

Crise cambial: riscos e oportunidades

A análise das semelhanças e diferenças entre a crise cambial de 1999 e a iniciada no segundo semestre de 2002 pode resultar em uma ferramenta preciosa para a identificação dos riscos e das oportunidades que se seguirão a seu desfecho. Ao que tudo indica, os setores que utilizam insumos domésticos encontrarão um cenário mais favorável que aqueles dependentes de insumos denominados em moeda estrangeira com vendas para o mercado interno brasileiro.

por **Ciro Biderman** FGV-EAESP

Que oportunidades de investimento podem se abrir no Brasil na esteira da última crise cambial? A lógica econômica prevê três opções para retomar o equilíbrio macroeconômico: uma redução na taxa de câmbio, um aumento da inflação ou uma combinação de ambos. Em qualquer das soluções, o investimento estrangeiro aproveitaria um

câmbio mais elevado ou um nível mais baixo de preços. Há, evidentemente, como em qualquer operação financeira, um risco inerente ao negócio.

Este artigo procura discutir quais investimentos apresentariam menores riscos e, portanto, seriam os principais candidatos à inversão imediata de capital, destacando simi-

laridades e diferenças entre a crise cambial iniciada em meados de 2002 e as crises anteriores, em especial a de 1999.

Procura-se discutir os aspectos mais estruturais da história, aspectos que podem orientar decisões de investimento no mercado real e financeiro de maneira mais ou menos independente do rumo conjuntural. Não há nenhuma pretensão de previsão de números mágicos para a taxa de câmbio ou de juros – tarefa que podemos deixar para os astrólogos.

Mercado financeiro e taxa de câmbio. Ainda que do ponto de vista macroeconômico a taxa de câmbio seja um preço fundamental, como os juros e os salários, para o mercado financeiro ela não passa de mais um ativo. Os movimentos especulativos no mercado de câmbio, de cobre, de

café, ou de qualquer outro ativo, ocorrem em alta velocidade: em um dia, o país está classificado como AAA, o Banco Central tem consideráveis reservas internacionais e os fluxos internacionais de capital são constantes. De repente, o índice de risco começa a subir exponencialmente e as reservas que pareciam suficientes para muitos meses desaparecem em poucas semanas, ou em poucas horas. Foi o que aconteceu no Brasil em janeiro de 1999.

Um dos grandes, e amplamente anunciados, trunfos do Plano Real estava no setor externo. Em junho de 1994, as reservas internacionais somavam US\$ 40 bilhões, o equivalente a cerca de 18 meses do total de importações. Por que o Banco Central não foi capaz de controlar a taxa de câmbio? As dificuldades enfrentadas pelos operadores do Banco Central são semelhantes às dificuldades de um vaqueiro tentando segurar um estouro no

gado; não é à toa que o fenômeno recebeu o nome de “efeito manada”: todos os investidores compram – ou vendem – simplesmente porque todo mundo está comprando – ou vendendo. Quando um investidor percebe que o valor do dólar é inconsistente, compra a moeda, induzindo a um aumento em seu valor. Com o aumento na taxa de câmbio, outros investidores entram no mercado, comprando a moeda com medo de um colapso das contas externas do país. O risco de quebra afasta os investidores do país, fazendo com que ele quebre de fato. São as chamadas “profecias auto-realizáveis”, que acabaram com o padrão-ouro na década de 1970 e com a âncora cambial na década de 1990.

Crise cambial e regime de câmbio.

A grande peculiaridade da última crise cambial vivida pelo Brasil é que ela ocorreu em um regime de câmbio flexível, enquanto todas as anteriores aconteceram em um regime de câmbio fixo. A teoria econômica prevê que, com livre fluxo de comércio e de capitais, a taxa de câmbio deve garantir que os preços internos dos produtos sejam os mesmos que



no exterior. Quer dizer, se uma tonelada de aço custa R\$ 2 no Brasil e US\$ 1 nos Estados Unidos, a taxa de câmbio deve ser de R\$ 2 por dólar, garantindo que o preço do aço no Brasil e nos EUA seja o mesmo.

Imaginemos agora que a taxa de câmbio seja de R\$ 1 por dólar, e não de R\$ 2. Um investidor que comprasse aço nos Estados Unidos e o vendesse no Brasil teria um lucro de US\$ 1 por tonelada. Se o investidor fosse brasileiro, para realizar essa operação, teria de comprar dólares para comprar o aço nos EUA. Se o investidor fosse norte-americano, teria de comprar dólares para remeter o lucro em reais para seu país de origem. Em ambos os casos, haveria um excesso de demanda no mercado de câmbio, que elevaria a taxa de câmbio até o ponto em que os preços estivessem novamente equalizados. No regime de câmbio fixo, no entanto, o Banco Central está disposto a oferecer a quantia de dólares que o mercado quiser comprar à taxa fixa. Com câmbio fixo, uma operação com o aço, como a descrita acima, geraria lucros perpétuos para os investidores.

Ora, se o problema é o câmbio fixo, por que os governos adotam esse tipo de regime? Acontece que, em países com inflação extremamente elevada – como o Brasil e a Argentina no início dos anos 1990 –, a população não acredita que o governo diminua a emissão de moeda mesmo se ele anunciar tal decisão. Assim, diversos governos no início da década de 1990 vestiram uma camisa-de-força – o câmbio fixo –, mostrando claramente que não iriam mais emitir. Por esse motivo, a maioria dos planos de estabilização começou com alguma forma de câmbio fixo. O caso mais radical é o argentino, no qual a paridade entre o peso e o dólar se deu constitucionalmente. Sabemos o resultado.

O governo brasileiro não estabeleceu legalmente um câmbio fixo, mas na prática vendia a moeda norte-americana sempre que a demanda superava a oferta. Pérsio Arida, presidente do Banco Central entre janeiro e junho de 1995, propôs a mudança de regime por meio de uma “banda” crescente: com o passar do tempo, o dólar poderia variar cada vez mais, o que acabaria por gerar, na prática, um dólar flutuante. Arida foi vencido por Gustavo Franco e Pedro Malan, apoiados pelo presidente. Optou-se, então, pela manutenção do câmbio fixo, o que acabou gerando a crise cambial de 1999.

Pelos argumentos apresentados acima, a crise cambial

só faria sentido em um país com câmbio fixo. Com câmbio flutuante, não haveria espaço para especulação, pois o dólar sempre estaria em seu valor “correto”. De fato, a última crise não é uma crise cambial convencional. Distingue-se fundamentalmente pelo regime de câmbio flutuante e origina-se no desfecho da crise argentina, que causou para os investidores internacionais prejuízos muito maiores do que previam os cenários mais pessimistas. Os investidores alteraram seus cenários para o Brasil: não estavam mais dispostos a emprestar para o país, independentemente da taxa oferecida. Mais uma vez, o “efeito manada” acabou tirando todos os investidores do país.

Ao contrário das anteriores, a última crise cambial vivida pelo Brasil ocorreu em um regime de câmbio flexível.

Ao contrário do que imagina o senso comum, a crise não pode ser diretamente relacionada com a corrida eleitoral: com a subida de Serra no início de setembro do ano passado, o dólar não caiu; quando se confirmou o segundo turno, mais uma vez o câmbio subiu, para cair, finalmente, com a eleição de Luis Inácio Lula da Silva, ao contrário do que seria de se esperar se a elevação da moeda estivesse ligada à sua vitória.

Novamente os juros. Então, a crise deve-se apenas a fatores exógenos à política econômica governamental? Infelizmente, não é bem assim. Se o país estivesse de fato estável, não seria atingido dessa maneira. Basta observar o efeito sobre o Chile, muito menor que sobre o Brasil. A herança de mais de quatro anos de política desastrosa de câmbio fixo foi um aumento brutal na dívida do Tesouro.

Para ter uma idéia desse efeito, imaginemos que a dívida seja de aproximadamente metade do PIB (infelizmente, está mais perto de 60%) e que a taxa de juros reais – juros nominais menos inflação – esteja na faixa de 10%. Essa taxa, com uma dívida de 50% do PIB, implica um gasto anual, apenas em juros, de 5% do PIB (0,5 x 10%). Como nosso superávit primário – a diferença entre a arrecadação e os gastos do governo – estava previsto em 3,75% do PIB, o governo não

teria condições de pagar os juros mesmo com um superávit brutal. Se o governo tivesse reduzido os juros reais para 5%, o custo dos juros seria da ordem de 2,5% ao ano, o que o atual superávit poderia cobrir com folga.

Essa última observação aponta para a semelhança entre a última crise e as anteriores. A estratégia utilizada pelo Banco Central para enfrentar uma crise cambial é sempre a mesma: aumentar a taxa de juros. Esse aumento parte da hipótese de que sempre há uma taxa de juros suficientemente alta que garanta ao governo captar os dólares de que necessita para resolver a crise. Mas não é assim que o mercado funciona. Independentemente da taxa, muitas vezes não se conseguem empréstimos porque o risco de “quebra” é muito alto. Foi provavelmente dessa maneira que os investidores passaram a vislumbrar o país. O aumento da taxa de juros, ao invés de atrair mais investidores para o país, repeliu-os. Por outro lado, o aumento dos juros poderia estar de acordo com a política de metas inflacionárias se considerarmos o possível impacto na inflação de um aumento de 70% na taxa de câmbio.

Se a economia brasileira fosse de fato estável, não seria atingida de forma tão drástica pela turbulência externa.

Dada a característica essencialmente “expectacional” da última crise, a autoridade monetária deveria, em princípio, não fazer nada. Aumentar a taxa de juros não atrairia os investidores. A política correta seria justamente manter a taxa de juros compatível com o regime de metas inflacionárias. Essa afirmação é verdadeira se acreditarmos que existe apenas uma taxa de juros compatível com o regime de metas inflacionárias.

No entanto, um investidor leva em conta dois fatores ao decidir se realiza um investimento: risco e retorno. Quanto maior a taxa de juros, maior o retorno e, portanto, maior a atratividade do investimento. No entanto, quanto maior a taxa de juros, maior o risco do país. A partir de um certo ponto, o fator risco pode dominar o fator retorno. Se esse for o caso, podemos estar numa situação em que haveria dois equilíbrios compatíveis com as metas inflacionárias: um com altas taxas

de juros – em torno de 21% – e outro com taxas bem mais baixas – digamos, 12%. É claro que a existência ou não de um duplo equilíbrio é uma questão essencialmente empírica. Porém, o Banco Central opera por tentativa e erro. Por que então não testar na prática se o duplo equilíbrio existe de fato?

Riscos e oportunidades no desfecho da crise.

O que se pode concluir dessa perspectiva comparada da última crise? Em primeiro lugar, deve ficar claro que a taxa de câmbio entre R\$ 3,5 e R\$ 4 verificada no segundo semestre de 2002 não é sustentável. Quando os investidores perceberem esse fato, devem iniciar suas vendas de dólares para investir no país a uma taxa excelente. O “efeito manada” funciona para os dois lados: assim que alguns investidores mudarem sua opinião sobre o rumo do país, o câmbio deve cair na mesma velocidade com que subiu. Os gênios do mercado financeiro que “perceberam” antes de todos que o Brasil não iria quebrar, garantiram que ele não quebrasse de fato. Existe, no entanto, uma outra possibilidade. O equilíbrio pode se dar a partir da inflação: os preços domésticos podem se aproximar do preço internacional sem alterar a taxa de câmbio. O processo seria mais lento, mas, em ambos os casos, há oportunidade para um investidor com dólares disponíveis. Ele pode trocar sua moeda a uma taxa de câmbio mais elevada ou a um nível de preços mais baixo.

Um investidor interessado em entrar no país para produzir para o mercado interno sem uma grande parcela de produtos ou serviços importados na composição de seus custos tem, atualmente, grandes oportunidades no país. Ele realizaria o investimento a uma taxa de câmbio mais favorável, o que lhe daria uma vantagem sobre os investimentos já realizados e sobre os investimentos futuros de seus concorrentes, que devem enfrentar uma taxa menos favorável.

Um investidor interessado em produzir no país para exportar poderia se prejudicar com a queda na taxa de câmbio ou com um aumento nos preços internos a uma taxa maior que os preços externos. Esse investidor deveria ter claro que a relação entre preços internos e externos pode retornar, digamos, para o padrão observado no início de 2002. Se o investimento permanece competitivo a essa taxa, certamente valeria a pena aproveitar o custo mais baixo do investimento

inicial. Ele ainda poderia se beneficiar das políticas de apoio à exportação que, em princípio, devem permanecer ou mesmo se ampliar no governo Lula. Se o câmbio se mantivesse elevado, ele teria lucros ainda maiores, mas estaria mais ou menos imune às variações cambiais – considerando-se que é improvável o retorno a um câmbio sobrevalorizado como nos primeiros quatro anos do governo FHC.

O maior risco do lado real da economia ocorre para aqueles investidores interessados em produzir e vender no Brasil uma mercadoria com grande parcela de componentes importados. Como não se sabe quanto tempo pode levar o ajuste do câmbio, a vantagem de um investimento a um custo reduzido poderia se perder facilmente.

A questão é se o governo pretende deixar que o câmbio retorne para o valor que garante preços iguais no Brasil e no resto do mundo ou se pretende adotar medidas que garantam uma taxa de câmbio desvalorizada. A política de expansão das exportações por meio de um câmbio desvalorizado implica sempre uma perda para os consumidores internos de produtos importados. Por outro lado, a estratégia chinesa de câmbio desvalorizado ao longo da década de 1990 parece bem-sucedida: em 1990, o PIB chinês era 60% do russo; no início do século, o PIB russo era 60% do chinês. Mesmo assim, é muito provável que uma desvalorização como a verificada entre outubro e novembro de 2002 seja exagerada, o que implicaria uma redução na taxa real de câmbio.

De qualquer maneira, em quase todos os cenários, o desfecho da crise deve ser mais propício para o investimento estrangeiro no Brasil em setores destinados ao mercado interno, mas com uma pequena parcela de custos dependente do mercado externo. Setores destinados ao mercado externo também têm uma boa oportunidade, correndo o risco de uma valorização excessiva do câmbio. Os setores que enfrentam os maiores riscos são os dependentes de produtos com preços fixados em moeda estrangeira com vendas para o mercado interno brasileiro.



No entanto, todas essas oportunidades dependem do comportamento do mercado financeiro para que se realizem. O Brasil paga atualmente uma das maiores taxas de juros do mundo; os cenários aqui descritos indicam um enorme potencial de lucro para investir em títulos brasileiros: a elevada taxa de juros mais uma potencial valorização do câmbio. Ocorre, no entanto, que o risco de calote significa que se pode perder, mais do que os juros, o principal. Assim, o capital estrangeiro só retornará com uma reversão das expectativas. Acontece que, sem o retorno do capital financeiro, seria melhor postergar a entrada de capital no setor real da economia, pois as condições favoráveis permaneceriam. É por isso que, ainda que seja possível apontar algumas oportunidades nos possíveis desfechos da crise, sua realização depende essencialmente de um fator difícil de prever: a reversão de expectativas no mercado financeiro. Os primeiros passos do governo recém-eleito devem definir as possibilidades e o prazo de ocorrência dessa reversão: se esses passos forem muito lentos, ela pode nunca ocorrer.