

O que aconteceu com Gustavo Franco em 99?

Alexandre Schwartsman

Confesso que nunca fui fã da FIESP, muito menos de seu atual Presidente. Ainda assim me surpreendi concordando com pelo menos uma de suas afirmações no começo deste ano. Esta me parece ser a única explicação para o artigo de Gustavo Franco publicado em 5/12 pelo *Estado de S.Paulo*.

Nele o ex-presidente do BC mais uma vez investe contra a atual política cambial, levantando o tema da ineficácia da desvalorização sobre a determinação das contas externas brasileiras. Se entendi o artigo posso resumir a argumentação a 3 pontos:

- A desvalorização teve um impacto pequeno, visto que “a balança comercial não apresentou nenhuma inflexão muito grande” e “a conta corrente vai passar de uns US\$ 33 bilhões observados em 1998 para algo na casa de US\$ 26 bilhões”. Ainda sobre o assunto, “como proporção do PIB o déficit em conta corrente fica até pior: vamos passar de 4.33% para 4.60% do PIB(...)”.
- A queda de preço das exportações a que muitos atribuem a fraca performance da balança não foi acidental. Foi sim o resultado da própria desvalorização, já que os exportadores “dividem” a ganho cambial com seus clientes, reduzindo seus preços em dólar em virtude da desvalorização.
- A queda do juro doméstico e a volatilidade do câmbio reduziram a rentabilidade do ACC. Assim, “a exportação tornou-se um negócio muito arriscado”.

Acho que esta linha de argumentação não se sustenta. Há até pontos intuitivos, porém errados, seja do ponto de vista teórico, seja do ponto de vista empírico. Na verdade, minha primeira tentação após ler o artigo foi deixá-lo de lado e lembrar que o tempo se encarregaria de prová-lo errado. No entanto, este argumentos têm aparecido com uma certa frequência, mais do que seria desejável num debate de bom nível intelectual. Tentar mostrar suas falhas é o objetivo desta nota.

Vou começar por pontos mais simples, deixando a controvérsia mais séria para depois. Por exemplo, classificar uma redução do déficit em conta corrente de US\$ 7 bilhões como uma inflexão “pequena”. Considere-se, porém, que isto coloca o déficit em conta corrente mais ou menos aos níveis observados em 1996. Considere-se ainda mais que hoje em dia uma boa parte da conta corrente (juros e dividendos) não reage à mudança cambial^[1] e que a déficit primário em conta corrente (excluídos juros e dividendos) deve se reduzir a US\$ 5.7 bilhões este ano (uma melhora de US\$ 8.8 bilhões), o melhor resultado desde 1994 num contexto de estabilidade do PIB.

Sim, é verdade que o déficit como proporção do PIB aumentou, já que o PIB medido em dólares encolheu. Assim, por que não sugerir uma apreciação da taxa de câmbio? Isto aumentaria o valor do PIB em dólares e reduziria o déficit em conta corrente como proporção do PIB. Francamente...

Isto, porém, é coisa pouca. Considere a afirmação sobre a desvalorização cambial provocar uma queda no preço das exportações. Não que isto seja uma impossibilidade

teórica, mas uma análise mais cuidadosa mostra que isto não deve ser relevante no caso brasileiro. Primeiro porque o Brasil exporta principalmente “commodities”, quer dizer, bens com pouca ou nenhuma diferenciação cujos preços são determinados no mercado internacional. Segundo porque o Brasil é, em geral, um exportador pequeno relativamente ao tamanho do mercado. Vale dizer, no caso de uma desvalorização cambial o preço das exportações brasileiras não se altera, ou se altera pouco para a grande maioria dos produtos da nossa pauta.

Note-se aqui que não estamos fazendo a clássica distinção entre produtos básicos e industrializados. Boa parte dos produtos industrializados exportados pelo Brasil como papel e celulose, placas de aço, derivados de petróleo e madeira são “commodities” essencialmente iguais à soja ou tabaco. Não há “negociação” envolvida: há um preço de mercado considerado pelos produtores como insensível às suas decisões de produção.

Claro, há “commodities” cujos preços são afetados pelos desenvolvimentos brasileiros, o café é o maior exemplo. Há também o caso em que exportadores de produtos diferenciados que, sem dúvida, enfrentam problemas muito semelhantes aos que Franco descreveu. Mas, considerando que pelo menos 2/3 das exportações brasileiras podem ser classificadas como “commodities” e que o Brasil representa cerca de 1% das exportações mundiais em média, qual é o exportador típico?

Isto, porém, é só teoria, coisa que um bom aluno de graduação sabe. Será que os fatos são consistentes com esta versão? O que os dados da FUNCEX sobre os preços das exportações brasileiras dizem é o seguinte: os preços que mais caíram em 1999 foram os de produtos básicos e semi-manufaturados (todos “commodities”), respectivamente 17% e 19%, contra uma redução de 9% no caso das manufaturas. Esta queda, além disto, vem ocorrendo desde o primeiro trimestre de 1998, bem antes da desvalorização da moeda. Aliás, a intensidade da queda ao longo de 1999 tem se reduzido, ao contrário do sugerido por Franco, e os preços começaram a mostrar uma certa estabilidade desde abril. Definitivamente nada que se pareça com exportadores dando desconto a clientes por conta da desvalorização.

Vou deixar de lado a óbvia distração de se imaginar que exportadores estariam esperando para ver a taxa de câmbio recuar (pelo contrário, estariam exportando até as respectivas genitoras) para me concentrar na questão do ACC. Como dito acima, Franco acredita que a volatilidade do câmbio e a queda da taxa de juros abaixo dos títulos de dívida externa tornou o ACC uma operação pouco atrativa para exportadores. E mais, o ACC era uma opção tão boa para as empresas que “era bom ser exportador mesmo se o câmbio não fosse muito especial”.

É um ponto interessante, considerando que as quantidades exportadas cresceram a maravilhosos 2.4% por ano de 1994 a 1998, o que só não é o pior desempenho dos últimos 20 anos porque entre 1993 e 1997 as exportações (quantum) cresceram 2.1% por ano. Talvez não fosse tão bom ser exportador...

Claro que o ACC ajudava as exportações e que, na sua ausência, provavelmente o desempenho seria até pior, mas isto só reforça a idéia que a rentabilidade relativa dos setores produtores de bens comercializáveis e não-comercializáveis desempenha um papel importante nesta história. Se o ACC eleva a rentabilidade das exportações e causa

um aumento das quantidades exportadas, porque deveria ser diferente no caso de uma elevação do preço dos bens comercializáveis relativamente aos não-comercializáveis?

Agora, seria verdade que a maior volatilidade do câmbio “matou” o ACC, por ele ter se tornado “um risco muito grande”? Na verdade, a questão não parece ser o risco do ACC. Afinal, o ACC (denominado em dólares) se paga com exportação (também denominada em dólares), de modo que, em geral, o ACC é segurado pelas receitas de exportação. A questão é que o ACC enquanto negócio de arbitragem entre as taxas doméstica e “offshore” se tornou muito menos rentável em função da redução das taxas de juros internas. Mas, isto não soa estranho? Se é para defender a rentabilidade do setor exportador, não seria mais lógico utilizar a taxa de câmbio ao invés da taxa de juros, não só pelo impacto negativo desta última sobre o nível de atividade, mas também devido à questão fiscal?

Franco tem razão quando lembra que a volatilidade do câmbio eleva o risco da exportação (aliás, este é um argumento básico no debate entre taxas fixas e flexíveis). Só que claramente deve haver uma fronteira de substituição entre a volatilidade e o nível da taxa de câmbio, quer dizer, deve haver um nível de taxa de câmbio que compense a maior volatilidade associada ao regime flutuante. O ideal seria comparar o produto do atual regime em termos de nível e volatilidade do câmbio com o que seria produzido pela manutenção do regime anterior. No regime anterior a volatilidade seria quase zero, mas a taxa de câmbio ao final de 1999 teria sido desvalorizada uns 7% contra (digamos) 0% de inflação doméstica e 2% de inflação internacional, produzindo uma desvalorização real de cerca de 10%. No atual regime produzimos uma desvalorização real de 34% contra o IPA industrial ou de 57% contra o IPC-Fipe^[2]. Qual das duas alternativas é a melhor?

Embora precisemos de uma métrica qualquer (que eu não possuo, mas desconfio que Franco também não) para reduzir este vetor a um número comparável, suspeito que a desvalorização real é mais que suficiente para compensar o efeito da volatilidade. A prova desta suspeita (e neste momento não mais que uma suspeita) ao final das contas é a performance das exportações.

Cabe reconhecer que aparentemente neste quesito, quem está levando a vantagem é Franco, apesar de um crescimento de 7% das quantidades durante o segundo semestre em relação primeiro em termos dessazonalizados. Ainda assim, submeto ao leitor um outro ponto.

Em todas as experiências passadas de desvalorizações cambiais no Brasil a reação das exportações ao câmbio não foi imediata. A mera inspeção das séries de quantidades após uma desvalorização mostra que as taxas anuais de crescimento só se tornam positivas entre 2 e 3 trimestres após a mudança cambial e que o máximo em termos da taxa de crescimento só é atingido entre 4 e 5 trimestres após a desvalorização. Isto é compatível com toda a evidência estatística, que indica prazos semelhantes ao mencionado acima para que a maior parte dos efeitos da desvalorização se materialize.

No presente caso a taxa anual de crescimento das quantidades exportadas se tornou positiva em agosto, 7 meses após a desvalorização, em linha com o observado em 1983, 1987 e 1991. Fica a verificar se a tendência persiste ao longo de 2000.

Resumindo: (1) a mudança da conta corrente não é pequena; (2) a composição da pauta brasileira de exportações (“commodities”) e a pequena participação do Brasil no comércio global não indicam que possíveis descontos se seguindo à desvalorização sejam o fator principal por trás da deterioração dos preços de exportação; (3) boa parte da piora dos preços externos precede à desvalorização; (4) a volatilidade do câmbio não afeta tanto a rentabilidade do ACC quanto a queda de juros, mas isto não justifica a elevação dos juros; (5) a volatilidade do câmbio afeta negativamente as exportações, mas a desvalorização real parece ser mais que suficiente para compensar este efeito negativo; (6) a reação das exportações é normalmente demorada, mas já há sinais de que ela vem se materializando.

Os pontos (1) a (6) constituem uma coleção de fatos e proposições teóricas que são de amplo conhecimento de um economista bem treinado, e não tenho a menor dúvida que Gustavo Franco se encaixa, com méritos, nesta categoria. O que me confunde, então, é o porquê do referido artigo. O fato é que o debate sobre o câmbio no país nunca foi marcado exatamente pela honestidade intelectual. Franco reclamava, e com boa dose de razão, de críticos à sua política cambial que – antes de pensar sobre o assunto – já tinham uma opinião formada e então buscavam os argumentos para justificá-la. O que teria havido com Gustavo Franco em 1999 para que adotasse o mesmo tipo de atitude que, corretamente, condenava? Este é o real mistério.

^[1] Estas contas são determinadas em larga medida, lembre-se, pela acumulação de passivos externos líquidos, seja sob forma de dívida, seja sob a forma de investimento direto.

^[2] Eu acho que a segunda medida é a correta, pois captura melhor a relação entre os preços dos bens comercializáveis e não-comercializáveis, mas desconfio que este não é o melhor lugar para discutir o assunto. De qualquer forma estamos falando em desvalorizações reais bastante expressivas.