

O Juro e o Preço do Dólar

Rubens Penha Cysne
15.08.2006

O preço do dólar tem caído desde 2003, penalizando as exportações. Para saber se a “culpa” deste fato está na política de juros do Copom, discute-se vez por outra se a valorização ocorreu em função do saldo altamente positivo do balanço comercial, ou devido a um possível influxo de capitais gerado pelas elevadas taxas de juros.

Os defensores da primeira alternativa (valorização devido a um balanço cambial positivo) argumentam que as contas externas não indicam uma substancial entrada líquida de capitais. E que o rendimento real esperado da arbitragem internacional de capitais não é tão atraente quanto se propaga. Isto posto, concluem, o fomento ao preço do dólar não deveria partir de uma queda mais acentuada das taxas de juros.

Este arrazoado, entretanto, é inadequado e inoportuno. O importante no caso é saber a sensibilidade da inflação aos juros.

Para entender o porquê, iniciemos lembrando alguns episódios nos quais a taxa de juros foi usada como variável de controle de forma a afetar o câmbio, ainda que em circunstâncias totalmente diversas das atuais.

Quando o Armínio Fraga assumiu a Presidência do Banco Central ao início de 1999 e, acertadamente, dobrou a taxa de juro temporariamente para 44% ao ano, não precisava saber se o saldo da conta de capitais era positivo ou negativo, nem se o juro real esperado da aplicação externa no Brasil era positivo ou negativo. Bastava observar que a liberação do câmbio, dia 15 de Janeiro, estava a gerar uma elevação descontrolada do preço do dólar. O instrumento de controle era os juros, e ponto final. Para isto, era suficiente conhecer a farta evidência empírica internacional que mostra que a sensibilidade marginal do fluxo de capitais à taxa de juros é positiva em qualquer época recente e em qualquer lugar do mundo.

Um pouco de observação do que ocorreu na Ásia em 1997 mostra o mesmo tipo de atitude. Na Coreia, por exemplo, o preço do dólar passou rapidamente de menos do que 1.000 won para aproximadamente 2.000 won. Para evitar a trajetória explosiva, as taxas de juros foram elevadas para 35%. Como requer a teoria, e como no caso brasileiro, também temporariamente.

Por definição, quem eleva os juros acha que a taxa inicial está baixa. Portanto, para estes bem sucedidos formuladores de política econômica, a taxa estava baixa naquele ponto do tempo. O que interessava é que o fluxo de capitais tinha caído abruptamente, e não o seu nível inicial. O mesmo se aplicava aos rendimentos reais esperados dos investidores.

Como esta distinção entre variações e níveis (o conceito de marginalidade), implícita nos fatos acima relatados, podem nos ajudar na análise da situação atual do preço do dólar?

Primeiro, deixando clara a grande diferença que existe entre dizer que a elevação da demanda externa pelas nossas exportações ajudou a valorizar o câmbio (o que é correto)

e “o câmbio valorizou-se em função da entrada de dólares do balanço comercial”. Tal diferença fica clara, em particular, quando se observa que o primeiro argumento, marginal, aplica-se seja quando os saldos comerciais são positivos ou negativos.

Como preços e quantidades determinam-se simultaneamente, dizer que o câmbio se valorizou em função de saldos comerciais positivos é como dizer que o paciente vítima de atropelamento morreu porque o seu coração deixou de bater. A afirmativa é correta, mas desprovida de conteúdo informativo. Tal enfoque simplista também não ajuda a vislumbrar o fato que o câmbio deverá se desvalorizar quando reduzir-se a demanda externa pelos nossos produtos, independentemente do saldo comercial à época ser positivo ou negativo.

Segundo, para afirmar que o câmbio está valorizado em função dos juros elevados, basta poder admitir que os juros poderiam ser mais baixos, sem que com isto a política de metas de inflação fosse ameaçada. Logo, a discussão relevante no caso é sobre a sensibilidade da inflação aos juros, e não sobre os níveis da conta de capital ou da rentabilidade esperada dos fluxos de capitais.

Como faz sentido esperar-se uma sensibilidade positiva da inflação, conclui-se que uma queda muito mais acentuada dos juros poderia ser usada para estimular as exportações, contanto que comprando-se um prêmio de seguro em uma política de gastos públicos menos expansiva.

Rubens Penha Cysne (<http://www2.fgv.br/professor/rubens/>) é Professor da EPGE/FGV