

KUPFER, D. O Dólar Furado. *Valor Econômico*, Rio de Janeiro, 19/08/2009.

O Dólar Furado

19/08/2009

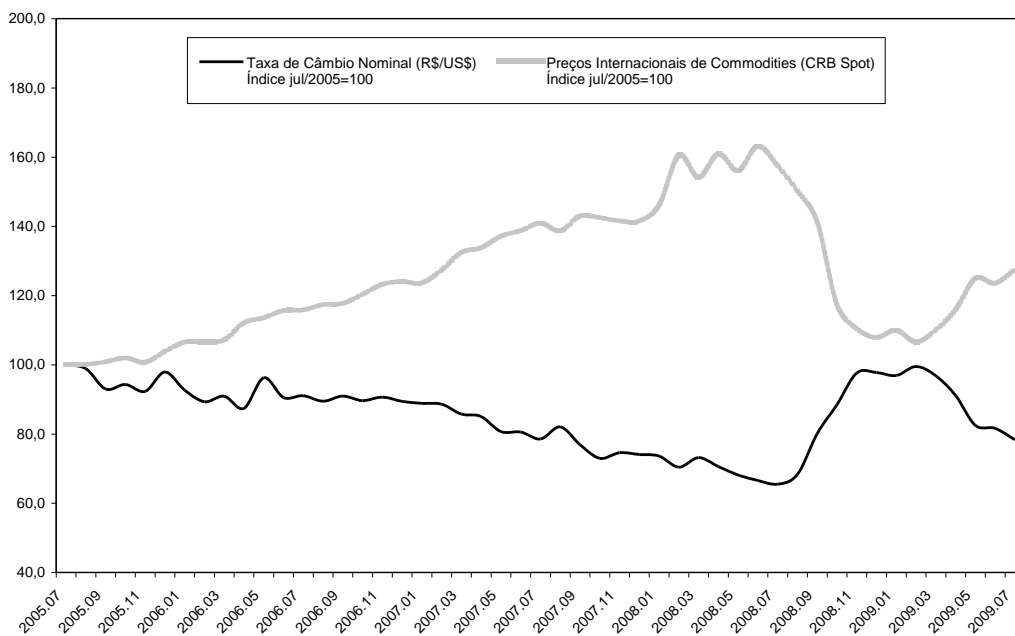
Mais rápido no gatilho do que o protagonista do clássico filme de western spaghetti que serviu de inspiração para o título dessa coluna, a taxa de câmbio brasileira girou sobre si mesma e disparou de volta aos níveis preocupantes de apreciação que prevaleciam no período pré-crise. De fato, entre janeiro e julho de 2009, o dólar desvalorizou-se ante o real em mais de 20%, enquanto que, em comparação com uma cesta de moedas de outros países, a queda foi de apenas 4%, desautorizando os argumentos simplistas que tentam minimizar o problema da valorização do real, atribuindo-o à perda de valor da moeda norte-americana. Para muitos analistas, ao contrário, o atual valor do dólar, na casa de R\$ 1,85, já corresponde a uma taxa de câmbio real efetiva comparável ou mesmo inferior a que vigorava em meados de 2008, razão pela qual a atual rodada de apreciação cambial é, fundamentalmente, um problema brasileiro, talvez a mais grave distorção apresentada pela economia do país nesse momento, e assim deva ser encarada pelos formuladores da política econômica nacional.

Essa insistência da taxa de câmbio em testar seu piso levanta uma série de dúvidas sobre as verdadeiras origens dessa tendência. Desde 2004, quando o atual ciclo de valorização do real se consolidou, não é possível desvincular o comportamento da taxa de câmbio e dos preços em dólares dos produtos básicos agrícolas, minerais, metálicos e energéticos fixados nos respectivos mercados internacionais. O gráfico mostra uma correlação (negativa) quase perfeita entre os preços internacionais de commodities, medido pelo índice CRB Spot, divulgado pela Commodity Research Bureau, e a taxa de câmbio nominal no Brasil nos últimos anos. Normalmente, a explicação para essa sincronia se apoia no sinal e na intensidade dos fluxos comerciais e financeiros que entram ou deixam o Brasil, que regulam a abundância ou a escassez de divisas no balanço de pagamentos. Dessa forma, uma apreciação cambial refletiria um comportamento favorável dos saldos da conta corrente derivado do crescimento das exportações líquidas (exportações menos importações) ou um aumento da entrada líquida de capitais, seja para investimentos diretos, seja em busca dos ganhos de arbitragem proporcionados pelas elevadas taxas de juros praticadas no país.

A aplicação desse raciocínio ao componente comercial sugeriria que os altos preços dos produtos exportados pelo país estariam inundando a economia com divisas, deprimindo o valor do dólar. No entanto, quando se busca correlacionar taxa de câmbio e saldo comercial não se consegue estabelecer uma correspondência muito nítida entre essas variáveis. Basta verificar o comportamento recente da balança comercial, pois o fato de o saldo ter entrado em trajetória de queda entre 2006 e a eclosão da crise em 2008 não somente não interrompeu a tendência a valorização do real como sequer impediu que ela se acelerasse. Essa ausência de sincronia fica ainda mais nítida nesses primeiros meses de 2009 pois as exportações ainda estão bastante contraídas e o saldo comercial não dá mostras de crescimento significativo.

Se a possível influência do índice CRB sobre o câmbio pelo canal direto da receita dos exportadores não se sustenta empiricamente, cabe ao canal financeiro realizar essa tarefa, posto que correlações empíricas tão robustas dificilmente podem ser atribuídas meramente a coincidências. Nesse caso, o índice CRB pode ser visto como algo análogo a um indicador antecedente da capacidade de pagamentos da economia brasileira, especialmente das grandes empresas do país que, como sabido, são pesadamente baseadas em exportações de commodities agrícolas ou metálicas. Com isso, o aumento dos preços das commodities nos mercados mundiais é entendido pelo sistema financeiro internacional como um aumento da capacidade de endividamento do país, influenciando diretamente o risco Brasil e o valor dos ativos denominados em reais. Resultado: as empresas brasileiras conseguem aumentar o seu endividamento em dólares enquanto a entrada de capital igualmente aumenta, seja pelo investimento direto em busca dos projetos de commodities que prometem maior rentabilidade, seja nos mercados de ações, que no Brasil são dominados por papéis associados a esses setores, seja para os mercados de títulos, que se tornam menos arriscados. É interessante observar que a própria tendência de valorização do real, na justa medida em que vai se fazendo dominante, também leva a uma menor volatilidade do câmbio, tornando ainda mais atrativo o carry trade. Certamente, é esse fato que está explicando a rápida apreciação que o real vem experimentando, pois mesmo a redução da taxa Selic promovido pelo Banco Central nos últimos meses não está impedindo que o menor diferencial entre os juros domésticos e internacionais, quando ajustado pelo risco-país e pela volatilidade do câmbio, ambos decrescentes, esteja ainda tão ou mais atrativo que antes.

Se é assim, não é a valorização do câmbio que está forçando a especialização da economia brasileira na produção de commodities; é a especialização em commodities que está valorizando a taxa de câmbio ao sabor dos eventos, em grande parte especulativos, que vão ditando os rumos dos mercados financeiros globais. Nesse quadro tão preocupante, não há uma fórmula mágica que as autoridades econômicas possam adotar que possibilite a correção do problema do câmbio valorizado do dia para noite. O problema é grave mas, por ter uma clara dimensão estrutural, requer políticas voltadas para o seu enfrentamento também a longo prazo. Os tantos erros de política econômica acumulados no passado, infelizmente, estão deixando mais distantes as chances de que o país consiga escapar tão cedo da armadilha cambial em que se meteu.



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)