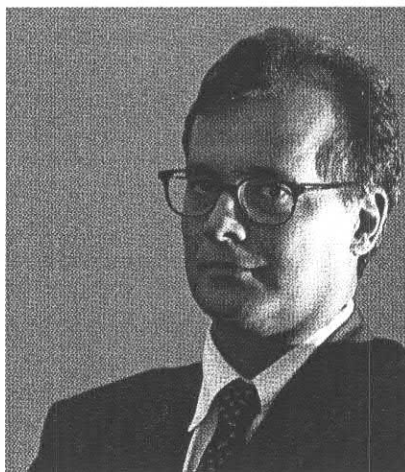


# Dois episódios de valorização cambial: uma comparação

Já faz tempo que estamos de volta a taxas de câmbio que se parecem, em termos reais, com as da época da "âncora cambial". Na verdade, já é bem claro que temos um episódio de "moeda forte", ou de intensa valorização cambial, que se inaugura com eleição do presidente Lula e sua "carta aos brasileiros". Temos aí, com efeito, material de ótima qualidade para análises comparando 2002-06 com 1994-98.<sup>1</sup> E ademais, a aproximação das eleições eleva consideravelmente a temperatura deste tipo de exercício.<sup>2</sup>

Os gráficos na página seguinte, que procuram oferecer uma comparação numérica dos dois episódios, foram construídos tendo como base um "mês inicial de referência" a partir do qual começa a valorização e observamos as taxas de câmbio nominal e real para os 36 meses que se seguiram. Para primeiro episódio a referência inicial é câmbio médio do mês de junho de 1994, e para o segundo, o referencial inicial é outubro de 2002.

É claro que as "condições iniciais", em cada episódio, são muito diferentes. A taxa de câmbio real, em outubro de 2002, estava bem acima do que em junho de 1994, mercê da crise de confiança em torno do que faria no presidente recém-eleito. Em junho de 1994, todavia, havia uma "urgência" de outra natureza: era o último mês de vida do Cruzeiro Real e da URV, e a inflação pelo IPCA alcançou 44,6% no mês, representando uma taxa anualizada de 8.300%. As decisões sobre o que fazer com a taxa de câmbio, em cada episódio, dependiam de urgências domésticas inequívocas, e singulares, e de condições externas sobre as quais as autoridades tinham pouco controle.



**Gustavo H. B. Franco**

*Sócio e diretor executivo da Rio Bravo Investimentos, professor da PUC-Rio e ex-presidente do Banco Central*

**Diferenças** — A leitura dos gráficos há de considerar cada contexto. Em ambos os episódios, há uma forte valorização nominal inicial que, no primeiro episódio, se interrompe na altura do quinto mês, e começa a ser revertida no décimo. No segundo, a valorização prossegue continuamente até o fim do episódio. Ao término de 36 meses, a taxa de câmbio nominal, no primeiro episódio, é cerca de 10% superior à referência inicial, ao passo que, no segundo, é 40% inferior.

Quando se leva em conta a inflação, os dois episódios começam a ficar mais parecidos. O segundo gráfico mostra a taxa de câmbio real tal tradicionalmente reportada pela Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior (Funcex), usando como deflator o índice de preços por atacado. O ritmo de valorização cambial real é idêntico


nos dois episódios até o sexto mês, e depois de um ano, o câmbio real fica estável em uns 15% abaixo da referência inicial no primeiro episódio, e uns 25% abaixo no segundo episódio. Aparentemente, no episódio mais recente o câmbio real começa mais desvalorizado, termina, porém, mais ou menos no mesmo nível do primeiro episódio.

E no terceiro gráfico, que mostra o câmbio real com deflação pelo IPC, percebe-se que a valorização real é um pouco mais rápida no primeiro episódio (mercê da inflação de julho, cheia de resíduos), mas os índices se igualam a partir do sétimo mês e permanecem evoluindo de forma idêntica até o décimo-terceiro mês. A partir daí o câmbio real no segundo episódio recupera-se um pouco, relativamente ao primeiro episódio, mas os índices não chegam a se distanciar e convergem ao final do período para algo em torno de 30% abaixo da referência inicial.<sup>3</sup>

**Reação** — Com efeito, em ambos os episódios, embora por razões diferentes, as autoridades enfrentam uma aguda "bonança cambial" e a ela reagem de forma bastante ativa. Há mais "dominância fiscal" e entradas de capital no primeiro episódio e, no segundo, é o "mega-superávit" comercial e em conta corrente, que explica a abundância. Há muita intervenção no mercado de câmbio, tanto no primeiro quanto no segundo episódio. Ela é mais explícita no câmbio pronto, no primeiro episódio, através das bandas com microdesvalorizações, e menos intensa, mas relevante em derivativos e títulos cambiais, os quais, por sua vez, são amplamente empregados no segundo episódio na tentativa de "guiar" ou "amortecer" a flutuação, para baixo, do

## A valorização não deve ser vista como "erro", pois não é intencional, tampouco existe receita simples para evitá-la

câmbio. No primeiro há restrições à entrada de capitais de curto prazo e liberalização da conta de capitais, e no segundo a ênfase regulatória se desloca para o comércio, e na direção protecionista, "piorando as coisas" no aspecto cambial.

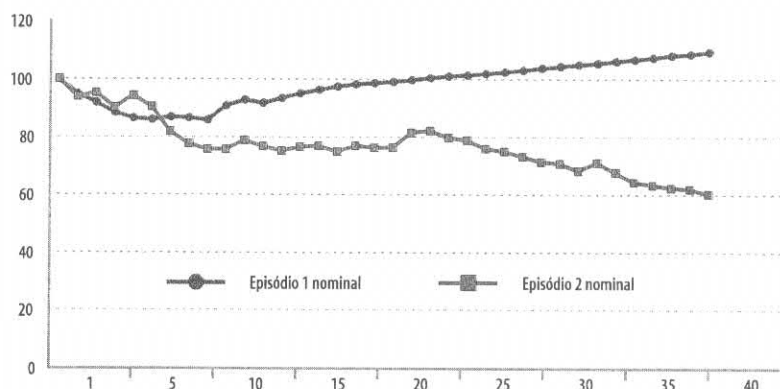
A moral da história, ao fim das contas, é conhecida: no Brasil, não existe meia-estação no tocante a câmbio. São dois verões escaldantes separados por um inverno de crises amontoadas entre 1998 e 2002. As lições importantes são óbvias apenas na aparência: a mudança nas estações está além do nosso alcance, e as vestimentas de inverno não servem para o verão. A valorização não deve ser vista como "erro", pois não é intencional, tampouco existe receita simples para evitá-la. Em ambos os episódios as autoridades usam táticas não tão diferentes para diminuir o tamanho do problema, com resultados parecidos. A lição importante talvez seja apenas a de que a única postura a evitar neste terreno é o dogmatismo. 

<sup>1</sup>Uma tentativa recente de comparação, tendo como base a indústria nos dois episódios, foi feita por A. B. Castro e F. E. P. de Souza em "Dois episódios de valorização cambial" em Folha de São Paulo, 29/Março/06.

<sup>2</sup>A julgar pelo livro recentemente publicado pelo senador Aloísio Mercadante, "Brasil, primeiro tempo – análise comparativa do governo Lula" (São Paulo, Planeta, 2005), que mereceu do autor de uma resenha a evocação de personagens como Pinocchio e o Barão de Munchausen, Marcelo P. Abreu, "Lula e o barão de Munchausen", O Estado de São Paulo, 8/Maio/06.

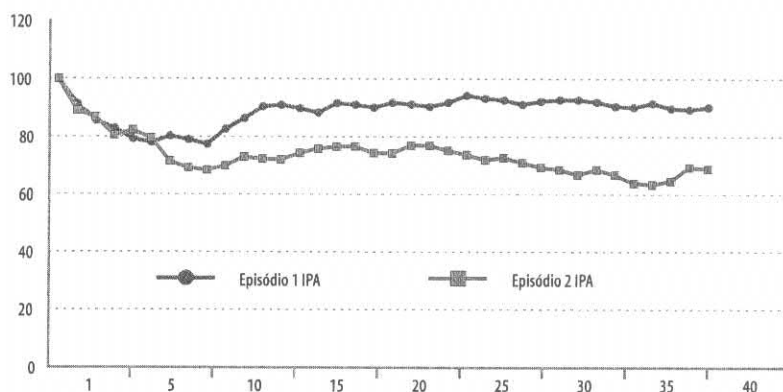
<sup>3</sup>Diferentes comportamentos de preços relativos (PIC vs. IPA) tornam confusa a comparação entre taxas de câmbio real usando os dois deflatores. O índice de rentabilidade das exportações, todavia, desempata o assunto a favor do IPA.

Gráf. 1 – Taxas de câmbio nominais



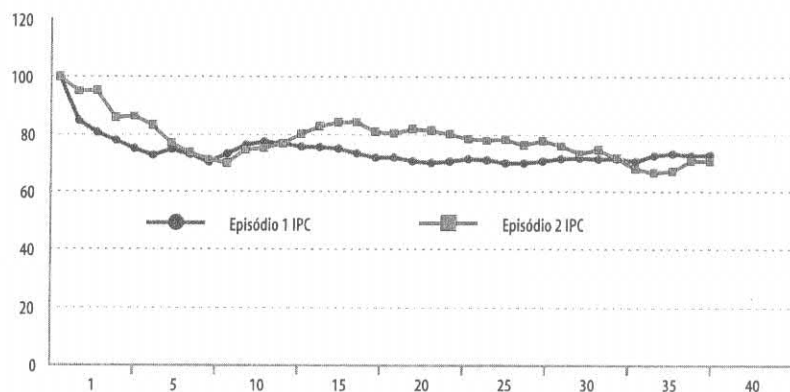
Episódio 1: URV 0,975 por dólar = 100 para junho de 1994. Episódio 2, R\$ 3,80 por dólar para outubro de 2002. Fonte: Banco Central do Brasil, PTAX800 média do mês, compra.

Gráf. 2 – Taxas de câmbio reais, deflacionadas pelo IPA



Episódio 1: junho de 1994=100, episódio 2, outubro de 2002=100. Fonte: Funcex.

Gráf. 3 – Taxas de câmbio reais, deflacionadas pelo IPC



Episódio 1: junho de 1994=100, episódio 2, outubro de 2002=100. Fonte: Funcex.