

BCB é um dos poucos que combate a inflação apreciando a moeda nacional

Por Luque, Silber, Luna e Zagha

Valor, 18/05/2022

Criou-se a convicção de que um real forte é positivo para o país. Há um sentido de euforia quando o real se aprecia frente ao dólar, de desânimo quando se deprecia.

Quando o real se aprecia os ganhos são muitos. Os brasileiros podem importar produtos estrangeiros a preços mais baixos. As empresas podem importar máquinas e equipamentos a preços mais baixos. E, já que os preços dos alimentos são determinados em dólares no mercado internacional, seus preços caem em reais, um ganho significativo para o consumidor nacional. Os brasileiros poderão viajar ao exterior a preços mais baixos em reais, acumular ativos no exterior em melhores condições e financiar atividades no exterior a um custo menor. Esses ganhos são consideráveis e valiosos.

Infelizmente, como a economia nos ensina, tudo tem um custo. Obtido de uma maneira artificial, o custo de um real forte se reflete no crescimento.

Um real forte significa que a indústria local deve competir com produtos importados mais baratos, e que as exportações de produtos manufaturados se tornam menos atraentes. O efeito é poderoso. Até os anos 1980 o Brasil era um exportador importante de produtos manufaturados e a indústria doméstica produzia um terço do PIB. A apreciação do real, e sua instabilidade, a partir dos meados dos anos 1990, é um dos principais fatores responsáveis pela desindustrialização do país e pela queda da participação dos manufaturados nas exportações. O impacto sobre o emprego formal foi considerável. A informalidade no mercado de trabalho aumentou a taxas altas.

BC não avalia quanto do investimento externo direto é investimento de fato e quanto é compra de ativos financeiros

E isso é apenas um aspecto do custo. Há outros. O real forte tem dependido de taxas de juros entre as mais altas do mundo. O resultado foi tríplice: primeiro, uma conta de juros que consumiu recursos fiscais que poderiam ter sido utilizados em infraestrutura e outros gastos públicos pro-crescimento. Segundo, uma taxa de juros alta, na maioria dos anos maior do que a taxa de crescimento do PIB, condena a relação dívida/PIB a subir, aumentos que só podem ser contidos com superávits primários ambiciosos.

Terceiro, essa taxa de juros tem atraído capital especulativo que não contribui ao desenvolvimento do país. Uma parte dos juros se destina a remunerar investidores estrangeiros para os quais é lucrativo investir em títulos da dívida pública ou privada. Poucos investimentos no mundo podem competir com a taxa de juros atual a 12,75%.

Quando o real se deprecia essa rentabilidade cai, e quando se aprecia, como foi o caso recentemente, aumenta. Essa rentabilidade atrai capitais do exterior. Muitas empresas, inclusive estatais, se endividam em dólares através de uma sucursal no exterior, e repassam os recursos para as sedes no Brasil.

Infelizmente o Banco Central (BC) não tem analisado o quanto do chamado investimento estrangeiro direto é realmente investimento, e o quanto é aquisição de ativos financeiros que pouco fazem em termos de aportes de capital real ou tecnologia ao país. As indicações disponíveis são que o aporte ao desenvolvimento recente da economia real é negligenciável.

Essas considerações nos fazem tomar consciência que todos os preços não são iguais em termos de efeitos e de como são determinados. Alguns preços têm pouca influência na economia - pense no preço das agulhas. Se o preço das agulhas dobrar muitas costureiras vão sofrer, vão ter que aumentar seus preços, mas é uma parte pequena da economia e o custo das agulhas é uma pequena proporção do custo total da confecção.

Outros preços tem efeitos macroeconômicos. Pense no preço do petróleo, que afeta todos os setores da economia e cujo preço determina os preços de muitos outros produtos. Tanto a taxa de juros como a taxa de câmbio são preços com efeitos macroeconômicos. A taxa de juros tem repercussões no consumo, investimento, pagamentos de juros e evolução da dívida pública. A taxa de câmbio afeta os preços dos produtos transacionáveis, mormente os produtos industriais e agropecuários, e assim a produção do setor industrial e das exportações de produtos industriais.

Em termos da determinação de preços, alguns preços são determinados em mercados competitivos, outros o são em mercados com concorrência imperfeita e alguns preços são determinados administrativamente.

A taxa de juros é determinada administrativamente. Não é um preço que reflete as forças de mercado. É um preço que reflete as opiniões de um grupo pequeno, o Copom, e as percepções desse grupo sobre a evolução da macroeconomia, as opiniões do mercado, as condições externas, e as pressões inflacionárias. É um grupo de pessoas bem assessoradas pelos melhores economistas do país. A economia não sendo uma ciência exata, é inevitável que essas pessoas sejam influenciadas pelas suas convicções e pressões externas.

Uma das maiores pressões é o mandato do BC. Até recentemente o mandato exclusivo do BC era de manter a inflação dentro das metas definidas pelo Conselho Monetário Nacional, CMN. Desde o ano passado o emprego passou a ser uma outra variável a ser tomada em consideração, mas, como a experiência dos últimos meses mostra, o desemprego ainda não teve muito peso nas decisões do Copom. Uma outra fonte de pressão é a ambição crescente das metas de inflação. Enquanto outros bancos centrais estão aceitando que a inflação em anos vindouros será mais alta do que no passado devido aos problemas do lado da oferta, o CMN tem fixado as metas mais ambiciosas desde a introdução da política de metas de inflação.

Para atingir essa meta, o instrumento principal do BC é a taxa de juros. O BC é um dos poucos bancos centrais que combate a inflação apreciando a moeda nacional. O custo à economia real e ao emprego é substancial.

Carlos Luque é professor da FEA- USP e presidente da Fipe.

Simão Silber é professor da FEA-USP

Francisco Vidal Luna é professor da FEA aposentado

Roberto Zagha foi professor Assistente na FEA-USP nos anos 1970 e no Banco Mundial a partir de 1980, onde encerrou a carreira em 2012 como Secretário da Comissão sobre o Crescimento e o Desenvolvimento, e diretor para a Índia.