

## O uso da valorização do real contra a inflação



O governo assumiu nova postura diante da valorização do real: decidiu utilizar o câmbio como mais um instrumento de combate à inflação.

É uma mudança que sobrevém num momento em que o real começa a apresentar uma tendência à desvalorização, depois de ter chegado a R\$ 1,570 por dólar, no dia 27 de abril. Isso é importante, mas não permite que o Banco Central (BC) deixe de intervir para conter a valorização, como vem fazendo há meses.

A pequena desvalorização atual do real nada tem de estranho, pois, se neste ano o saldo acumulado de entradas foi de US\$ 37,1 bilhões, ante US\$ 5 bilhões no mesmo período do ano passado, favorecendo a valorização da moeda nacional, no mês de abril o saldo positivo caiu para US\$ 1,541 bilhão, ante uma média mensal de US\$ 11,8 bilhões no primeiro trimestre.

Esse recuo tem sua origem na conta financeira, que apresentou em abril saldo negativo de US\$ 1,769 bilhão, enquanto a conta comercial tinha saldo positivo de US\$ 3,310 bilhões, graças às exportações, que ultrapassaram a média do 1.º trimestre em 17,5%.

A situação do fluxo financeiro é bem diferente. O saldo negativo se explica por uma redução das entradas de 7,1%, em relação à média do trimes-

tre, e de um aumento de 13,5% das saídas, também em relação à média dos três meses anteriores.

O governo teve sucesso na sua política de restrição à entrada de capitais estrangeiros, mas teve de enfrentar importantes desembolsos que criaram o déficit.

Quais serão os efeitos de uma intervenção menor no mercado cambial? A intervenção custou caro ao Banco Central. Segundo seu presidente, representou um custo líquido de carregamento das reservas internacionais de R\$ 26,6 bilhões no ano passado. Neste ano, em vista de o BC ter expandido sua intervenção, não se limitando à compra à vista, mas comprando a termo e fazendo swap reverso, esse custo será mais elevado.

Há um aspecto que não pode ser esquecido: a necessidade de entrada de capitais estrangeiros para cobrir o déficit das transações correntes, que os Investimentos Estrangeiros Diretos (IEDs) não cobrem, se se deduz a remessa de lucros e dividendos.

Um problema sério é que a retração da intervenção oficial no mercado de câmbio poderá se traduzir numa elevação das importações, em detrimento da indústria nacional, com consequências negativas sobre o nível de emprego e o déficit do INSS. Paralelamente, as exportações poderão cair com a queda do preço das commodities. Seria, pois, melhor reduzir os encargos que pesam sobre as empresas.

**Aguinaldo Diniz**

Presidente da Associação Brasileira da Indústria Têxtil e de Confeção (Abit)



## Efeitos diretos e colaterais da crise americana no Brasil

O tímido avanço da economia dos Estados Unidos desde a grande crise de 2008 reflete-se de modo agudo no comércio bilateral entre sua indústria têxtil e de confecção e a do Brasil. Os números, que não incluem fibra de algodão, são incontestáveis: no primeiro semestre de 2009, tivemos superávit de US\$ 46 milhões, que caiu para US\$ 40,8 milhões em igual período de 2010. Porém, no acumulado entre janeiro e junho de 2011, nos deparamos com déficit de US\$ 53,16 milhões.

Fica muito claro, desde a eclosão do chamado crash do subprime, há três anos, o paulatino esforço da indústria têxtil americana de exportar mais para o atrativo mercado brasileiro: suas vendas saltaram de US\$ 70,10 milhões, no primeiro semestre de 2009, para US\$ 82,59 milhões, no mesmo período de 2010, e US\$ 108,84 milhões, de janeiro a junho de 2011.

Em contrapartida, também considerando o movimento dos primeiros seis meses de cada ano, nossas exportações caíram de US\$ 116,10 milhões, em 2009, para US\$ 55,68 milhões, em 2011, depois de uma tênue variação positiva em 2010.

O possível agravamento da recessão nos Estados Unidos, em decorrência da crise fiscal expressa na fabulosa dívida pública de quase US\$ 15 trilhões, permite supor que, em curto e médio prazos, se mantenha a tendência de contenção das importações e empenho para ampliar as exportações.

Há que se salientar, nesse aspecto, a disciplina e comedimento da população daquele país ante as crises, reduzindo drasticamente suas despesas e racionalizando os hábitos de consumo.

Por outro lado, cabe considerar que os americanos continuam donos da maior economia do planeta. Obviamente, como já demonstraram em outras oportunidades, deverão vencer as dificuldades fiscais, voltando a crescer de modo mais substantivo e, consequentemente, diluindo o valor relativo da dívida em relação ao seu PIB, que representa quase um terço do mundial. Assim é prudente manter responsável otimismo quanto à retomada das tendências históricas do comércio bilateral de têxteis e confeccionados.

À medida que se retrai o grande paraíso comprador de Tio Sam, crescem os olhos dos exportadores sobre o ascendente mercado brasileiro, que, desde 2003, incorporou 53 milhões de consumidores

Mais graves do que as consequências da crise na relação direta com os Estados Unidos são os seus efeitos colaterais: à medida que se retrai o grande paraíso comprador de Tio Sam, crescem os olhos dos exportadores sobre o ascendente mercado brasileiro, que, desde 2003, incorporou 53 milhões de consumidores (estudo "O emergente dos emergentes", da Fundação Getulio Vargas/Banco Interamericano de Desenvolvimento – BID).

Lamentavelmente, como sabemos, numerosas fábricas de têxteis e roupas que vêm assediando os compradores brasileiros localizam-se em países alheios às leis de mercado, aos salários minimamente dignos e às normas da produção limpa. São nações que convertem atitudes política e ambientalmente incorretas em estratégias de comércio exterior.

Somando-se a isso os impostos e juros elevados que pagamos e o câmbio sobrevalorizado que expiamos, a conta é de um déficit de US\$ 2,26 bilhões na balança comercial do setor no primeiro semestre de 2011.

Por isso é urgente a adoção prática das medidas anunciadas pela presidente Dilma Rousseff para mitigar nossas desvantagens competitivas. O tempo pode ser implacável. ■

**Política monetária** Decisão do Copom, que levou juro a 12%, teve dois votos a favor da manutenção da taxa

# Corte de 0,5 ponto no juro põe meta de inflação na berlinda

**Fernando Travaglini, Lucinda Pinto, Eduardo Campos e Mônica Izaguirre**  
De São Paulo

Em uma atitude sem precedentes no sistema de metas de inflação brasileiro, o Comitê de Política Monetária (Copom) surpreendeu até as previsões mais agressivas e decidiu reduzir a taxa Selic em 0,5 ponto percentual, para 12% ao ano. Sob o argumento de que a crise externa começa a afetar o desempenho da economia doméstica, o Copom interrompeu o ciclo de aperto monetário que vigorava desde o início do ano para iniciar, sem qualquer intervalo, um processo de alívio monetário — atitude também inédita, que vai na contramão do gradualismo que, historicamente, marcou a condução da política monetária no Brasil.

A reunião de ontem também foi uma das longas da história: foram quatro horas de discussão. Por fim, o placar apresentado foi dividido: dois diretores do comitê votaram a favor da manutenção da taxa Selic — confirmando o caráter polêmico da decisão.

O corte de juros definido ontem conseguiu surpreender até o “ousado” mercado financeiro, que tradicionalmente busca apostas alternativas ao consenso, em busca de ganhos potenciais. Nos contratos de juros futuros, as apostas de baixa se concentravam em redução de 0,25 ponto. Ou seja, o pregão hoje deve ser bastante movimentado, com espaço para ajustes em todos os contratos.

A expectativa é que os vencimentos de curto prazo se ajustem para baixo, captando não só a decisão de ontem, mas, também, colocando no preço a percepção de que a taxa cai, ainda mais, até o fim do ano. Já nos contratos de longo prazo, a tendência é de alta das taxas, em uma atitude típica dos momentos em que o mercado põe em dúvida o compromisso do BC com o cumprimento da meta de inflação. A queda de agora, que surpreendeu, aumenta a incerteza quanto ao comportamento da inflação no futuro. Se o quadro que se espera é de incerteza, o mercado pede mais prêmio para emprestar dinheiro.

No comunicado divulgado após a reunião, o Banco Central mostrou que acredita em um cenário externo muito mais difícil do que o imaginado anteriormente, com possibilidade de uma recessão global ou de um duplo mergulho. Na avaliação do economista do Santander, Cristiano Souza, a autoridade monetária sinalizou um pessimismo maior até do que o previsto pelo mercado. “Esperávamos que o corte da Selic acontecesse mais para frente, em novembro. O BC está com um cenário mais pessimista que o nosso e talvez que o mercado inteiro”, disse Souza.

Souza não vê um momento tão ruim para o mundo, mas só uma visão extremamente pessimista do BC justificaria um movimento tão brusco na taxa. Souza lembra que os efeitos da política monetária têm um atraso de seis a nove meses sobre a atividade. Assim, o BC estaria prevendo que os efeitos da crise internacional poderiam atingir a atividade doméstica no mesmo momento em que os efeitos da alta de 1,75 ponto percentual do primeiro semestre estariam com mais intensos, diz Souza.

Para o ex-diretor do BC e atual estrategista da Tandem Global

Partners, Paulo Viera da Cunha, a opção do Copom foi “precipitada” e tornará o esforço da autoridade monetária para colocar inflação na trajetória da meta ainda mais difícil. “Essa decisão é um equívoco. O lado real da economia está desacelerando, mas não acredito que esse impulso monetário vá ajudar”, afirma, lembrando que o crédito ainda aquecido, o reajuste do salário mínimo previsto para 2012 e a expansão fiscal devem continuar alimentando a inflação. “Acho que a situação da inflação no início de 2012 vai se complicar ainda mais”, afirma. Viera da Cunha observa que há uma clara preocupação do BC com a transmissão da fraqueza da atividade global, mas que essa postura é “exagerada”. “O presidente do Fed, Ben Bernanke, já afirmou que o cenário da atividade americana é fraco, mas não é nada fora do previsto, nada que justifique mais estímulos monetários”, observa. “O nosso BC foi precipitado. Está fazendo uma aposta de que a retração da economia vai ajudar a derubar a inflação, mas essa é uma aposta difícil. A probabilidade não está do lado deles”, afirmou.

Para o estrategista do Banco Nomura, Tony Volpon, ao decidir cortar a taxa de juros em 0,5 ponto, o Copom mostrou ter cedido a pressões políticas e, com isso, “jogou a meta de inflação para o espaço”. “Agora, a perspectiva de a inflação convergir para a meta ficou para 2013, ou sabe Deus quando”, afirmou. Para ele, os argumentos usados pelo comunicado do Copom,

divulgado após a reunião, mostram que o BC está trabalhando com um cenário parecido com o de 2008 — quando a crise financeira fez a liquidez global “secar” e impôs ações de alívio monetário e fiscal pelos governos. Mas, em sua avaliação, o mundo não vive uma situação sequer parecida com a assistida naquele momento. “As commodities não estão caindo, as bolsas estão se recuperando, enfim, não há uma crise como a de 2008”, afirma.

Para Inês Filipa, economista-chefe da corretora Icap, a decisão, além de surpreendente, foi equivocada. “Não acho que o cenário externo vai ser tão desafiador e desinflacionário, a não ser que tenhamos uma piora da crise, que não é o meu cenário principal”, disse. “A decisão foi um equívoco. As expectativas devem piorar. Não sei o que esperar da próxima reunião, pois não há histórico para que eu possa comparar”, disse.

Em 2008, continua Filipa, a queda ocorreu após a queda do Lehman Brothers, que levou a uma forte desaceleração da economia brasileira, agravada por problemas com derivativos cambiais. “Hoje não há um cenário internacional tão ruim que impacte o Brasil tão fortemente e que contribua para trazer a inflação à meta”, disse.

A conclusão da economista é que o BC hoje olha apenas para o crescimento da economia. “Ele diz que tem que trabalhar com regime de metas, mas o foco parece ser o PIB”, completa Filipa.

# Para ex-BC, ajuste fiscal ainda precisa ser comprovado

Tanto Franco quanto Candiota apontam gasto do governo como vilão da economia

O cenário turbulento em relação ao endividamento das economias desenvolvidas e o desafio de manter a atividade doméstica controlando a inflação coloca o Banco Central brasileiro em uma sinuca de bico que deve dar alívio a quem já deixou a organização. Tanto Gustavo Franco, ex-presidente do BC, quanto Luiz Augusto Candiota, ex-diretor do órgão, têm restrições em falar diretamente sobre condução de política monetária, mas fazem avaliações macroeconômicas que dão alguma sinalização sobre o entendimento para o mercado interno. Nos dois casos, o alerta aponta para o controle dos gastos públicos, tirando o peso apenas do ajuste baseado em juro básico.

Para Franco, a turbulência atual é causada pelo fato de os países centrais não contarem mais com instrumentos, tanto de política fiscal quanto de política monetária, para provocar um aquecimento da economia. “O Federal Reserve (BC americano), por exemplo, foi bem sucedido em evitar tragédias na crise de 2008. Agora, fazer a economia crescer é outra coisa e a política monetária não consegue promover isso sozinha”, pondera, sobre a economia americana.

Do lado fiscal, no entanto, os países também estão em situação complicada. Segundo ele, em 2007, havia US\$ 4,4 trilhões em títulos públicos emitidos no mundo — um dos instrumentos usados pelos governos para financiar seus gastos —, o que passou a US\$ 7,8 trilhões em 2011, um crescimento de 77,27%.

Em relação ao Brasil, Franco diz que a situação macroeconômica abre oportunidade para se discutir os temas contas públicas e da taxa Selic elevada. “O juro alto é o que nos deixa ter finanças públicas de Grécia sem sentir as consequências disso”, afirma o economista, reforçando que o ju-

## BRASIL

### Política fiscal

Gestor da Rio Bravo acredita que medidas tomadas — corte do orçamento e elevação do superávit — são inócuas.

## ESTADOS UNIDOS

### Fed

Para Franco, na reunião deste mês, se tiver novidade, estará ligada à redução da curva de juro de longo prazo, de dois anos.

## MUNDO

### Atividade

O gestor diz que o momento atual não é de crise nem de recessão, porque não há queda de PIB, apenas crescimento menor.

ro alto no Brasil é um problema fiscal, decorrente de altos gastos do governo, que toma “medidas inócuas” para conter este problema.

Esta semana, o ministro da Fazenda, Guido Mantega, anunciou a elevação da meta do superávit primário (resultado antes do pagamento de juros do governo central) em R\$ 10 bilhões, para um total de R\$ 127,9 bilhões — segundo o ministro, um corte de gastos do governo para abrir espaço ao corte da taxa básica de juro. “Temos de elevar o superávit primário para 8% do Produto Interno Bruto para ter situação fiscal de primeiro mundo”, rebate Franco, o que seria dobrar o percentual atual.

Para se ter uma ideia, cálculos do economista Jason Vieira, da Cruzeiro do Sul Corretora, mostram que deveria haver um corte de 4,25 ponto percentual na taxa Selic para o Brasil sair da liderança no ranking mundial de maiores pagadores de juro. Neste caso, o Brasil perderia apenas para a Hungria.

Para Candiota, o cenário interno e externo ainda pede prudência do BC e do governo. “É preciso muita humildade para interpretar cenários, sem decisões afoitas. Temos inflação corrente ainda elevada, ajuste fiscal a ser comprovado e um cenário externo a ser digerido”, considera. Para ele, não há convicção de que este seja o momento de reduzir a taxa básica de juro. ■ F.F. e M.L.F.