

A Apreciação do Real e o Câmbio Flutuante

Em janeiro de 1999, diante da incapacidade do Governo de sustentar a paridade do Real em relação ao Dólar, o Brasil abandonou o câmbio administrado e adotou o regime de metas para a inflação. Neste novo arcabouço de política econômica, com a livre mobilidade de capitais e a condução ativa da política monetária executada pelo Banco Central com o objetivo de controlar a inflação, a taxa de câmbio nominal se torna uma variável endogenamente determinada. Ou seja, a moeda passa a ser livremente negociada e seu valor se ajusta para eliminar possibilidades de arbitragem entre ativos domésticos e estrangeiros, dado o seu valor esperado no longo prazo determinado pelos fundamentos. Este é o famoso “trilema de política econômica”¹. Ainda assim, de tempos em tempos, quando a conjuntura é tal que a moeda nacional se aprecia, a livre flutuação do Real volta a ser um ponto de discussão. Desta vez não foi diferente: na medida em que o câmbio real² se aproxima de seus níveis historicamente mais apreciados, surgem questionamentos sobre prejuízos que a valorização da moeda nacional venha a trazer à economia do país. Faz sentido?

Em primeiro lugar, a comparação dos níveis atuais da taxa de câmbio real com precedentes históricos não deveria ser um referencial suficiente para se afirmar que existe “exagero” ou “excesso de valorização” do Real. Ainda que em geral taxas de câmbio tenham certa estabilidade ao longo do tempo por conta da “Paridade do Poder de Compra”, ganhos de produtividade ou mudanças nos termos de troca podem gerar movimentos persistentes de apreciação cambial como já observado em diversos países³. Mesmo não sendo claro que tenham ocorrido ganhos de produtividade grandes o suficiente para gerar uma apreciação persistente do Real, houve importantes avanços. O movimento que observamos agora reflete também os ganhos recentes nos termos de troca, mas em grande medida estão ligados à melhora nos fundamentos do país nos últimos anos. A melhora no perfil de financiamento externo do país, a acumulação de reservas e a estabilidade de preços geram perspectivas muito favoráveis para o crescimento econômico brasileiro nos anos à frente.

O argumento contra a apreciação do Real se fundamenta em geral na perda de competitividade do setor exportador brasileiro no comércio internacional, decorrente da valorização da moeda, o que nos parece ser bastante questionável. Ainda que o país tenha deixado de ser exclusivamente exportador de matérias-primas como no passado, aproximadamente 55% da pauta hoje é composta por *commodities* e derivados. Portanto, considerando que a apreciação da moeda é em parte contrapartida da elevação dos preços destes produtos no mundo, ela não deveria gerar grandes prejuízos aos exportadores do setor. Na realidade, a flutuação da moeda é o canal pelo qual estes ganhos nos termos de troca se distribuem para todos os brasileiros como um ganho de renda real. Já os exportadores de manufaturas, que não estão se beneficiando de ganhos nos preços em dólares em suas mercadorias, são de fato afetados pela apreciação do Real. Contudo, a dificuldade destes setores para competir no mercado internacional decorre fundamentalmente do excesso de impostos em que o produtor brasileiro incorre, e não do valor do Real. Logo, a resposta mais adequada para fortalecer a competitividade da produção de manufaturas no Brasil não está na intervenção na moeda, e sim na desoneração do setor produtivo.

Não obstante, ainda que a opção seja pelo caminho mais curto da intervenção cambial, a taxação do investimento estrangeiro não parece ser a melhor estratégia. O principal fator de atração do investidor estrangeiro ao país não é a especulação desestabilizadora como se tem falado, mas sim as expectativas de que o país vá crescer em um ritmo mais forte do que as economias centrais no mundo nos próximos anos. Mais importante ainda, para que o Brasil possa elevar o investimento e crescer ao ritmo forte que almeja, será preciso contar com a poupança externa. A menos que a poupança do Governo se eleve, a retomada do investimento será acompanhada pela expansão do déficit em conta corrente, financiado pelo investimento estrangeiro e com o Real provavelmente apreciado. Se optar por não acolher o investidor estrangeiro mantendo a política fiscal, o Real pode até se equilibrar em um nível menos apreciado, mas o país terá que incorrer em juros mais altos para incentivar a poupança do setor privado, resultando em um investimento menor e, em última instância, em um crescimento mais fraco.

Recentemente, o governo decidiu reintroduzir o IOF de 2% sobre investimentos de estrangeiros em títulos e ações no país. Esta medida está em linha com a opção por menor crescimento. Ao taxar o estrangeiro interessado em adquirir ativos no país, o próprio Tesouro é prejudicado pela demanda menor por seus títulos, o que eleva o custo da dívida mobiliária federal e impõe um custo ao Governo provavelmente maior do que a arrecadação que será obtida com o imposto. Além

disto, as empresas brasileiras terão um custo de capital mais alto e investirão menos, na medida em que o investidor estrangeiro é uma importante fonte de capital para os seus projetos de investimento. Em especial, as empresas menores serão prejudicadas, já que as grandes corporações do país estão listadas nas bolsas de valores mundiais e, portanto, podem captar diretamente no exterior. Felizmente, é fato conhecido na literatura que controles de capitais têm efeitos efêmeros^{4,5}. O capital acaba por encontrar caminhos alternativos para fluir pela fronteira e, ainda que com algum custo, o impacto do IOF sobre o fluxo de capitais e sobre a taxa de câmbio no médio prazo deve ser muito pequeno, possivelmente nulo. Entretanto, é preciso que não sejam adotadas novas medidas nesta direção. A política de acumulação de reservas do Banco Central já atua no sentido de suavizar os movimentos de variação da taxa de câmbio, sendo mais efetiva e menos hostil ao capital estrangeiro.

O movimento de apreciação do Real é parte de um processo de ajuste da economia e reflete os bons fundamentos da economia brasileira. A opção pela intervenção cambial sem contrapartida na elevação da poupança pública acabará por reprimir a poupança externa e terá como consequência a necessidade de juros mais altos e um crescimento menor no médio prazo. Mesmo que no curto prazo a apreciação cambial traga dificuldades para alguns setores, a saída para tal problema é retomar o quanto antes a agenda de reformas e a modernização do país para que os ganhos de produtividade garantam a competitividade das manufaturas brasileiras no exterior.

Marcos Vinicius Vivacqua

Analista do Opportunity e Mestre em Economia pela PUC-Rio.

¹"The Trilemma in History: Tradeoffs among Exchange Rates, Monetary Policies, and Capital Mobility" - Obstfeld, Schambaugh e Taylor – NBER Working Papers, 2004.

²Taxa de câmbio nominal corrigida pela diferença entre a inflação doméstica e no exterior.

³"Does Productivity Growth Lead to Appreciation of the Real Exchange Rate?" – Lee, Tang – IMF, 2003.

⁴"A eficácia dos controles à entrada de capitais no Brasil" – Bernardo Carvalho, 2005 – Dissertação de Mestrado.

⁵"How effective are Capital Controls?" – Sebastian Edwards - The Journal of Economic Perspectives, 1999.

Este relatório é um resumo de informações obtidas de diversas fontes de mercado, e coletadas até o dia 25 do mês anterior à sua publicação. Apesar de todo o cuidado na coleta e manuseio destas informações, o Opportunity não se responsabiliza pela publicação acidental de informações incorretas. Todas as opiniões e estimativas foram elaboradas dentro do contexto e conjuntura no momento em que o relatório foi editado, podendo mudar sem aviso prévio. O propósito único deste relatório é o de divulgar informações e não deve ser considerado como uma recomendação de investimento. - Este documento não pode ser reproduzido ou publicado sem a autorização expressa do Opportunity.