

# Taxa de câmbio dentro de uma estratégia de desenvolvimento

João Sicsú\*

É uma honra ter sido convidado pela editoria desta revista para comentar o artigo “A tendência à valorização da taxa de câmbio”, de autoria do professor Bresser-Pereira. Os escritos do professor sempre foram uma importante referência durante o meu período de formação profissional quando lia, relia e sublinhava os seus trabalhos sobre o tema, à época, conhecido como *inflação inercial*. Foi a partir das leituras sobre este tema específico que descobri a vasta obra de Bresser-Pereira. Sua obra, além de vasta, é relevante, densa e sempre atual. O professor Bresser já marcou a história da nossa profissão como sendo um dos melhores macroeconomistas brasileiros, de todos os tempos. Ele é, em minha opinião, um dos únicos macroeconomistas que souberam fundir o arcabouço das políticas macroeconômicas keynesianas com os fundamentos desenvolvimentistas de Celso Furtado e o nacionalismo de Barbosa Lima Sobrinho. Ademais, sempre soube conjugar vitalidade profissional no meio empresarial e no meio acadêmico com uma ativa militância política. Seguem abaixo os comentários sobre o artigo de sua autoria:

1) A taxa de câmbio é um elemento-chave de um projeto de desenvolvimento. Esta constatação é fundamental: além de ser essencial para auxiliar o esforço de crescimento econômico, a administração da taxa de câmbio deve ser aceita como um instrumento que deve compor uma estratégia de desenvolvimento. A macroeconomia e seus preços básicos, isto é, as taxas de juros e câmbio, podem definir os rumos de uma sociedade, se esta está caminhando em direção ao desenvolvimento ou ao atraso. É dentro desta correta perspectiva que o artigo “A tendência à valorização da taxa de câmbio” do professor Bresser-Pereira trata de tal temática.

---

\* Diretor de Estudos e Políticas Macroeconômicas do IPEA e Professor do Instituto de Economia da UFRJ. Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas – Dimac/IPEA. Av. Presidente Antonio Carlos, 51 - 16º andar - Centro. CEP: 20020-010 – Rio de Janeiro – RJ. Tel: (21) 3515-8667/8737 Fax: (21) 3515-8640. E-mail: joao.sicsu@ipea.gov.br

2) As consagradas políticas keynesianas de administração da demanda que, historicamente, compõem estratégias de desenvolvimento bem sucedidas, somente poderão ser implementadas se houver a adoção de um modelo macroeconômico de crescimento, inclusivo e, portanto, desenvolvimentista. Um modelo desta natureza é caracterizado por uma busca de equilíbrio orçamentário com pleno emprego, com uma taxa de câmbio administrada, estável e competitiva e, ainda, com taxas de juros muito baixas.

3) Este é o tripé que deve caracterizar as políticas fiscal, cambial e monetária de uma estratégia verdadeiramente desenvolvimentista. Coordenação entre organismos de Estado e políticas públicas é algo que deve ser considerado como condição necessária para que uma estratégia de desenvolvimento seja bem sucedida. A coordenação deve substituir a noção de subordinação ou hierarquização entre objetivos, políticas e organismos públicos para que uma estratégia seja genuinamente desenvolvimentista. Sendo assim, não há no tripé mencionado alguma política que deve ser considerada mais essencial do que outra, todas são igualmente necessárias. Então, devem ser implementadas de forma coordenada.

4) Vale a pena, como parte de um roteiro de debates e/ou de enfrentamento político e ideológico, destacar a política cambial para ser tratada de forma isolada, assim como as demais partes. Em relação à taxa de câmbio, deve-se concordar com o professor Bresser-Pereira de que existe uma tendência forte à sua valorização nos países em desenvolvimento, devido às possibilidades econômicas que caracterizam esses países. Tais países podem ser exportadores de itens básicos, que podem ser extraídos ou produzidos a custos lucrativos, podem ser atrativos para o investimento direto estrangeiro ou podem ainda ter ativos financeiros atraentes devido à sua composição de rentabilidade e risco. Portanto, essas economias podem sofrer de doença holandesa ou de outras enfermidades cambiais valorizativas.

5) Embora uma taxa de câmbio competitiva seja um elemento muito importante de uma estratégia de desenvolvimento, porque abre mais um mercado demandante de produtos domésticos, cabe ser mencionado

que o mercado interno se diferencia do externo porque o primeiro pode ser estimulado através de políticas fiscais, monetárias, de socialização da riqueza e de elevação da renda; enquanto o segundo depende, quase que exclusivamente, de variáveis que não estão sob o controle doméstico, como a taxa de crescimento da economia mundial. Embora o canal de demanda externa deva ser fortemente utilizado; dentro de uma visão keynesiana de redução de incertezas, o mercado interno, que pode ser estimulado por políticas governamentais, deve ter um papel de grande destaque dentro de uma estratégia de crescimento com desenvolvimento.

6) A administração da taxa de câmbio deve, portanto, estar inserida em um arcabouço keynesiano e desenvolvimentista, no sentido expresso por Furtado: “O crescimento econômico, tal qual o conhecemos, vem se fundando na preservação dos privilégios das elites que satisfazem seu afã de modernização; já o desenvolvimento se caracteriza pelo seu projeto social subjacente. Dispor de recursos para investir está longe de ser condição suficiente para preparar um melhor futuro para a massa da população. Mas quando o projeto social prioriza a efetiva melhoria das condições de vida dessa população, o crescimento se metamorfoseia em desenvolvimento”.<sup>1</sup>

7) Uma taxa de câmbio competitiva é resultado, portanto, de vontade política que deve ser expressa em decisões e ações governamentais. Tal como mencionou o professor Bresser-Pereira, uma taxa de câmbio de equilíbrio de mercado é uma taxa não competitiva, embora represente as forças conjunturais e estruturais presentes em economias que buscam o desenvolvimento. Uma política cambial adequada ao desenvolvimento é exatamente aquela que se confronta com as forças conjunturais que geram apenas o baixo crescimento e, simultaneamente, se opõe às forças estruturais que promovem o atraso.

8) Uma taxa de câmbio competitiva, em pleno acordo com o professor Bresser-Pereira, é aquela que deve estimular a industrialização mais sofisticada, que é aquela que possui densidade tecnológica. Sendo assim, uma política industrial de desenvolvimento e absorção de tecno-

logia deve complementar uma política de administração de uma taxa de câmbio competitiva. Isto se faz necessário porque a taxa de câmbio é apenas uma das variáveis que pode estimular a industrialização sofisticada; outras variáveis como, por exemplo, custos locacionais devem ser também observadas e, então, necessitam de políticas correspondentes para enfrentá-las.

9) A estratégia de sofisticação da indústria que seja capaz de tornar empresas competitivas no mercado internacional é necessária porque torna a sociedade proprietária de vasto conhecimento, o que lhe oferece flexibilidade para refazer planos de desenvolvimento. Países que somente produzem produtos básicos ou semibásicos (e não possuem tecnologia) estão condenados a participar de uma única via de inserção internacional que os condena ao atraso. Tal inserção é aquela em que, por exemplo, exportam grãos verdes de café para países que não plantam sequer um pé de café, mas se tornaram os maiores exportadores de valores do produto após selecioná-lo, processá-lo, embalá-lo... enfim, agregam valor com uso de tecnologia. Países detentores de conhecimento possuem estratégias flexíveis de desenvolvimento. Em outras palavras, países desenvolvidos estão sempre se desenvolvendo porque descobrem novas oportunidades e têm conhecimento para aproveitá-las. Países atrasados, quando descobrem novas oportunidades, são obrigados a “arrendá-las” aos desenvolvidos, aumentando ainda mais a distância que os separa em termos de desenvolvimento e qualidade de vida.

10) A industrialização sofisticada competitiva no mercado internacional e abastecedora do mercado interno cria um ambiente para uma oferta mais igualitária de oportunidades e para uma distribuição menos injusta da renda e da riqueza. A industrialização deve ser formalizada, isto é, visível do ponto de vista ambiental, social e econômico pelo Estado, gerando mais arrecadação de impostos visando à universalização de oportunidades, mais garantias e direitos trabalhistas, salários mais elevados compatíveis com a produtividade mais elevada e relações sustentáveis sócio-ambientais.

11) Mas como deve ser feita a administração de uma taxa de câmbio competitiva, industrializante? Um regime cambial deve ser estabelecido, isto é, regras, políticas, metas, objetivos e instrumentos devem ser organizados para este fim. Mas isto não será suficiente, será necessário que as demais políticas macroeconômicas estejam coordenadas. Em primeiro lugar, as taxas de juros que remuneram ativos financeiros devem ser suficientemente baixas para que a avalanche de recursos financeiros internacionais não invada a economia doméstica, promovendo uma pressão valorizativa sobre a taxa de câmbio. O Banco Central deve formar reservas para enxugar o mercado de divisas e para que tenha moeda estrangeira em volume suficiente, para evitar desvalorizações abruptas em momentos de elevação do risco. Demandas internas por moeda estrangeira devem ser criadas: uma sugestão são estímulos fiscais à compra de máquinas e equipamentos importados. Políticas de regulação do movimento financeiro internacional devem ser estabelecidas para residentes e não-residentes. E, impostos sobre a exportação de itens básicos devem ser estabelecidos.

12) No Brasil, a taxa de câmbio tem assumido uma trajetória de valorização, por um lado, e de alta volatilidade, por outro. De janeiro de 2000 a junho de 2009, a moeda brasileira está entre aquelas que mais se valorizaram. Quanto à volatilidade, esta aparece não somente nos períodos de crise que caracterizaram a economia brasileira entre 1994 e 2003. Os principais canais de entrada de moeda estrangeira no Brasil são as vias: (i)– da atividade comercial; (ii)– da atividade financeira, devido ao spread de juros doméstico-internacional – já adicionados o risco de *default* e as expectativas de (des)valorização; e (iii)– da atividade de investimento direto e acionário (devido às expectativas otimistas de lucro e valorização de ações).

13) A entrada de dólares através da via comercial gera empregos diretos, renda e movimenta o multiplicador de gastos e empregos da economia brasileira. É sinônimo de crescimento do lado real da economia. É, portanto, uma atividade necessária que deve ser, como dito anteriormente, redirecionada para que possa gerar mais valor agregado. Contudo, esta pressão valorizativa da taxa de câmbio pode ser desfeita através da

formação de reservas, na medida em que traz dólares para o país, segundo a lógica comercial que é baseada em movimentos muito menos bruscos que aqueles que caracterizam a lógica financeira. Reservas formadas a partir de movimentos da atividade financeira ou da atividade de investimento acionário são necessariamente, de forma potencial, mais voláteis que aquelas formadas a partir de recursos advindos da atividade comercial.

14) A entrada de dólares a partir da via financeira não é necessária, já que há recursos de residentes suficientemente capazes de adquirir a emissão de dívidas domésticas. Ademais, provoca pressão valorizativa sobre a taxa de câmbio. E o pior neste caso é que, em geral, quanto maior é a atratividade dos títulos públicos domésticos, maior será o custo para o Banco Central carregar as reservas formadas, devido à entrada de recursos por esta via. Em outras palavras, por exemplo: a partir de 2001 houve uma forte redução dos juros americanos e tal redução não foi acompanhada por movimentos de igual magnitude da taxa de juros Selic. Isto provocava um movimento de três tempos, danoso à economia e aos cofres públicos: primeiro, havia atração e entrada de recursos estrangeiros no país; segundo, havia pressão sobre a taxa de câmbio, no sentido da valorização; e, terceiro, o Banco Central comprava reservas cujo carregamento custava, no mínimo, o diferencial entre o juro americano e o praticado no Brasil.

15) A entrada de recursos via investimento direto estrangeiro tem sido considerada positiva, na medida em que revela uma avaliação externa otimista sobre o futuro da economia brasileira e, além disso, pode gerar mais empregos e renda. Contudo, cabe notar que, muitas das vezes, há apenas mudança de proprietário: a empresa deixa de ser brasileira para se transformar em braço doméstico de uma multinacional. Embora as reservas formadas pelo Banco Central, através da entrada de recursos referentes a esta atividade, não contenham a volatilidade potencial das reservas formadas via atividade financeira, fazem emergir um problema muito grave para as contas externas. O saldo em conta corrente tem sofrido uma forte pressão deficitária nos últimos tempos, devido à quantidade muito elevada de remessas de lucros e dividendos realizadas por

filiais brasileiras para suas matrizes no exterior. O esforço de exportações líquidas não têm sido capaz de neutralizar os movimentos de remessas, obtendo como resultado um saldo em conta corrente negativo para a economia brasileira.

16) A entrada de dólares para a compra de ações não necessariamente é para financiar novos investimentos, ou seja, para realizar compras relativas a emissões primárias. Ocorre, muitas das vezes, que tais movimentos apenas refletem a valorização de ações negociadas em mercado secundário. Recursos em moeda estrangeira entrantes no país para este fim também têm mostrado a sua forte capacidade de apreciar a taxa de câmbio e de volatilizá-la.

17) Sendo assim, medidas deveriam ser adotadas para conter o processo valorizativo da taxa de câmbio (rumo a uma taxa competitiva), assim como para reduzir a volatilidade cambial. Contudo, é possível que alguns custos políticos e econômicos possam emergir diante da adoção de tais medidas. Estes custos podem em princípio ser identificados: (i) – o efeito *pass-through* de custos cambiais para os preços, gerando inflação; (ii) – o efeito descasamento de moedas referentes àquelas empresas que têm despesas (e dívidas) em dólares e receitas (e ativos) em reais; (iii) – o efeito devido à eliminação do chamado “populismo cambial”, destacado pelo professor Bresser-Pereira; (iv) – o efeito devido à redução da popularidade do Governo e do presidente, em virtude da inflação relacionada ao efeito *pass-through*; e (v) – o efeito de intensificação de movimentos de oposição estimulados por rentistas descontentes (devido ao declínio das taxas de juros que remuneram seus ativos). Os dois primeiros são efeitos econômicos; os demais são efeitos políticos.

18) Neste item, serão mencionadas algumas medidas e, posteriormente, seus custos serão avaliados. Cabe serem destacadas as seguintes medidas: (i) – redução da taxa básica de juros; (ii) – imposto sobre a entrada de recursos de não-residentes para a compra de títulos públicos e ações; (iii) – política mais agressiva do Banco Central, comprando reservas com o objetivo de desvalorizar o câmbio para alcançar uma taxa competitiva.

19) Muitos trabalhos têm mostrado que, no Brasil, o efeito *pass-through* é reduzido sobre a trajetória de inflação. Contudo, para amenizá-lo ainda mais, seria necessário promover a desvalorização cambial em momentos em que a inflação se encontrasse em trajetória cadente. O efeito *pass-through* se dissolveria, como mostrado na literatura, em torno de 12 meses. Tal efeito poderia, também, ser mais amenizado ainda se fossem utilizadas reduções de alíquotas de impostos em segmentos selecionados, ou seja, naqueles em que o efeito *pass-through* é mais intenso. Para tanto, seriam necessários estudos sobre o comportamento setorial de preços.

20) A experiência recente da economia brasileira enfrentando crises cambiais deixou uma importante lição às empresas: elas sabem que descasamento contábil temporal pode ser resolvido com empréstimos bancários, mas que descasamento contábil de moedas é altamente custoso, de difícil administração e de elevado risco. Sendo assim, somente empresas que possuem receitas em dólares têm se endividado nesta moeda. Mas como medida preventiva será importante proteger as empresas de um processo de desvalorização, proibindo que as que não têm receitas e/ou ativos em moeda estrangeira possam se endividar nesta moeda.

21) Os efeitos políticos – no caso brasileiro, embora possam ser bastante amenizados do ponto de vista econômico – serão ainda assim importantes, já que a fraca oposição partidária ao Governo tem contado com um instrumento importante de formação de opinião – que são os grandes veículos de comunicação de massa. Sendo assim, uma ação de larga amplitude e profundidade, contendo explicações didáticas à sociedade, deveria ser organizada em paralelo às ações econômicas desvalorizativas da taxa de câmbio.

## Notas

<sup>1</sup> Furtado, Celso. Os desafios da nova geração, in *Revista de Economia Política*, vol 24, nº 4 (96), out-dez, 2004, pág. 484.