

KUPFER, D. É pelos 20 centavos sim!. *Valor Econômico*, Rio de Janeiro, 08/12/2014.
Disponível em: <https://valor.globo.com/opinia0/coluna/e-pelos-20-centavos-sim.ghtml>

É pelos 20 centavos sim!

08/12/2014

A coluna passada, “O Cambio e o Saldo”, de 10 de novembro último, enfocou os impactos da trajetória da taxa de câmbio sobre as decisões de produção dos agentes econômicos. Sugeriu-se que quanto mais volátil for essa trajetória, menores em grau ou mais lentos em ritmo serão os seus efeitos sobre essas decisões devido ao fato primordial de que para bens comercializáveis as expectativas quanto ao nível futuro da taxa de câmbio são mais relevantes do que o seu nível corrente.

Nesta coluna, a reflexão é direcionada para a relação entre a trajetória da taxa de câmbio e as decisões de investir. Embora o fator expectacional mantenha a sua primazia, é importante ter claro que tratar do investimento requer um quadro analítico mais amplo. Em primeiro lugar, o cálculo econômico deixa de se referir apenas a valores correntes e esperados de custos e receitas e passa a refletir também valores presentes e futuros dos diferentes ativos envolvidos na formação de capital, alargando os horizontes temporais e aumentando as exigências dos agentes em termos do grau de confiança na economia.

Em segundo lugar, enquanto nas decisões de produção a volatilidade do câmbio afeta mais intensamente os bens comercializáveis, nas decisões de investimento seu alcance recai sobre a totalidade da economia. Isso porque todo e qualquer investimento engloba um conjunto de bens de capital que, sendo comercializáveis, podem e, pelo menos em parte, são importados pelo país.

As decisões de investimento concentram-se em reestruturação patrimonial

Em terceiro lugar, a decisão de investimento é tomada em módulos e, portanto, é mais indivisível, mais irreversível e mais crucial para o sucesso dos negócios do que as decisões de produção. A imprevisibilidade quanto à taxa de câmbio futura afeta a estimativa do custo do investimento e tende a provocar uma preferência por adiar a aquisição do ativo à espera de que mais à frente fique mais claro para qual valor a taxa de câmbio está efetivamente rumando. É a chamada preferência pela flexibilidade.

A preferência pela flexibilidade ajuda a explicar porque no Brasil as decisões de investimento concentram-se em operações de reestruturação patrimonial que aumentam a eficiência do capital já imobilizado em detrimento de investimentos em ativos realmente novos (greenfield), que teriam impacto muito maior sobre a produtividade e o dinamismo da economia. Essa é a essência da hipótese da rigidez estrutural que há anos sustento como a maior mazela enfrentada pelo sistema produtivo brasileiro. Vem daí, por exemplo, uma possível razão para o aparente paradoxo representado pela convivência de um nível de utilização da capacidade instalada relativamente alto (81,5% cf. CNI, média do primeiro semestre de 2014) com o quadro de virtual estagnação exibido pela economia brasileira no

período.

Sem pretender sequer arranhar os termos do debate que a teoria econômica reserva para o processo de formação de expectativas, é possível delinear uma explicação. Olhando para trás, percebe-se que nos quatro últimos anos está em curso uma trajetória de desvalorização do real em relação ao dólar em degraus de aproximadamente vinte centavos ao ano. Esse processo não é linear, havendo um overshooting de outros quinze centavos que, por sua vez, é revertido dentro de cada período. Esse movimento pode ser depreendido simplesmente da análise da evolução dos valores das médias móveis de 6 meses e dos máximos das taxas de câmbio nominais nesses intervalos tomando-se como referência o final do mês de junho de cada ano, a saber: em 2011, R\$ 1,61 e R\$ 1,67; em 2012, R\$ 1,87 e R\$ 2,02; em 2013; R\$ 2,05 e R\$ 2,22 e em 2014, R\$ 2,28 e R\$ 2,43.

No entanto, a despeito dessa trajetória, os agentes se baseiam em um modelo expectacional que associa aumento da inflação hoje com valorização do real amanhã, pois entendem que a âncora cambial ainda é parte ativa da estratégia de estabilização monetária. Por isso, quando vêem a inflação em ascensão, antecipam que o real irá se valorizar (via aumento da taxa de juros) e passam a exercer a preferência pela flexibilidade. Resultado: as decisões de investimento são adiadas em toda a economia, incluindo as atividades de serviços nas quais as decisões de produção podem ser mais imunes à volatilidade do câmbio, mas não as de investimento.

Essa (falta de) dinâmica é particularmente preocupante diante do fato de que o ciclo de investimento em andamento na economia brasileira está apoiado na expansão da infraestrutura sendo, portanto, muito capital-intensivo e envolvendo muita tecnologia incorporada nos bens de capital. Estrategicamente, isso implica perceber que para retomar uma taxa mais robusta de investimento não basta lubrificar os circuitos regulatórios e de financiamento que vem travando a aceleração dessas obras. Se as indústrias fornecedoras não lograrem reverter mesmo que parcialmente o hiato de competitividade que se acumulou nos últimos anos, e principalmente, não intensificarem o ritmo de inovação, as pesadas importações de bens de capital poderão contaminar o processo de investimento com o vírus da preferência pela flexibilidade.

Nesse ponto, cabe lembrar as manifestações de junho de 2013 cuja irrupção foi motivada – o que não quer dizer explicada - pelo aumento de vinte centavos de real nos preços das passagens de ônibus. Com relação à taxa de câmbio, cabem manifestações similares em favor de uma condução mais decidida da política cambial. É pelos vinte centavos sim! Ironias à parte, feliz ano velho para todos nós.

David Kupfer é professor licenciado e membro do Grupo de Indústria e Competitividade do Instituto de Economia da UFRJ (GIC-IE/UFRJ) e assessor da presidência do BNDES. Escreve mensalmente às segundas-feiras. E-mail: gic@ie.ufrj.br. As opiniões aqui expressas são do autor e não necessariamente refletem posições do BNDES.