

KUPFER, D. O Real Valor do Dólar. *Valor Econômico*, Rio de Janeiro, 27/05/2009.

O Real Valor do Dólar

27/05/2009

Nos últimos 10 anos, o Brasil vem vivendo sob um regime macroeconômico apoiado em um tripé formado por "metas de inflação", "superávit fiscal" e "câmbio flutuante". Nesse regime, o Banco Central cuida dos preços, tarefa que vem se desincumbindo com inegável sucesso por meio de um manejo extremamente conservador da política monetária, que em mais de uma ocasião implicou oportunidades perdidas de aceleração do crescimento econômico nacional. A segunda perna do tripé, a meta de superávit primário, vem sendo igualmente gerida a ferro e fogo pela Fazenda, que se mostrou bem-sucedida em assegurar a disciplina fiscal requerida para colocar a relação dívida/PIB dentro de faixas consideradas saudáveis pelos economistas, a despeito da acumulação de crescentes passivos na esfera social. Mas nesse arranjo de gestão macroeconômica, a quem cabe a responsabilidade de cuidar da terceira perna, a taxa de câmbio? Assim como as metas de inflação ou de superávit fiscal podem ser, e foram, flexibilizadas em determinadas circunstâncias, a juízo dos responsáveis pela política econômica, nível ou volatilidade do câmbio não podem ficar totalmente à margem das preocupações dos responsáveis pela condução da economia. Ou será que, a despeito da complexidade da nossa economia, alguém acredita na tese de que o câmbio no Brasil seja de fato flutuante e não sofra nem deva sofrer qualquer tipo de intervenção da autoridade econômica?

A nova onda de rápida e intensa valorização do real frente a dólar, que já aponta para o iminente rompimento do piso de R\$ 2 por dólar que se imaginava valer para taxa cambial pós-crise internacional, sugere que a trajetória da taxa de câmbio no Brasil reflete muito mais que os possíveis resultados dos diversos fluxos de divisas que atravessam o balanço de pagamentos. É fato que as notícias que chegam nesse final de maio são sugestivas de uma inflexão nas contas externas brasileiras, que voltam a exibir números positivos mais cedo do que imaginavam os mais otimistas dentre os especialistas ao final de 2008. De um lado, registre-se o desempenho da balança comercial, cujo saldo acumulado no ano supera em muito (26%) o de igual período de 2008, embora esse resultado decorra de uma brutal contração de mais de 30% no total das importações, ante uma redução de só (!) 12% das exportações. Também pode-se mencionar o superávit da conta de transações correntes em abril último que, embora pequena (US\$ 146 milhões), foi o primeiro resultado positivo em 18 meses. Ou ainda, a entrada de capital de risco, que atingiu US\$ 3,8 bilhões em abril, quase repetindo o valor alcançado há um ano. Entretanto, embora seja cedo para afirmar, provavelmente o comportamento experimentado pelo real nos últimos dias está refletindo o grande volume de ingressos de investimentos de portfólio em busca das oportunidades de arbitragem disponíveis no mercado de capitais brasileiro, que ocorre com indesejável frequência.

Qual deve ser o valor correto da taxa de câmbio é pergunta muito difícil de ser respondida,

até porque a teoria econômica ainda está muito longe de conseguir modelar o enorme número de variáveis intervenientes na questão. O que se pode afirmar sem erro é que, do ponto de vista das atividades produtivas, a taxa de câmbio interfere diretamente sobre as variáveis-chave do desenvolvimento industrial: investimento, exportação e tecnologia.

A experiência histórica mostra que no Brasil, assim como em outros países em desenvolvimento com características estruturais semelhantes às nossas, uma taxa de câmbio supervalorizada obriga a indústria a adotar estratégias de curto prazo de sobrevivência, optando por reestruturações organizacionais ou de linhas de produto que permitam respostas rápidas em termos de redução de custos que são, em geral, minimizadoras de investimentos em ativos tangíveis e, mais ainda, em intangíveis.

Se duradoura, a valorização cambial joga a estrutura produtiva em um processo de especialização no qual, dentre os bens comercializáveis, apenas os setores de alta competitividade internacional, que conseguem manter as exportações, conseguem preservar dinamismo suficiente para disparar novos planos de investimentos. Os setores mais dependentes de mercado interno tendem a perder fôlego em vista das vantagens competitivas que o dólar barato confere aos produtos importados, aumentando as incertezas quanto ao retorno econômico das atividades, reforçando a trajetória de especialização estrutural.

Nesses quadros de alta valorização cambial, um importante papel indutor de desenvolvimento econômico que pode ser exercido pelas exportações, o de gerar ou absorver oportunidades de diversificação da produção local com base no aprendizado obtido com a exploração dos mercados internacionais, vê-se muito dificultado, para não dizer interrompido, reforçando a rigidez da estrutura produtiva sobrevivente. Mas cabe ter presente que um regime macroeconômico com predominância de uma taxa de câmbio excessivamente desvalorizada também tende a impor pesados custos à expansão da atividade industrial, pela perda de dinamismo macroeconômico decorrente da redução do poder real de compra dos salários, pelo encarecimento relativo dos bens de investimento, pelas dificuldades de integração intra e inter-industrial das atividades exportadoras ou ainda pelo desestímulo trazido pela redução do acesso às tecnologias incorporadas disponíveis no mercado internacional.

Nesse momento em que mesmo os analistas mais críticos do ativismo contracíclico do governo na ampliação dos gastos visando mitigar os efeitos da crise internacional reconhecem que o cenário fiscal para os próximos anos é benigno, e que mesmo os críticos mais ferrenhos da política monetária concordam que a trajetória de redução da taxa de juros é um dado da realidade, cabendo discussão só quanto à velocidade do processo, parece legítimo insistir que o grande tema do debate econômico deva ser sobre qual a política cambial mais consistente para o desenvolvimento da economia do país. Em vista dos fartos indícios de que o valor do dólar deva ser maior do que a média histórica desses últimos 10 anos, muito além de um debate já desgastado em torno dos efeitos positivos do dólar barato para estabilização e do dólar caro para o crescimento, cabe rever o regime macroeconômico para que algum grau de manobra na gestão da taxa cambial seja recuperado pelos formuladores da política econômica.

David Kupfer é professor do Instituto de Economia da UFRJ e coordenador do Grupo de Indústria e Competitividade (GIC-IE/UFRJ – www.ie.ufrj.br/gic - gic@ie.ufrj.br)