

**SEÇÃO II***Artigos de Política Agrícola***O RISCO CAMBIAL E A  
SOBERANIA NACIONAL***Carlos Nayro Coelho<sup>(1)</sup>*

Antes de adotar, a partir de janeiro, o sistema conhecido como câmbio livre, existiam duas correntes exercendo pressão sobre o governo no tocante à política cambial. A primeira, chamada desenvolvimentista, defendia a desvalorização imediata do real, dentro do pressuposto de que a moeda nacional estava sobrevalorizada. A outra sustentava a idéia de que o real precisava ser defendido a qualquer preço, mesmo considerando o elevado grau de exposição do Brasil ao risco devido ao problema do déficit público.

Depois de alguns meses de vigência desse sistema, em que a cotação do real em relação ao dólar sofreu grandes flutuações ( chegou a cair mais de 80% em relação à cotação de dezembro de 1998) e aparentemente ainda não encontrou um ponto de equilíbrio, vale perguntar: quem realmente tinha razão nesse processo?

Como se sabe, a conta mais comum para determinar se uma moeda está ou não sobrevalorizada é comparar a relação entre a inflação doméstica e a inflação externa (considerando uma cesta de moedas) com a evolução da taxa de câmbio. Se a primeira for maior que a segunda, de acordo com essa metodologia, é porque

existe sobrevalorização e o índice da mesma é exatamente a diferença entre as duas.

Com base nesses cálculos é que algumas pessoas afirmavam que o real precisava ser corrigido em relação ao dólar em 8%, algumas em 10% e outras em mais. Na realidade, o que aconteceu no México em 1993, nos países do sudeste da Ásia em 1997, na Rússia no ano passado e nesses últimos dois meses no Brasil apenas confirmou que a questão do câmbio nos países em desenvolvimento é uma questão muito mais profunda, complexa e subjetiva do que uma questão puramente estatística. Dessa forma, qualquer medida mais profunda nessa área tende a ser extremamente arriscada.

As mudanças no câmbio dos países mencionados mostraram claramente que os seus desdobramentos são imprevisíveis, e geralmente fogem do controle das autoridades governamentais. Na maioria das vezes, uma meta de desvalorização leva rapidamente a desvalorizações sucessivas e muito superiores à pretendida inicialmente, e, o que é pior, para estancar as quedas e corrigir os estragos, os governos têm que pedir ajuda aos organismos internacionais, e geralmente lançar mão dos controles que existiam antes da desvalorização, só que em um ambiente bem mais complexo e muito mais adverso. Isso é exatamente o que está ocorrendo no Brasil, quando o Banco Central já inicia os primeiros passos, ainda que tímidos, na direção da intervenção.

Os fatores que aumentam o grau de exposição do país ao risco e criam condições para o ataque contra a moeda são bastante variados e, se não forem corrigidos rapidamente, terminam por forçar uma crise cambial e, por consequência, uma crise geral na economia.

No Sudeste da Ásia, por exemplo, os fatores determinantes foram a hipertrofia e excessos de créditos em liquidação (de difícil recebimento) do sistema financeiro, junto com o excesso de intervenção do Estado na alocação de recursos, no processo conhecido como "crony capitalism" (que, em português, significa mais ou menos capitalismo entre amigos), já que as contas externas apresentavam grandes superávits e as internas estavam equilibradas. Na Rússia foi a conjugação

de vários fatores negativos, tanto de natureza política como financeira, ligados à transição do socialismo para o capitalismo. No México, em 1993, como no Brasil, atualmente, os fatores determinantes foram os grandes incrementos no déficit público e em conta corrente.

O reflexo desses problemas na moeda não é, portanto, apenas uma questão de sobrevalorização, pois, no tempo  $t$ , se o Governo tiver reservas suficientes e corrigir rapidamente as causas de pressão sobre a moeda, tudo volta à normalidade sem que se fale mais em defasagem cambial. Se ocorrer o contrário, a situação se transforma naquilo que os economistas chamam de "overshooting", mas que em linguagem popular significa simplesmente "estouro da boiada", onde previsões estatísticas ou discussões a respeito de sobrevalorização dão lugar, com grande intensidade, a ações diretas dos especuladores em busca do lucro imediato e dos demais agentes econômicos, que, com sinais nítidos de desespero, lançam-se no mercado de divisas em busca de um abrigo seguro para seus investimentos e poupanças, o que agrava mais ainda o contexto.

Nos países que enfrentaram ataques contra a moeda e foram obrigados a deixar o câmbio flutuar, como foi dito, os resultados no curto prazo foram devastadores, com suspensão do fluxo de investimento externo, com grandes quedas no PIB, aumento no nível de desemprego, etc. No Sudeste da Ásia, todavia, devido às condições saudáveis das contas públicas, da relativa folga nas transações correntes e da inexistência de um passado de indexação, os países já estão dando sinais nítidos de recuperação, com reflexo positivo no câmbio e sem inflação. O won (moeda coreana), que no auge da crise chegou a cair 81,6%, apresenta hoje uma desvalorização de apenas 19%. Na Tailândia, onde nos momentos mais turbulentos o dólar subiu mais de 117% em relação ao baht, a desvalorização hoje não chega a 20%. No Japão, onde o dólar chegou a 146 yens, hoje a cotação gira em torno de 110 yens. No México, onde o dólar após a desvalorização já subiu mais de 160%, persiste uma inflação de pouco menos de 20%, que por sinal foi a maior da América Latina no ano passado.

Na realidade, o único país que sofreu ataque especulativo, e passou incólume, foi a Argentina. No auge do "efeito tequila", os argentinos foram claramente sábios

em pedir socorro internacional para não mudar o modelo cambial existente, e eficientes no sentido de remover, rapidamente, os fatores que ainda estavam expondo o país ao risco, notadamente na área previdenciária. Hoje não se fala mais na Argentina em sobrevaloração cambial e o país tem as condições ideais para adotar, sem traumas, o dólar como meio oficial de troca e com isso trazer a taxa de juros interna para os níveis internacionais(2).

No Brasil, a situação tende a ser mais grave ainda, pois a economia foi indexada (tendo o dólar como principal valor de referência) por muito tempo, a política cambial além de ter sido decisiva no combate à inflação inercial continuava sendo um mecanismo vital para manter a confiança na moeda e em passado recente, o povo brasileiro foi vítima de um confisco traumático, sem nenhum resultado positivo. Dessa forma, dificilmente se a desvalorização de mais de 60% do real for mantida, não haverá em grande escala repique inflacionário na economia, como aconteceu muitas vezes no passado.

O Brasil durante certo período passou a ser uma prioridade internacional. No auge do ataque especulativo, quando o Governo brasileiro decidiu pedir ajuda internacional para segurar o real, o Brasil passou a ser o centro das atenções (e da simpatia) dos maiores países do mundo, devido a temores que a crise brasileira se alastrasse pelo resto da América Latina. Todavia, depois que esse temor mostrou-se infundado, a sorte da moeda brasileira passou a ser um assunto puramente doméstico. A idéia da necessidade premente de ajuda externa para defender o real não domina mais a agenda dos organismos financeiros internacionais.

De qualquer maneira, existem alguns fatores positivos no presente contexto brasileiro, que podem sem dúvida, contribuir para retirar o país da enrascada cambial em que se meteu.

O primeiro é o extremo artificialismo de uma taxa de câmbio de R\$2 ou acima R\$2 por dólar, que sem dúvida reflete apenas o lado negativo da economia e o jogo dos especuladores. Para confirmar isso, basta verificar o que pode acontecer com os principais indicadores da economia brasileira em 1999, vis-à-vis os de outros países, se essa taxa de câmbio prevalecer.

## Comparativo do PIB

	1998(1)	1999(2)
Brasil	820	430
Canadá	628	660
Espanha	540	550
México	420	440
Argentina	340	350

Fonte: Banco Mundial

(1) Dados Preliminares.

(2) Projeção

Como se sabe, a economia brasileira, segundo dados preliminares do Banco Mundial, foi a oitava do mundo em 1998, com um PIB aproximado de US\$ 820 bilhões, ficando logo abaixo da China, que, depois da incorporação de Hong Kong, ficou com um PIB de US\$ 950 bilhões, e acima de países como o Canadá (US\$ 628 bilhões) e Espanha (US\$ 540 bilhões) e cerca de US\$ 100 bilhões acima das economias do México e Argentina combinadas. O quadro abaixo mostra como a situação ficaria em 1999, caso a taxa de câmbio de R\$ 2/US\$ permaneça.

Para estimar o PIB brasileiro em dólar em 1999, considerou-se uma queda de 2% no PIB real desse ano, em relação a 1998, quando o PIB real atingiu R\$ 870 bilhões. Para os outros países, considerou-se a taxa de crescimento dos últimos dois anos.

Como pode ser observado, mesmo com o sistema produtivo brasileiro produzindo mais de 2 milhões de veículos, com uma safra de grãos 10% maior do que a do

ano anterior, e sem que nenhum desastre físico de grandes proporções tenha atingido o Brasil, de repente, como num toque de mágica, graças à atual taxa de câmbio, deixamos de ser a oitava economia do mundo, para ser a 14<sup>a</sup>, com um PIB pouco maior do que o da Argentina e inferior ao do México. Em termos de renda per capita, a brasileira cairia de pouco menos de US\$ 5 mil para níveis africanos, ou seja, para cerca de US\$ 2,6 mil, ou seja um terço da renda per capita argentina.

O segundo fator é justamente ligado a esses números apresentados. O lado real da economia está cada vez mais forte e competitivo. Com a abertura para o comércio exterior, apesar dos problemas ligados ao custo Brasil, juros elevados etc., o sistema produtivo brasileiro, como um todo, deu um salto qualitativo muito grande nos últimos anos. O agribusiness nacional, que representa mais de 40% do PIB, tem as condições de ser o centro dinâmico no processo de alavancagem das exportações brasileiras e da criação de empregos. Afinal de contas, não custa repetir que o Brasil é o único país do mundo dotado de uma infra-estrutura razoável, que dispõe em larga escala do fator de produção mais escasso no mundo atual, que é a terra, para entrar imediatamente no sistema produtivo. Existem 90 milhões de hectares nos cerrados, uma área equivalente a toda área cultivada com grãos nos EUA e na China (que é o maior produtor do mundo) pronta para ser utilizada.

O terceiro é que, ao contrário do Sudeste da Ásia antes da crise, o sistema financeiro brasileiro, além de ter sido saneado após a implantação do Plano Real, é considerado um dos mais modernos do mundo, sendo que em muitos aspectos serve de parâmetro para os países do primeiro mundo.

O quarto é que, diferentemente dos países do Sudeste da Ásia (e também da Rússia), as instituições democráticas brasileiras estão plenamente consolidadas, com um governo exercendo em sua plenitude o ato de governar. E, ao contrário de alguns países da América Latina, não existe nenhum movimento político contestatório armado ou desarmado que possa eventualmente romper o equilíbrio existente e criar uma situação de risco político.

O quinto é que, embora tardiamente, e sob a pressão dos acontecimentos, o Congresso Nacional aprovou as propostas de ajuste fiscal apresentadas pelo Governo, o que de certa forma pode facilitar o trabalho de saneamento das contas públicas e com isso ajudar a recuperação da credibilidade do Brasil nos mercados.

Finalmente, no exercício ou na formalização dos contratos, as empresas já estão praticando taxas de câmbio bem inferiores à chamada taxa do mercado e, por incrível que pareça, a taxa de câmbio no mercado paralelo é também muito abaixo dessa taxa.

Quais são, então, as medidas que o Governo brasileiro pode tomar para trazer o câmbio para níveis que não ameacem a estabilização da economia, e que sejam compatíveis com a realidade econômica brasileira?

Como em situações semelhantes, o Governo pode adotar medidas de curto e de longo prazo. No curto prazo destacam-se as seguintes:

1. Desonerar as aplicações e os investimentos financeiros. Nesse aspecto vale dizer que o Brasil é o único país do mundo que tributa aplicações financeiras e considera aplicação financeira em renda fixa como atividade especulativa. O sistema financeiro foi criado para intermediar o fluxo de recursos entre o investidor e o sistema produtivo. A tributação deve ocorrer quando o investimento vira produção. Se ocorrer antes, é imposto em cascata. Além disso, não é lógico o Governo aumentar a taxa de juros para estimular o investimento (e desencorajar o consumo) e ao mesmo tempo cobrar Imposto de Renda, IOF, CPMF etc. Dada a intensidade com que isso ocorre atualmente, acredita-se que a eliminação desses impostos teria um impacto psicológico positivo muito grande no mercado e permitiria uma razoável redução na taxa de juros e, portanto, redução no crescimento da dívida interna. Tudo indica que o capital estrangeiro volátil que estava aplicado no Brasil já foi repatriado. Quem, dessa forma, está sustentando essas cotações irreais do dólar são brasileiros que estão retirando dinheiro das aplicações. Essa medida portanto contribuiria

também para reduzir a pressão sobre o câmbio.

2. Seguir estritamente as recomendações no tocante à redução do déficit público.

3. Manter uma reserva de contingência para intervir no mercado de câmbio para enfrentar bolhas especulativas e, no momento certo, levar o câmbio para níveis considerados aceitáveis, que não ameacem a estabilidade nem tumultuem a economia, como está acontecendo. Intervir no mercado de câmbio não é coisa do outro mundo e nem fere o princípio do câmbio livre. Os países desenvolvidos o fazem com grande intensidade. O Banco Central da Alemanha já interferiu várias vezes para manter o preço do dólar na Europa e para evitar o "débâcle" da lira italiana. Recentemente o FED interviu para segurar o ien japonês, que estava em queda livre. O que não se pode é permitir que o giro de um bilhão de dólares na mão de poucas pessoas forme a taxa de câmbio que vira a "taxa de mercado" e que o resto da economia, que não tem nada a ver com especulação, tem que adotar em suas transações. Apesar de terem ganho o primeiro "round", essas pessoas que apostaram contra o real e tiveram grandes lucros, têm que sentir o reverso da medalha.

Em termos de longo prazo, a lógica que deve dominar a formulação das medidas deve basear-se em dois pressupostos: evitar crises cambiais que desarticulam a economia, como a que o Brasil está atravessando, e criar condições que permitam a obtenção de altas taxas de crescimento do PIB, ou seja, juros baixos e investimentos externos.

Durante a década de oitenta e metade da década de noventa, até o advento do Plano Real, o Brasil sofreu a combinação perversa de altas taxas de inflação com recessão, devido à incapacidade estrutural de gerenciar a moeda. A Argentina passou por processo idêntico, só que mais grave, pois lá chegou-se à hiperinflação.

Com o Plano Real, o brasileiro voltou a ter auto-confiança, auto-estima etc., e

absorveu rapidamente a cultura da estabilização e o princípio de que o Banco Central era realmente o guardião da moeda. A atual crise parece que fez renascer todos aqueles velhos temores que já estavam esquecidos em algum lugar remoto da memória nacional.

O problema é que o mundo mudou muito nas últimas décadas e ainda está mudando de forma muito rápida, devido à crescente integração da economia em nível global e ao avanço da tecnologia. Atualmente, nenhum país pode se dar mais ao luxo de aplicar a velha filosofia "de esperar para ver o que acontece" sob pena de sacrificar irremediavelmente as futuras gerações.

Para qualquer país que deseje obter altas taxas de crescimento econômico é fundamental o investimento externo. Mesmo países comunistas, como a China e Cuba, estão fazendo grandes esforços para atrair capital externo. Todavia, o fluxo de capital externo é hoje grandemente influenciado por uma variável, chamada risco cambial. Em países onde esse risco é muito elevado, nem juros ou lucros absurdos conseguem atraí-lo. Já em países sem risco cambial o capital flui sem problemas. Não é sem razão que se prevê que mais de 85% dos investimentos externos, em 1999, ocorrerão nos EUA e na União Européia.

Por essa razão, a criação da moeda única para um grupo de países ou a estratégia da dolarização, coisas que eram impensáveis poucos anos atrás, hoje estão na ordem dia e são motivos de debate em todos os níveis de decisão. Na União Européia, a introdução do euro, além de ser um forte elemento no rumo da unificação política, é acima de tudo um forte instrumento de integração econômica (e, portanto, de eliminação das desigualdades entre os países) pois elimina o risco cambial (que sempre existiu nas economias mais fracas) e permite o melhor aproveitamento das vantagens comparativas existentes.

No fundo, a idéia que está por trás de tudo isso é que não vale a pena sacrificar indefinidamente uma sociedade com juros altos, baixas taxas de crescimento, imposto inflacionário etc., devido ao risco cambial e à incapacidade inerente de gestão fiscal e monetária.

No caso do Brasil e do Mercosul a opção pela dolarização apresentada pelo presidente da Argentina deve ser considerada mais seriamente. Dado o passado brasileiro e argentino de desacertos em termos de administração da moeda, dificilmente qualquer estratégia de estabilização ou de política monetária reduzirá, em uma escala desejável, o risco cambial e, portanto, a taxa de juros, em níveis internacionais.

Observe-se o caso da Argentina. Como se sabe, esse país adotou com sucesso o "currency board", que praticamente elimina o risco de pressão sobre a moeda ou de desvalorização, já que nesse sistema a quantidade de pesos em circulação (na relação de um peso por dólar) corresponde exatamente ao volume de reservas em moeda americana. Mesmo assim, só porque a moeda argentina chama-se peso, o mercado vê algum risco cambial, e a taxa de juros na Argentina é mais que o dobro dos juros em dólar. Vale a pena o sacrifício?

No Brasil, a estratégia da moeda única certamente encontrará grandes resistências, principalmente por parte dos grupos nacionalistas, que ainda se preocupam muito com questões de soberania, e por pessoas que enxergam problemas operacionais, principalmente no que se refere ao tratamento da dívida pública. Todavia, o fato concreto que reforça a tese do presidente argentino é que, do tabelamento à ancora cambial, praticamente todas as estratégias de estabilização foram adotadas no Brasil, e nenhuma deu resultado em termos de redução significativa da taxa de juros e, portanto, da geração de altas taxas de crescimento econômico. Só resta a dolarização, que permite a eliminação do risco cambial, juros em níveis internacionais e, portanto, melhor aproveitamento das vantagens comparativas no mercado internacional.

Embora seja uma estratégia de longo prazo, que exige estudos mais aprofundados, principalmente quanto à operacionalização, em princípio pode-se conjecturar que a introdução da moeda única poderia seguir o modelo de introdução do euro, notadamente no que se refere à dívida pública ou mesmo do real, com a moeda primeiro sendo escritural e contábil (no lugar da URV) e as cotações dos produtos sendo feitas nas duas moedas (dólar e real). Em seguida, seria substituída a base monetária, cujo saldo, em dezembro de 1998, foi de R\$

32,9 bilhões (aproximadamente US\$ 20 bilhões na cotação de R\$ 2).

O modelo argentino de repactuar a dívida interna através do BONEX e passar primeiro pelo "currency board" aparentemente não seria o ideal, devidos aos traumas que poderiam ser gerados no processo de conversão da dívida e porque o "currency board" é tecnicamente desnecessário (já que o volume da moeda nacional em circulação é vinculado diretamente ao volume de dólares existente nas reservas) e por representar mais um longo período de juros elevados.

Na questão do endividamento interno, o governo poderia reduzir drasticamente a taxa de juros, digamos para 10% anuais (o que traria uma grande alívio na administração da dívida) já que, na nova situação cambial, não tem mais sentido manter uma política de juros elevados para manter (ou atrair) o capital externo de curto prazo no país, ou como política antiinflacionária, vez que o real será substituído como meio de troca ou valor de referência.

Com relação ao setor agrícola, as perspectivas para os próximos anos, principalmente no tocante às exportações, vão depender do quadro que está se delineando em termos do desempenho da economia mundial e do resultado das mudanças na política cambial.

Tudo indica que, apesar da crise continuar atingindo países como o Brasil, seus efeitos residuais em termos globais serão menores em 1999, do que no ano anterior, com grandes chances dela ser completamente superada até o final do ano, por vários motivos.

Em primeiro lugar, como foi visto, os países da Ásia (que foram os pontos focais da crise), principalmente o Japão, Coréia do Sul e Tailândia, já estão apresentando fortes sinais de recuperação, haja vista a surpreendente recuperação de suas moedas frente ao dólar americano.

Em segundo lugar, as projeções de crescimento da economia americana para 1999 mostram o mesmo padrão de crescimento dos anos anteriores (em torno de 4%). A expansão da economia mundial, a partir do início dessa década, foi

influenciada em grande parte pelo excelente desempenho da economia dos EUA, cujo PIB passou de US\$ 5,5 trilhões em 1990, para mais de 7,8 trilhões em 1997.

Em terceiro lugar, as negociações da OMC a serem iniciadas nesse ano, na chamada "rodada do milênio", sinalizam mais liberalização do comércio, principalmente na área agrícola, o que, sem dúvida, é um importante fator de estímulo à expansão do comércio mundial e, portanto, de crescimento econômico em nível global.

Em quarto lugar, a "commodity" mais importante para o desempenho das economias, que é o petróleo, vem apresentando quedas sucessivas nos preços, e hoje a sua cotação, em termos reais é inferior à cotação vigente antes do segundo choque do petróleo em 1979. O impacto desse choque na economia mundial foi muito traumático, principalmente para o Brasil, dadas as condições econômicas existentes.

Finalmente, a experiência das últimas décadas tem demonstrado que, devido ao aperfeiçoamento e ao crescimento na eficiência dos instrumentos de política macroeconômica e à crescente interligação entre as economias em nível global, as fases depressivas ou de ajuste das economias (dentro da teoria dos ciclos econômicos) são cada vez menores e mais controláveis, bem diferente da década de trinta, quando a falta desses instrumentos transformou uma recessão, aparentemente conjuntural, na grande depressão.

No cenário doméstico, a liberação da política cambial, trouxe fortes elementos de incerteza entre os agentes econômicos, porque, historicamente, o câmbio no Brasil sempre foi uma questão de Estado e não de mercado, e portanto sempre foi severamente controlado pelo governo.

Tudo indica, todavia, que as recentes medidas de ajuste fiscal e a liberação do câmbio, tendem a eliminar rapidamente os dois principais focos de vulnerabilidade da economia brasileira, que sem dúvida colocaram o Brasil na "linha de fogo" do mercado financeiro internacional: o déficit público de 8% do PIB e o déficit em conta corrente.

Para a agricultura brasileira, a liberação do câmbio deve ser vista com otimismo, desde que a inflação fique sob controle. Se acontecer como no Sudeste da Ásia, onde as repercussões da turbulência cambial no sistema de preços foram mínimas, o setor agrícola como um todo tende a ser muito beneficiado, mesmo com alguns aumentos nos custos de produção, devido ao impacto dos insumos importados.

Como é do conhecimento geral, o agribusiness nacional, apesar de ainda enfrentar alguns fatores adversos ligados ao chamado "custo Brasil", é competitivo internacionalmente.

Um regime cambial favorável e a safra record de mais de 84 milhões de toneladas de grãos, prevista para este ano, significa, sem dúvida, uma grande alavancagem na renda agrícola e na meta de alcançar US\$ 45 bilhões nas exportações do agribusiness brasileiro até o final da safra 2002/03.

Brasília, fevereiro de 1999.

---

(1) PhD em Economia pela Universidade de Missouri-Columbia e Pesquisador da Secretaria de Política Agrícola do MA.

(2) Muitos podem argumentar que a dolarização representa perda de soberania de vez que o Banco Central perde sua função tradicional de controlador da moeda. No Mundo atual todavia, com a globalização, certos valores que no passado eram importantes, estão cada vez mais perdendo sentido e outros tornando-se cada vez mais vitais, com o risco cambial. A dolarização elimina esse risco. Na Europa, apesar das importâncias das demais economias, pode-se dizer que a introdução do euro foi nada mais nada menos que a marcolização da União Européia, vez que foi a Alemanha a grande patrocinadora da nova moeda e é a força da economia alemã que sem dúvida está lhe dando sustentação. Pelo que consta, nenhum país deixou de aderir ao euro por razões de soberania.

Revista de Política Agrícola - Ano VIII - Nº 01 - Jan - Fev - Mar - 1999