

## Como conter a Apreciação?

Dionísio Dias Carneiro  
Economista  
3 de agosto de 2006

A valorização do real continua a ser fator de insatisfação com a política econômica. Não faltam queixas dos produtores de exportáveis, e não apenas daqueles que gostariam de ver o preço do dólar de volta aos píncaros da crise de confiança de 2002. Mesmo os que não tomaram decisões de investimento com base em valores tão extremos para o real cobram alternativas de política econômica que impeçam valorização excessiva. Esse chamado “medo de apreciar” não é privilégio brasileiro. Países que superaram crises de confiança temem ser novamente jogados na vala comum dos deficitários suspeitos, especialmente porque os fluxos financeiros ficaram mais importantes para determinar as taxas de câmbio do que os mercados de bens e, na hora da necessidade, se encolhem. Afinal, mercados financeiros são sempre sujeitos a efeitos de manada e são muito influenciados por expectativas que podem nunca se transformar em realidade, mas causar danos. Temer o potencial desestabilizador das expectativas é, entretanto, a marca registrada dos que desconfiam do funcionamento dos mercados em geral e preferem a sabedoria de algum funcionário que tenha o encargo de encontrar os preços “adequados” para que a economia funcione. Temer a auto-suficiência dos funcionários é típico de quem conhece o funcionamento dos mercados especulativos, porque as ilusões de sabedoria costumam nutrir os movimentos especulativos.

Sob câmbio flutuante e razoável liberdade para a movimentação de capitais, a taxa de câmbio é fruto da interrelação entre dois mercados: o mercado de bens e serviços, no qual o nível da taxa de câmbio real é determinada como um preço relativo de exportáveis e não-exportáveis; e o mercado financeiro, no qual a variação do câmbio nominal tem de ser compatível com as taxas de juros e os prêmios definidos por vários riscos: de não pagamento, de mudanças nas políticas, nas regras ou nos impostos, por exemplo. A taxa de juros doméstica desempenha, assim, um papel importante na determinação, não do nível da taxa de câmbio real, mas do movimento de depreciação ou de apreciação. Já no mercado de bens, a taxa real de câmbio terá de ser consistente com o equilíbrio de longo prazo entre poupança doméstica e investimento, com o nível de ocupação, com a demanda mundial e com as relações de troca. Estas variáveis estão sujeitas tanto a variações cíclicas “reais”, quanto a choques “nominais”.

Entre os choques reais desde 2002, destacam-se a melhoria na gestão macro, tanto aqui como no exterior, a melhoria do quadro fiscal brasileiro até 2005 e a resposta dos produtores de exportáveis e dos consumidores de importados a preços, que define uma economia mais flexível e capaz de absorver choques desfavoráveis. Houve, também, respostas positivas aos choques desfavoráveis, como os dos preços de petróleo e as quebras de safra, em lugar das antigas “políticas defensivas”. Petróleo mais caro é lido como maior viabilidade de substitutos em cuja produção o Brasil já tem investido há quase trinta anos. Além disso, ninguém controlou preços de alimentos por causa de quebras de safra. Nesse contexto, a taxa de câmbio real necessária para equilibrar a conta corrente deve ser mais apreciada.

Os mercados financeiros respondem, imediatamente, com uma taxa nominal ainda mais apreciada do que a do novo equilíbrio, dada a inflação esperada. Isso porque têm de manter a depreciação **esperada** arbitrada com a soma do prêmio de risco com o excesso da taxa de juros doméstica sobre a taxa externa. Esta é a razão do desconforto com o

nível atual do câmbio e da decepção diante das respostas positivas do câmbio à desoneração dos exportadores.

O que fazer para diminuir esse desconforto? Naturalmente, uma queda mais rápida dos juros na direção de uma taxa natural, definida como compatível com um nível de demanda que não acelere a inflação, que ficou menor, poderia ajudar. Mas há três incertezas: primeiro sobre o novo valor dessa taxa; segundo sobre as reações da inflação esperada, diante de um afrouxamento eleitoreiro da demanda; terceiro, o ciclo de choques positivos está no fim. Não há mágica: diante da primeira incerteza, é prudente manter o gradualismo; para remediar a segunda, um apoio sólido da política fiscal pode convencer a todos de que não se constrói, hoje, o excesso de demanda de amanhã. Para a terceira, seria tolo buscar agora estratégias para enfrentar os exageros de um ciclo que já está no fim.