

Opinião

Valor

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: Aluizio 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 tombos de março, mas estão a apenas 15% da pontuação que exibiam antes da crise se aprofundar em 13 de setembro, com a quebra 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 movimentava 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: jlcoro@terra.com.br.

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

Valor Econômico S.A. Av. Jaguaré, 1485, 1º andar - São Paulo - SP - CEP 05346-000 Telefone 0xx 11 3767 1000
Departamentos 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

Diretor Financeiro

Carlos Alberto Arroyo Ponce de Leon

Diretora de Publicidade Noticiário

Selma Souto

Diretora de Publicidade Legal

Andréa Flores

Diretora de Assuntos Jurídicos e RH

Dagrine Murahovschi Sankovskiy

Diretor de Circulação e Marketing

Eduardo Guterman

Diretora de Redação

Vera Brandimarte

Diretores-assistentes de Redação

Arthur Pereira Filho

Diretores de Projetos Editoriais

Rosvita Saueressig Laux

Diretor Adjunto de Projetos Editoriais

Carlos Raíces

Executivos

Carlos Raíces

Secretaria de Redação

Célia de Gouveia Franco

Editora de Brasil

Denise Neumann

Executivos

Denise Neumann

Diretores-assistentes de Brasil

Arthur Pereira Filho

Diretores de Projetos Editoriais

Rosvita Saueressig Laux

Diretor Adjunto de Projetos Editoriais

Carlos Raíces

Executivos

Carlos Raíces

Secretaria de Redação

Célia de Gouveia Franco

Editora de Brasil

Denise Neumann

Executivos

Denise Neumann

Editor-assistente de Finanças

José Mauro Arbez

Editor-assistente de Apropriações

Cynthia Malta

Editor-assistente de Empresas

Ivo Ribeiro

Editor-assistente de Empresas

Nelson Niero

Editor-assistente de Empresas

Carlos Prieto

Editor de Apropriações

Fernando Lopes

Editor-assistente de Apropriações

Alida da Amaral Rocha

Editor de Investimentos Pessoais/Carreiras

Angelo Pavini

Editor-assistente de Carreiras

Stela Campos

Editor-assistente de Investimento

Luciana Monteiro

Editora de Consumo

Angela Klink

Editora de Projetos Especiais

Célia Rosenthal

Editora de Legislação e Tributos

Cristine Prestes

Editor de Arte/Fotografia

Silas Botelho Neto

Editor-assistente de Arte

Renato Brandão

Editora Valor Online

Paula Cieto

Diretora de Redação Adjunta

Claudia Safatle

Chefe da Redação em Brasília

Rosângela Bittar

Chefe da Redação no Rio de Janeiro

Heloisa Magalhães

Repórteres Especiais

Cristiano Romero (Brasília)

Mônica Izaguirre (Brasília)

Raquel Balarin (São Paulo)

Raymundo Costa (Brasília)

Sérgio Leo (Brasília)

Vera Saavedra Durão (Rio de Janeiro)

Vera Saavedra Durão (Rio de Janeiro)

Correspondentes internacionais

Assis Moreira (Genebra)

James Rocha (Buenos Aires)

Ricardo Balhazar (Washington)

Mari Lima (Curitiba)

Sérgio Bueno (Porto Alegre)

Vanessa Jurgensfeld (Florianópolis)

Sucursal de Brasília

SRTV/Quadra 701 - Módulo C

Centro Empresarial Norte - sala 801 - Bloco B

Sucursal do Rio de Janeiro

Rua Irineu Marinho, 39 - 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./Fax: (19) 3284-4691/9635-5606/9251-7817

Campinas e Vale do Paraíba

CE/PI/MA - Dialogar Propaganda & Marketing

Tel./Fax: (85) 3264-7342

MG/ES - Sat Propaganda

Tel./Fax: (51) 3231-6297/219-4613

SC - Marcucio&Gondran Associates

Tel./Fax: (48) 3333-8497/3333-8497

EUA - Multimídiausa, 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".

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