEP 05001-100 - Água Branca - SP ou para cartas@valor.com.br, com nome, endereço e telefone. Os textos poderão ser editados.