

## **Dólar abaixo de R\$ 2,00: Algo a Fazer?**

**Rubens Penha Cysne**  
**20/05/2007**

Respondendo diretamente a esta pergunta, no que diz respeito a políticas de fomento aos exportadores e aos produtores nacionais que competem com os produtos importados: Sim, sob pena de colocar várias indústrias nacionais em dificuldades. O receituário mais adequado, entretanto, nada tem de crédito subsidiado ou de ajudas do setor público a um ou outro setor. São as seguintes as medidas necessárias:

a) cabe ao setor público reduzir a sua absorção doméstica de bens e serviços, diminuindo os gastos de consumo nas três esferas (que passaram de 10% do PIB na década de 80 a algo em torno de 20% do PIB nos últimos anos); no ambiente de câmbio flexível, como veremos abaixo, tal ação automaticamente estimula as exportações e desestimula as importações;

b) fortalecer a instituição orçamentária de forma a estabelecer no país uma efetiva cultura de administração pública por metas de desempenho, ao invés de com base em ineficientes vinculações de receitas;

c) dar continuidade ao exposto em (b) atuando diretamente sobre os demais custos indiretos associados à produção doméstica. Além da miríade de reformas sobre as quais se lê quase que diariamente na mídia, seria útil também, neste sentido, elevar a participação dos mercados na alocação do crédito doméstico dedicado à formação de capital fixo (hoje em dia diminuta).

Observe-se que todas estas medidas listadas acima implicam em desvalorização do câmbio real corretamente medido. A primeira (a), por levar a um aumento do preço do dólar; as duas outras, por elevar a eficiência na alocação de recursos e/ou reduzir os custos indiretos da produção doméstica.

Se atendidos os três itens acima, poder-se-ia recomendar também, observados os limites ditados pelas perspectivas de reversão do quadro internacional, de farta liquidez, uma continuação da redução dos juros básicos da economia. Compensar-se-ia desta forma o grau bem maior de atratividade do capital internacional que tem sido gerado desde 2003 por fatos políticos mais favoráveis do que o esperado e pela elevação das relações de troca do Brasil com o exterior.

É importante estar ciente e alerta para os efeitos gerados por esta combinação, que tem se feito presente no Brasil, nos últimos anos, de taxas flutuantes de câmbio com pressão fiscal e melhora dos termos de troca (maiores preços relativos das exportações, relativamente às importações).

Contas públicas pressionando a demanda agregada em ambiente de câmbio flexível foram responsáveis pelos elevados déficits comerciais ocorridos nos Estados Unidos em meados dos anos 80, fato que tem se repetido atualmente neste mesmo país. No Brasil não têm ocorrido nos últimos anos nem déficits comerciais nem déficits da conta corrente. Mas pode-se certamente argumentar que os respectivos superávits

destas contas seriam bem mais elevados do que os atuais (desta forma aproveitando-se mais a bonança momentânea) não estivesse o preço do dólar em Reais em trajetória decrescente tão acentuada (tendo atingido R\$ 3,90 em outubro de 2002 e R\$ 1,91 em junho de 2007) e, ao mesmo tempo, a carga tributária bruta em elevação tão inusitada.

São quatro os motivos da queda persistente do preço do dólar observada neste período.

Em primeiro lugar, a melhora substancial dos termos de troca nos últimos anos, em função do deslocamento para a direita da demanda mundial pelas exportações brasileiras. A melhora dos termos de troca permite exportações líquidas constantes com salários reais internos mais elevados, fato que tem se materializado através da valorização do câmbio real.

Ao contrário do que se usualmente se argumenta, o saldo positivo da conta corrente tende a contribuir muito mais para valorizar o real em função do deslocamento positivo que implica na função que determina a migração de capitais (que se eleva sobremaneira, mantido constante o diferencial de taxas de juros corrigido pela expectativa de desvalorização cambial) do que pelo fluxo de oferta adicional que gera de moeda estrangeira.

A função de migração de capitais  $K_A(r-r'-e')$  (onde  $r$  representa a taxa de juros doméstica,  $r'$  a taxa de juros externa e  $e'$  a expectativa de desvalorização cambial), estabelece que o fluxo de capitais líquidos para o país se eleva quando sobe o diferencial  $r-r'-e'$ . O problema é que tal função, como mostra a experiência dos Estados Unidos na década de 80, costuma ser altamente instável, deslocando-se fortemente para cima quando fatos políticos ou econômicos relativos à economia se mostram subitamente mais favoráveis.

Tais deslocamentos positivos da função  $K_A$  têm ocorrido constantemente no Brasil desde 2003, em função da melhora do quadro político relativamente o que se previra, dos termos de troca, dos ratings dados pelas agências internacionais (estamos no momento com BB+, a apenas um passo do *Investment Grade* da Standard&Poors e da Fitch) e do fato de a conta corrente do balanço de pagamentos apresentar saldo positivo e ainda relativamente elevado.

Este aumento autônomo do fluxo de dólares para o mesmo diferencial de juros ( $r-r'-e'$ ) explica porque as recentes quedas dos juros internos (a taxa Copom passou de 19,75% ao ano em maio de 2005 para 12,50% ao ano em maio de 2007, em queda monótona) têm sido inoperantes para levar a depreciações do Real frente ao dólar.

Isto nos leva ao segundo motivo para a valorização inusitada do Real: o Banco Central ao longo dos últimos 24 meses não foi incisivo o suficiente, como poderia ter sido, na queda da taxa de juros que vige no mercado de reservas bancárias.

Terceiro motivo para a observada valorização do Real, como chamamos a atenção acima, há a conhecida pressão sobre as exportações líquidas decorrente do aumento da absorção do produto da economia (PIB) determinado pelo comportamento do setor público. Tal absorção é função crescente das despesas públicas. Ao contrário

do que usualmente se pensa, e implicitamente assume o tipo de controle orçamentário com o qual se preocupa a Lei de Diretrizes Orçamentárias, tal aumento de absorção (que desloca para baixo as exportações líquidas) ocorre sempre que se elevam as despesas públicas diretas, ainda que o déficit fiscal seja mantido constante.

Isto decorre de um fato simples, lembrado pelo economista norueguês Haavelmo em meados do século passado: gastos públicos impactam a demanda diretamente, ao passo que tributos apenas o fazem de forma indireta, reduzindo a renda pessoal disponível e, em menor grau (dado que as pessoas poupam), o consumo privado. Logo, quando o governo gasta mais e arrecada mais, ainda que mantendo constante o déficit, a demanda agregada sobe, ao invés de ficar constante. Se o câmbio for flexível e o fluxo de capitais bastante sensível ao diferencial  $r-r'-e'$ , a elevação dos juros de equilíbrio decorrente do aumento de demanda eleva a entrada de capitais, gerando uma queda das exportações líquidas.

Isto tem ocorrido no Brasil e explica em parte a atual cotação do dólar. Quanto maior a sensibilidade do fluxo de capitais ao diferencial de juros, mais anódina se torna qualquer tentativa do Banco Central de impedir a valorização cambial comprando dólares. No limite, a compra de dólares pelo Banco Central gera apenas custos fiscais desnecessários.

Em função do ponto feito por Haavelmo, controle do déficit público com elevação simultânea de gastos e impostos, ainda que satisfaça ao pressuposto de déficit constante que permeia as leis orçamentárias nacionais, faz com que os gastos domésticos direta ou indiretamente determinados pelo setor público (consumo privado e público) “expulsem” os gastos gerados por não residentes (as exportações líquidas). Saem as despesas que costumam gerar pesquisas e investimentos, aquelas relativas às vendas para o exterior, e entra a despesa doméstica, em particular no setor de produtos não transacionáveis com o exterior, que ao contrário das primeiras, não costuma gerar acréscimos de produtividade e crescimento sustentado.

Um dos subprodutos deste fato e da persistente valorização do câmbio real, recentemente noticiado na imprensa nacional, tem sido a migração de investimentos para a vizinha Argentina, onde os custos de produção e a remuneração de produtores que vendem para o exterior, pelo menos em alguns setores, não tendem a ser tão onerados pelo comportamento do setor público. Tal migração evidentemente deprime a renda per capita brasileira, tendo em vista que uma parcela da acumulação de capital, da responsabilidade de residentes domésticos, tende a se dar fora das fronteiras nacionais.

Câmbio e juros são variáveis que apenas acomodam uma troca de demanda na qual a absorção externa se deprime e a absorção doméstica (interna) se eleva. Sob o regime de metas de inflação, os juros são elevados (ou caem mais devagar) para impedir inflação em um ambiente de gastos públicos crescentes (como vimos, fato que ocorre mesmo que haja concomitante e igual elevação de impostos).

Com os juros mais altos, ou caindo muito devagar, entram mais capitais. Amplia-se desta forma a demanda por reais e a oferta de dólares, reduzindo o preço em reais da moeda americana. É através desta valorização da moeda doméstica que o aumento

do gasto público reduz as exportações e eleva as importações. Simetricamente, as exportações líquidas elevam-se pelos mesmos mecanismos de mercado quando o governo reduz sua absorção, como sugerido na introdução deste artigo.

O quarto e último fato a explicar a subida do real frente ao dólar é o fato de os Estados Unidos, atualmente com um déficit em conta corrente da ordem de U\$ 875 bilhões, estar propenso a uma nova aterrissagem do dólar nos próximos anos. A expectativa de desvalorização “amanhã”, frente ao Euro e ao ien, corrobora a desvalorização do dólar “hoje” (o que tem ocorrido desde o início deste ano), em relação ao Real em particular.

Tal desvalorização do dólar tem ocorrido de forma suave nos últimos meses. O processo de *soft landing*, entretanto, tende a ser mais difícil para os EUA agora do que foi em 1985 por dois motivos: primeiro, devido às despesas com a guerra no Iraque; segundo, porque com o Euro as negociações com a Europa passaram a ser em bloco, mais difíceis do que as unilaterais do tempo do segundo mandato de Reagan.

No longo prazo, a melhor solução para a queda das exportações líquidas não reside na queda continuada dos juros mas sim, fato às vezes pouco percebido e que por isto frisamos aqui, no controle de gastos públicos. Uma das formas de se encaminhar este problema se dá através do fortalecimento da instituição orçamentária.

Este fato foi devidamente percebido pelos senadores americanos Gramm, Rudman e Hollings em 1985, tendo os mesmos lançado um plano de longo prazo para reduzir o déficit fiscal americano e levar a uma desvalorização suave do dólar. A estratégia teve continuidade com o *Balanced Budget Act*, implementado no início da década de 90, e que lançou as bases de um alto crescimento nos Estados Unidos a partir de meados dos anos 90.

Embora majoritariamente por outros motivos, um maior foco na questão orçamentária já começa a se perceber no Brasil, fato bastante salutar. O fortalecimento da instituição orçamentária deveria também no futuro permitir a efetiva administração pública por metas de desempenho, ao invés de por ineficientes vinculações orçamentárias (a este respeito, veja Cysne (2007)).

Desvalorizar o câmbio real, mesmo quando o nominal se valoriza, atuando diretamente sobre o baixo retorno dos gastos públicos, é um caminho importante para possibilitar o convívio de um setor exportador forte e um preço do dólar nos patamares atuais.

Macroeconomicamente, a inércia atual é viável enquanto perdurar o ambiente favorável externo. Microeconomicamente, entretanto, do ponto de vista da eficiência produtiva de longo prazo, está se perdendo uma grande chance de prover bases sólidas para um maior crescimento.

A troca de demanda externa por absorção interna, que pode levar várias indústrias a situações de dificuldades, infelizmente não tem encontrado obstáculos. A instituição orçamentária brasileira, forjada numa época na qual o principal problema era a

inflação, controla o déficit público, mas não o tamanho do governo. A microeconomia e o crescimento ficaram a descoberto. É preciso mudar.

### **Referências Bibliográficas:**

Cysne, Rubens Penha (2007). Metas Liberatórias: uma proposta para as vinculações orçamentárias. Revista Conjuntura Econômica, Rio de Janeiro, p. 17 - 19, 15 mar. 2007.

---

**Rubens Penha Cysne (<http://www2.fgv.br/professor/rubens/>) é Professor da EPGE/FGV.**