

Opinião



Jornal econômico de circulação nacional, publicado desde 2 de maio de 2000 pela Valor Econômico S.A.

Diretora de Redação: Vera Brandimarte
Diretora Adjunta de Redação: Claudia Safatle
Conselho Editorial: Aluízio Maranhão Gomes da Silva, Antonio Manuel Teixeira Mendes, Celso Pinto, João Roberto Marinho, Luiz Frias, Nicolino Spina, Otávio Frias Filho, Roberto Irineu Marinho e Vera Brandimarte

Sinais de correção à vista nos mercados acionários

Depois de avançarem bastante, os mercados acionários começam a oscilar e a indicar que uma correção pode estar a caminho. A Bolsa de Nova York e o índice da S&P 500 apontam altas de 55% em relação aos topos de março, mas estão a apenas 15% da pontuação que exibiam antes da crise se aprofundar em 13 de setembro, com a queda do Lehman Brothers. Entre os Brics, as ações subiram mais de 50% desde o início do ano, com destaque para a problemática Rússia, com 100%, e o Ibovespa brasileiro já deixou para trás a marca inferior dos 50 mil pontos do início de setembro de 2008. Os mercados de commodities retomaram parte de seu vigor e o de moedas também continua volátil, com tendência de perda de valor do dólar ante o euro e o iene e a brutal valorização das moedas brasileira e coreana. Apesar do poder de gravidade da bolsa de Nova York sobre as demais, uma correção, bastante provável nos Estados Unidos, teria sua intensidade atenuada nas bolsas emergentes, já que a situação de suas economias estão novamente em polos relativamente opostos. Não há expectativas de recuperação rápida para Estados Unidos e Europa, enquanto China, Índia e Brasil estão quase atingindo uma velocidade de cruzeiro novamente.

Os sinais de retomada que as economias desenvolvidas deram se devem ainda e basicamente aos enormes pacotes de ajuda financeira. Há quase a certeza de que sem estímulos oficiais, EUA e Europa não conseguirão sustentar um crescimento ainda incipiente. Esse assunto — retirar ou não as escoras estatais —, que deveria provocar bons ruídos na cúpula do G-20 em Pittsburgh, na verdade foi envolto por um silêncio e sensato consenso de que a volta à ortodoxia agora é prematura. Mais que isso, uma boa parte dos analistas ainda aponta o risco real de uma nova retração, já que as principais forças propulsoras de expansão não estão tendo bom desempenho.

O caso americano é o mais importante. Atolado em dívidas, o consumidor, que movimentou 70% do PIB americano, começou a fazer o que se espera dele: poupar. De poupança negativa, os lares americanos estão

agora economizando 5% do PIB, e cada ponto percentual poupado retira algo como US\$ 109 bilhões por ano do consumo ("The Economist", 9 de outubro). O valor líquido das residências está US\$ 12 trilhões abaixo do de 2007 e em pelo menos 27% dos casos de hipoteca, as dívidas são superiores ao valor dos imóveis. A reação econômica decisiva não virá do consumo, que, ao que tudo indica, se arrastará em um nível bastante inferior ao de antes da crise por muito tempo.

A injeção de crédito tampouco pode fazer milagres. A perspectiva, esboçada pelo World Outlook do Fundo Monetário Internacional, é de que a oferta de crédito bancário cresça vegetativamente em 2010, depois de cair este ano. O desemprego, por outro lado, continuará em alta no ano que vem, retirando fôlego dos gastos.

As exportações são uma válvula de escape para os EUA, mas ela não está funcionando a pleno vapor, dada a retração do comércio externo. O comércio internacional caiu mais de 10% em 2009 e avançará pouco em 2010. Resta, como fator de impulso, o investimento das empresas (12% do PIB), que despencaram em 2008 e não deram até agora sinal de reativação relevante. As expectativas sobre o resultado das empresas no segundo trimestre foram muito baixas, e os resultados estiveram, na média, acima delas. Agora, a situação se inverteu. Como se estima que o pior já passou e houve alguma recuperação, as expectativas são de balanços melhores no terceiro trimestre. Um desapontamento trará boa pressão de baixa. A Alcoa, a primeira a apresentar seu balanço, indicou lucro acima do esperado.

A bolsa brasileira sofrerá efeitos da correção de Nova York, mas tem fôlego para avançar no médio prazo. Os resultados das empresas serão bons com a rápida recuperação da economia, os investimentos externos diretos aumentam e os domésticos começam a voltar à tona. É possível que o forte ingresso de capitais na bolsa arrefeça com a mudança de humor nos EUA e isso retire um pouco do entusiasmo dos pregões. Mas é nos países emergentes que o dinamismo econômico e dos mercados reside. Só uma nova retração profunda no mundo desenvolvido mudaria esse cenário.



Sim, uma outra política cambial é possível

Há indícios inequívocos de desindustrialização da economia. Por José Luis Oreiro e Luiz F. de Paula

Alguns economistas ortodoxos ficaram desconfortáveis com as declarações de representantes do setor produtivo sobre o caráter desastroso da política cambial brasileira. Para os ortodoxos brasileiros essa afirmação seria desprovida de fundamentação científica, estando mais ancorada nas paixões do que na razão. Além disso, afirmam eles que a adoção de uma política de administração da taxa de câmbio teria o efeito de solapar o regime de metas de inflação brasileiro, pondo em risco a estabilidade de preços duramente obtida nos últimos 15 anos.

Em artigos anteriores, publicados no Valor e em outros veículos, já tivemos a oportunidade de argumentar que a tendência à apreciação da taxa real de câmbio ocorrida desde 2005 tem produzido efeitos fortemente negativos sobre a economia brasileira. Com efeito, a participação dos manufaturados na pauta de exportações brasileira tem se reduzido, assim como a participação da produção doméstica no consumo aparente de produtos manufaturados. Tratam-se de sinais inequívocos de desindustrialização da economia brasileira, com efeitos negativos sobre as perspectivas de crescimento de longo prazo, dado que a fonte de retornos crescentes de escala se encontra nas atividades manufatureiras, não nas atividades primárias exportadoras.

Neste artigo iremos abordar a relação entre política cambial, política monetária, política fiscal e inflação. Segundo a interpretação ortodoxa a estabilização da taxa de câmbio num patamar competitivo só seria possível se o Banco Central do Brasil fizesse operações não-esterilizadas de compra de dólares no mercado à vista de câmbio. As operações esterilizadas, segundo essa linha de interpretação, não teriam nenhum impacto perceptível sobre a taxa de câmbio, ao passo que a introdução de controles de capitais seria uma medida ineficaz para impedir a apreciação cambial resultante dos fluxos de entrada de capitais. Dessa forma, a única alternativa possível seria a realização de intervenções não-esterilizadas. O problema é que, nesse contexto, o Banco Central perderia a capacidade de fixar a taxa nominal de juros, podendo apenas determinar o valor da taxa nominal de câmbio. Dessa forma, a lógica operacional do siste-

ma de metas de inflação seria destruída, haja vista que o objetivo da política monetária não seria mais o controle da taxa de inflação, mas a administração da taxa de câmbio. Perder-se-ia assim a âncora nominal para a taxa de inflação, abrindo a possibilidade para o surgimento de um processo inflacionário alimentado por profecias auto-realizáveis: expectativas de elevação da taxa de inflação produzem um aumento da demanda agregada, o que pressiona a taxa de inflação para cima devido à inelasticidade da oferta agregada no longo prazo, sancionando as expectativas de elevação da inflação, o que possibilita um novo ciclo de elevação da taxa de inflação esperada. Esse quadro seria agravado pelo caráter puramente passivo da política monetária e pelo fato de que o objetivo da política cambial seria manter um câmbio depreciado, o que tem um impacto negativo sobre o nível de salário real, podendo abrir caminho para uma espiral salários-preços em função do conflito distributivo entre firmas e sindicatos sobre o nível de salário real aceitável para ambos.

Uma possibilidade para o caso brasileiro seria turbinar o fundo soberano com aporte de recursos do Tesouro

O raciocínio ortodoxo possui dois equívocos fundamentais. Em primeiro lugar, parte-se do pressuposto de que uma política de controles da entrada de capitais se basearia necessariamente em controles seletivos (ou seja, direcionados para um tipo específico de fluxo de capitais) ao invés de abrangentes. Nesse contexto, fica fácil argumentar que os controles podem ser burlados pelo sistema financeiro brasileiro, que é altamente sofisticado. Mas, boa parte dos economistas que defendem a adoção de controles de capitais, advogam a adoção de controles abrangentes, o que reduziria muito a possibilidade de se burlar os mesmos por manobras criativas por parte do sistema financeiro.

No entanto, o segundo erro é mais relevante. Os economistas ortodoxos assumem que a administração da taxa de câmbio pode ser feita apenas por intermédio do Banco Central. Isso é falso. Os economistas que defendem uma

política ativa de administração da taxa de câmbio, consideram indispensável a constituição de um fundo de estabilização cambial, financiado com recursos do Tesouro Nacional. Dessa forma, as operações de compra e venda de dólares no mercado à vista de câmbio não terão nenhum impacto sobre a base monetária e, portanto, sobre a capacidade do Banco Central de fixar a taxa nominal de juros com vistas ao atendimento da meta de inflação. Uma possibilidade concreta para o caso brasileiro seria aproveitar o fundo soberano brasileiro, turbinando o mesmo com aporte adicional de recursos pelo Tesouro Nacional de forma a permitir que o mesmo atue como "market maker" no mercado de câmbio. Contudo, para que o aporte de recursos ao fundo de estabilização cambial não gere efeitos desestabilizadores sobre a dinâmica da dívida pública brasileira é necessário que a constituição desse fundo seja precedida de um aumento considerável da meta de superávit primário como proporção do PIB. É nesse quesito que verificamos a importância dos controles à entrada de capitais. A magnitude do fundo de estabilização cambial será tão maior quanto maior for o fluxo de entrada de capitais na economia brasileira, o que implica necessariamente num maior esforço fiscal em termos do aumento da meta de superávit primário. Para reduzir o esforço fiscal requerido para a implantação desse fundo, faz-se necessária a introdução de controles abrangentes da entrada de capitais no Brasil para reduzir, ainda que marginalmente, os fluxos de dólares para a economia brasileira.

Em suma, uma nova política cambial que combine administração da taxa de câmbio por intermédio do fundo de estabilização cambial, controles a entrada de capitais e aumento da meta de superávit primário não só é perfeitamente possível, como compatível com o regime de metas de inflação. A implantação da mesma, no entanto, requer a combinação de "desenvolvimentismo" com "fiscalismo".

José Luis Oreiro é professor do Departamento de Economia da UnB e pesquisador do CNPq. E-mail: jlcoreiro@terra.com.br.

Luiz Fernando de Paula é professor da Faculdade de Ciências Econômicas da UERJ e pesquisador do CNPq. E-mail: luizfpaulla@terra.com.br

Valor Econômico S.A., Av. Jaguari, 1485, 1º andar - São Paulo - SP - CEP 05346-000 Telefone 0xx 11 3767 1000
Departamento de Publicidade, SP 0xx 11 3767 1285, RJ 0xx 21 3717 1414, DF 0xx 61 3717 3333.
Redação 0xx 11 3767 1000 Fax 0xx 11 3767 1348 **Endereço eletrônico** www.valoronline.com.br

Para venda de assinaturas e atendimento ao assinante ligue:
 (11)2199-2199 (Grande São Paulo) ou 0800 7018888 (demais localidades) de segunda a sexta das 07h às 19h30.
assinaturas@valor.com.br - atendimento@valor.com.br. Para assinaturas corporativas e-mail: **corporate@valor.com.br.**

- Conselho de Administração**
 Antonio Manuel Teixeira Mendes
 Luiz Frias
 Paulo César Pereira Novis
 Roberto Irineu Marinho
Diretor-presidente
 Nicolino Spina
 (nicolino@valor.com.br)
Diretor Financeiro
 Carlos Alberto Arroyo Ponce de Leon
 (carlos.ponce@valor.com.br)
Diretora de Publicidade Noticiário
 Selma Souto
 (selma.souto@valor.com.br)
Diretora de Publicidade Legal
 Andréa Flores
 (andrea.flores@valor.com.br)
Diretora de Assuntos Jurídicos e RH
 Dagrine Murahovschij Saucovsky
 (dagrine@valor.com.br)
Diretor de Circulação e Marketing
 Eduardo Guterman
 (eduardo.guterman@valor.com.br)
Diretora de Redação
 Vera Brandimarte
 (vera.brandimarte@valor.com.br)
Diretora de Projetos Editoriais
 Rosvita Saueressig Laux
 (rosvitalaux@valor.com.br)
Diretor Adjunto de Projetos Editoriais
 Carlos Raíces
 (carlos.raices@valor.com.br)
Editores-executivos
 José Roberto Campos
 (jose.campos@valor.com.br)
 Pedro Cafardo
 (pedro.cafardo@valor.com.br)
Secretária de Redação
 Célia de Souza Franco
 (celia.franco@valor.com.br)
Editora de Brasil
 Denise Neumann
 (denise.neumann@valor.com.br)
Editores-assistentes de Brasil
 Arthur Pereira Filho
 (arthur.filho@valor.com.br)
 Carlos Roberto Motta
 (carlos.motta@valor.com.br)
Editora de Política
 Maria Cristina Fernandes
 (mcrisf@valor.com.br)
Editora-assistente de Política
 Denise Arakaki
 (denise.arakaki@valor.com.br)
Editor de Internacional
 Humberto Saccomandi
 (humberto.sacomandi@valor.com.br)
Editora de Opinião
 Maria Inês Nassif
 (maria.nassif@valor.com.br)
Editora de Finanças
 Maria Christina Carvalho
 (maria.carvalho@valor.com.br)

- Editor-assistente de Finanças**
 José Mauro Arbet
 (mauro.arbet@valor.com.br)
Editores de Empresas
 Cynthia Malta
 (cynthia.malta@valor.com.br)
 Ivo Ribeiro
 (ivo.ribeiro@valor.com.br)
 Nelson Niero
 (nelson.niero@valor.com.br)
Editores-assistentes de Empresas
 Carlos Prieto
 (carlos.prieto@valor.com.br)
 Ilton Caldeira
 (ilton.caldeira@valor.com.br)
Editor de Agronegócios
 Fernando Lopes
 (fernando.lopes@valor.com.br)
Editor-assistente de Agronegócios
 Alida da Amaral Rocha
 (alida.rocha@valor.com.br)
Editor de Investimentos Pessoais/Carreiras
 Angelo Pavini
 (angelo.pavini@valor.com.br)
Editora-assistente de Carreiras
 Stela Campos
 (stela.campos@valor.com.br)
Editora-assistente de Investimento
 Luciana Monteiro
 (luciana.monteiro@valor.com.br)
Editora de Consumo
 Angela Klinke
 (angela.klinke@valor.com.br)
Editora de Projetos Especiais
 Célia Rosenthal
 (celia.rosenthal@valor.com.br)
Editora de Legislação e Tributos
 Cristine Prestes
 (cristine.prestes@valor.com.br)
Editor de Arte/Fotografia
 Silas Botelho Neto
 (silas.botelho@valor.com.br)
Editor-assistente de Arte
 Renato Brandão
 (renato.brandao@valor.com.br)
Editora Valor Online
 Paula Cieto
 (paula.cieto@valor.com.br)
Diretora de Redação Adjunta
 Claudia Safatle
 (claudia.safatle@valor.com.br)
Chefe da Redação em Brasília
 Rosângela Bittar
 (rosangelabit@valor.com.br)
Chefe da Redação no Rio de Janeiro
 Heloisa Magalhães
 (heloisa.magalhaes@valor.com.br)
Repórteres Especiais
 Cristiano Romero (Brasília)
 (cristiano.romero@valor.com.br)
 Monica Izgaurre (Brasília)
 (monica.izgaurre@valor.com.br)
 Raquel Balarin (São Paulo)
 (raquel.balarin@valor.com.br)
 Raymundo Costa (Brasília)
 (raymundo.costa@valor.com.br)
 Sérgio Leo (Brasília)
 (sergio.leo@valor.com.br)
 Vera Saavedra Duraño (Rio de Janeiro)
 (vera.durao@valor.com.br)

- Correspondentes internacionais**
 Assis Moreira (Genebra)
 (assis.moreira@valor.com.br)
 James Rocha (Buenos Aires)
 (james.rocha@valor.com.br)
 Ricardo Balthazar (Washington)
 (ricardo.balthazar@valor.com.br)
Correspondentes nacionais
 Marli Lima (Curitiba)
 (marli.lima@valor.com.br)
 Sérgio Bueno (Porto Alegre)
 (sergio.bueno@valor.com.br)
 Vanessa Jurgensfeldt (Florianópolis)
 (vanessa.jurgensfeldt@valor.com.br)
Sucursal de Brasília
 SRTVN Quadra 701 - Módulo C
 Centro Empresarial Norte - sala 801 - Bloco B
 CEP 70719-900
Sucursal do Rio de Janeiro
 Rua Irineu Marinho, 35 - Mezanino
 CEP 20230-023
Publicidade - Outros Estados:
BA/SE - Canal Chetto Comun. e Representação
 Tel/Fax: (71) 2102-2670
Interior de SP
M Mardegan Representações Com
 Tel: (19) 3284-4601/9635-5606/9251-7817
 Campinas e Vale do Paraíba
CE/PI/MA - Dialogar Propaganda & Marketing
 Tel/Fax: (85) 3264-7342
MG/ES - Sat Propaganda
 Tel/Fax: (61) 3234-5453/3264-5441
PE/PB/RN/AL - Viabiliza Representações Ltda
 Tel/Fax: (81) 9954-3831/3227-4474/3071-1794
PR - SEC - Soluções Estratégicas em Comercialização
 Tel/Fax: (41) 3019-3717
RS - HRM Representações
 Tel/Fax: (51) 3231-4237/219-4613
SC - Marcucio&Gondran Associados
 Tel/Fax: (48) 3333-8497/3333-8497
EUA - Multimediassa, Inc.
 Tel/Fax: 1-407-903-5000/1-407-363-9809
 US Toll Free: 1-800-985-8588

Preço de Assinaturas

Para todo o Território Nacional (R\$)		
18 Meses	12 Meses	6 Meses
1.134,00	756,00	378,00

O Valor oferece preços especiais para assinaturas no segmento "Corporate".

FILIADO AO: IVC (Instituto Verificador de Circulação) e **ANJ** (Associação Nacional de Jornais)