

Mundell, amadores e profissionais

Gustavo H. B. Franco

A diferença entre profissionais e amadores quando se trata de análises macroeconômicas de economias abertas, especialmente no quesito juros e câmbio, pode ser estabelecida de uma forma muito simples: os primeiros leram a obra de Robert Mundell ao menos na graduação e, com frequência, voltaram a ela com grande profundidade na pós-graduação.

Um amador típico é aquele que se fartou de propagar receitas peremptórias sobre regimes cambiais nos últimos anos, mas que só descobriu Mundell quando o Nobel de Economia para 1999 foi anunciado e a escolha teve de ser repercutida entre os entendidos.

Muitos analistas amadores se divertiram muito antes de janeiro de 1999, quando tinham opiniões que fariam corar o mestre Mundell, mas não era possível colocar essas teorias em teste. Agora, com a desvalorização e um regime de taxas de câmbio flutuante, uma mobilidade de capitais um pouco menos mitigada e uma nova política monetária, é possível verificar o que se dizia, identificar alguns erros grosseiros e entender melhor como as coisas funcionam hoje.

Recentemente, uma análise caracteristicamente amadora, que vamos deixar apócrifa, explicava o seguinte: "*A combinação entre sobrevalorização cambial e juros internos estratosféricos, do regime cambial anterior, fez o Brasil dobrar o seu passivo externo nos últimos anos para algo como 50% do PIB. Com a desvalorização e o câmbio flutuante, o Brasil ... está fazendo o caminho de volta ... reduzindo sua vulnerabilidade externa, melhorando a balança comercial, o déficit em conta corrente*".

O velho Mundell, assim como diversos de seus seguidores, teriam amplas razões para implicar com análises desse jaez. É curiosa (além de emocional e politizada) a maneira de ver o regime anterior. Fora das situações de crise, nas quais ambos os regimes produzem taxas de juros estratosféricas, as diferenças em juros não são tão impressionantes: no primeiro semestre de 1997, por exemplo, antes da crise asiática, tínhamos uma taxa SELIC oscilando em torno de 21% com um IGPM e um IPCA entre 7% e 8%. Tanto a inflação quanto os juros vinham caindo, na expectativa de melhores resultados fiscais, e tínhamos um "cupom cambial" atrativo e alinhado com o *Yield* dos *Bradies* e com os juros das NTNs cambiais.

Hoje, com a SELIC em 19% temos um IPCA de 5,7% e um IGPM de 13,5%. O juro real não é tão diferente, mas o "cupom cambial" é muito menor, o desalinhamento entre NTNs e Yields dos *Bradies* é total e a arbitragem coberta é muito mais cara.

Muitas análises superficiais do antigo regime argumentavam que, com a flutuação, ninguém mais deveria se preocupar com o "cupom cambial", o que,

basicamente, era e continua sendo uma tolice. A mudança de regime não revoga a mobilidade de capitais. Toda a engrenagem da arbitragem continua a funcionar do mesmo jeito que sempre funcionou, a diferença sendo, de um lado, o custo (mais que a mecânica) do "hedge", diante da endogenia e maior variância tanto do "spot" quanto dos futuros e, de outro, a má vontade do BC em fornecer cobertura para arbitragens ("hedge"), o que só faz quando as coisas apertam.

Portanto, no capítulo das comparações, deve ser claro que o juro real está mais ou menos a mesma coisa, e o tal do "cupom" continua vivo e, desta vez, baixo e ocasionando fugas de capital de todo o tipo e pressão sobre o "spot", que vai continuar até onde a vista alcança, e vai se acentuar ainda mais se a queda dos juros prosseguir.

Com isso tende a se manter a mega-desvalorização, ou a mega-sub-valorização. O velho Mundell era do tipo que dizia que, no longo prazo, a moeda é neutra e as taxas de câmbio são dadas pela PPP (paridade de poder de compra). Estudos de todo tipo parecem corroborar a tese da PPP, embora também apoiando a conjectura que a convergência é sempre lenta. Nós vínhamos convergindo para a linha de PPP "por baixo", até janeiro de 1999, e estávamos 12% "abaixo do par", nada de se assustar, quando veio a "banda diagonal endógena" e a aventura começou.

Hoje, estamos 25% "acima do par" e a pergunta é que tipo de distorção pode produzir uma sub-valorização deste tamanho, especialmente se for duradoura. Basta imaginar o seguinte: uma empresa não competitiva quando o câmbio está com 10% de sub-valorização se torna um aprendiz de dragão com 25% de sub-valorização. Vai alocar recursos para uma atividade que não é a sua praia, e assim a taxa de câmbio estaria cumprindo o seu papel histórico de acobertar a incompetência, pois funciona exatamente como uma tarifa protecionista. É provável que os incentivos que hoje existem para o crescimento da produtividade se reduzam, o que é uma péssima notícia. Se houver um realinhamento, por qualquer motivo, esses falsos dragões vão todos para o vinagre e, novamente, vários dirigentes da FIESP vão protagonizar cenas de malcriação em público.

Outra distorção que a sub-valorização poderia provocar, em tese, é a redução exagerada do déficit em conta corrente. Apenas em tese. O amador, aqui como o de qualquer parte do mundo, é na essência, um mercantilista: morre de medo de déficit em conta corrente, acha que a balança comercial é um indicador de pujança econômica e não sabe que o déficit em conta corrente corresponde exatamente à diferença entre investimento e poupança doméstica, como ensinava o professor Mundell. O analista amador quer ver o déficit em conta corrente zerado, o que é uma bobagem. Dificilmente isso ocorreria no Brasil, mesmo com o câmbio indo para os píncaros, pois a tendência das taxas de poupança doméstica e de investimento é de se mover na mesma direção. Países emergentes podem permanecer um século inteiro em déficit: se o objetivo da política for eliminá-lo, estamos fritos, vai ser com crescimento negativo ou câmbio ultra subvalorizado, inflação e piora na distribuição de renda.

Aliás, não é preciso alongar-se sobre esse último tema: com desvalorizações mensais de 3% a 5% e recuperação da economia, a inflação vai voltar, os salários vão cair. O tamanho da inflação reprimida já se faz visível, apenas em parte, na diferença entre a inflação pelos IPAs e pelos IPCs. Se a inflação chegar nos IPCs, vai ser difícil reverter. A experiência mostrou que a recaída é sempre pior que a doença original.

Por último, um detalhe numérico sobre o que disse o nosso amador apócrifo sobre o passivo externo brasileiro, que estaria ultrapassando 50%. Os dados mostram que a dívida externa como percentagem do PIB moveu-se de 33,9% do PIB em 1993 para 34,7% do PIB em 1999, tomando como base o PIB em dólares ajustado pela PPP. Em dólares correntes a razão teria diminuído de 74% em 1993 para 40,4% em 1998. Não é de se estranhar que a dívida externa não tenha aumentado significativamente nesses anos, pois os déficits em conta corrente não foram elevados e a parcela financiada por investimento direto cresceu consistentemente ao longo de todo o período, possivelmente chegando perto de 100% em 1999.

Nenhuma escolha poderia ter sido mais oportuna para o Nobel de 1999.