

## O dólar a R\$ 2 - em que sentido o real está apreciado?

**Francisco Eduardo Pires de Souza** é professor do Instituto de Economia da UFRJ e assessor da diretoria do BNDES

VALOR - 05/04/2007

Nos últimos dias, o dólar aproximou-se da marca psicológica de R\$ 2. Quando, no segundo semestre do ano passado, a cotação passou a oscilar próxima da casa dos R\$ 2,20, muitos analistas passaram a negar que isto trouxesse problemas para a economia. Afirmavam que as empresas já haviam se adaptado à realidade do novo nível "de equilíbrio da taxa de câmbio". O significado desta "adaptação" é algo que merece uma discussão à parte. Mas independentemente disso, o fato é que o "equilíbrio" a R\$ 2,20 já foi deixado para trás e a pressão por mais apreciação continua - basta ter em conta que as quedas recentes têm-se dado a despeito de fortes compras por parte do Banco Central.

Não é fácil e, muito menos, desprovido de ambigüidade e controvérsia o exercício de avaliar o grau de apreciação/depreciação real de uma moeda. Uma grande dose de subjetividade é inerente à tarefa. Mas tampouco é possível evadir esta desconfortável situação recorrendo à objetividade do mercado. A taxa de câmbio determinada pelo mercado, num regime de câmbio flutuante, não é um preço semelhante ao de outras mercadorias, com cujo nível não devemos nos preocupar, por estar refletindo (eventualmente corrigindo) as condições presentes na economia. E isto por pelo menos duas poderosas razões.



Primeiro, porque a taxa de câmbio é o preço de um ativo (a moeda estrangeira) e, enquanto tal, tem um valor que depende do retorno esperado do investimento neste ativo. Este, por sua vez, é influenciado tanto pelas taxas de juros, como por uma multiplicidade de fatores que afetam a visão dos investidores acerca do valor futuro da moeda estrangeira. O dilema aqui é que a taxa de câmbio é, ao mesmo tempo, um dos principais preços da economia - crucial para determinar sua competitividade externa. Ocorre, entretanto, que o preço que equilibra o mercado do ativo moeda estrangeira pode se distanciar muito daquele que é adequado do ponto de vista da competitividade externa da economia a médio e longo prazos.

Em segundo lugar, porque os governos têm um peso decisivo na formação da taxa de câmbio, não apenas através das intervenções no mercado, mas, também, e sobretudo, através do efeito de suas políticas (monetária, fiscal e de comércio exterior). Portanto, a taxa de câmbio de equilíbrio é aquela que o mercado determina dada a política econômica em vigor. Com uma política diferente, a taxa de equilíbrio seria outra - em alguns casos muito diferente.

Tendo em conta estas características específicas do mercado de moeda estrangeira, torna-se legítimo falar de taxa de câmbio apreciada (ou depreciada) mesmo que ela esteja refletindo o equilíbrio do mercado em determinado momento. Para tentar mensurar este fenômeno, os economistas têm usado vários métodos.

Uma das práticas mais comuns consiste em comparar a taxa de câmbio real atual com seu valor em algum momento no passado, quando supostamente estaria em equilíbrio. É comum comparar-se com o valor imediatamente anterior ao lançamento do Plano Real. Por este critério - usando o mês de junho de 1994 como base, e o IPCA como deflator dos preços domésticos -, a taxa de câmbio real estaria 5,4% abaixo do equilíbrio.

Outra comparação bastante popular tem sido com a média histórica da taxa de câmbio real desde 1988 (a data inicial corresponde ao início da série que o Banco Central tem disponibilizado e atualizado mensalmente em seu site). Por este segundo critério, o resultado não é muito diferente do anterior: a taxa de câmbio real média do período equivaleria a uma cotação de R\$ 2,16 aos preços de hoje.

Um problema com os resultados acima é que a base de comparação não é muito adequada quando se pensa na competitividade da economia brasileira em relação ao resto do mundo, tal qual refletida no comportamento de nossas exportações. Isto pode ser verificado através de um exercício simples, que consiste em construir uma série histórica do quociente do índice de volume das exportações brasileiras pelo índice de volume das exportações mundiais. Com este procedimento elimina-se todo aumento ou diminuição do volume das exportações que resulte do crescimento do comércio internacional, ficando-se apenas com aqueles movimentos de expansão ou contração associados a fatores domésticos. Assim, sempre que este indicador estiver subindo, significa que as exportações brasileiras estão crescendo por aumento da competitividade do país (embora movimentos de curto prazo possam ser explicados por fatores conjunturais também). O gráfico mostra a série histórica deste indicador, comparado com a série da taxa de câmbio real efetiva.

A linha cinza no gráfico nos mostra a evolução da relação entre as exportações brasileiras e as mundiais, medidas em volume, com base em dados da Funcex e do FMI. O indicador mostra que ao longo dos anos 90 as exportações brasileiras apresentam menos dinamismo do que as mundiais e o Brasil começa a perder market share em termos de quantidades exportadas.

O movimento não é linear, mas a tendência prossegue até o final da década, em paralelo a uma tendência semelhante para a taxa de câmbio real efetiva (linha preta). Em seguida, a

intensa depreciação real (em relação a uma cesta de moedas) que se verifica desde a mudança do regime cambial no início de 1999 até o ano de 2003 é acompanhada por uma recuperação substancial da participação das exportações brasileiras nas exportações mundiais (em volume) - indo de 2000 até 2005 (ano em que começa a perder força). Finalmente, em 2006, a participação das exportações brasileiras nas exportações mundiais em volume declina nitidamente, em resposta ao processo de apreciação real da taxa de câmbio, que se torna acentuado em 2005 e 2006.

O exercício sugere um critério para aferir o grau de apreciação real da moeda doméstica. Como qualquer outro critério, tem seu grau de arbitrariedade, devendo pois ser usado juntamente com outros métodos para que se possa formar um juízo mais completo sobre o fenômeno.

Feita esta ressalva, a proposta é tomar como base a taxa de câmbio real efetiva média dos períodos em que a economia brasileira estava ganhando participação no comércio internacional. Usando este critério, a taxa de câmbio capaz de tornar as exportações brasileiras competitivas (no sentido acima empregado) seria de R\$ 2,63. Se deixarmos fora da nossa amostra o overshooting associado à transição política, que vai de meados de 2002 a ao primeiro trimestre de 2003, chegamos a uma taxa de equilíbrio de R\$ 2,49. Não há aqui nenhuma pretensão de precisão, apenas de ordem de grandeza.

Avaliar que o grau de apreciação real do câmbio é elevado, não resolve a questão de como "colocar o guizo no gato", isto é, de como promover uma depreciação cambial dentro das regras do jogo do câmbio flutuante, e sem gerar uma pressão inflacionária acima do aceitável. Mas, dada a dimensão do problema - e seu provável impacto a médio prazo, seja na estrutura industrial do país, seja na participação da economia no comércio internacional - uma atitude de acomodação à onda de apreciação pode cobrar um preço alto no futuro.

Assim, o fato de que a solução não é simples não deve inibir o debate sobre a "política cambial" entendida num sentido amplo, que não se reduz à política de intervenções, mas compreende a política econômica em seu conjunto.