

14/07/2016 - 05:00

O eterno retorno do debate sobre o câmbio

Por **Sergio Lamucci**

Com a forte valorização do real ao longo do primeiro semestre, o debate sobre o nível do câmbio está de volta. Depois de atingir R\$ 4,16 em janeiro, a moeda recuou nos meses seguintes, terminando junho em R\$ 3,21. Neste mês, voltou a subir um pouco, oscilando perto de R\$ 3,30, depois das intervenções do Banco Central (BC) para reduzir o estoque de swaps cambiais, equivalentes a compra de dólares no mercado futuro. A discussão, claro, é se há o risco de o câmbio se apreciar demais, prejudicando empresas que exportam e concorrem com produtos importados.

A atuação do BC deteve a tendência de fortalecimento do real, mas novas valorizações parecem possíveis nos próximos meses. Uma nova rodada de apreciação pode ocorrer depois do provável afastamento definitivo de Dilma Rousseff da presidência, que deve ser confirmado no fim de agosto. Se o governo de Michel Temer conseguir avanços mais significativos na agenda de reformas fiscais no segundo semestre, o movimento pode ganhar mais força, com a taxa caindo para R\$ 3 ou mesmo abaixo desse nível, como diz Alberto Ramos, diretor de pesquisa para a América Latina do Goldman Sachs.

Para Ramos, o real já se encontra sobrevalorizado. O Goldman Sachs trabalha com três métricas para estimar a taxa de equilíbrio para o câmbio brasileiro, que apontam para um valor justo entre R\$ 3,60 e R\$ 4. Um dos modelos leva em conta as diferenças de inflação, produtividade e termos de troca (a relação entre preços de exportação e preços de importação) para calcular a taxa de equilíbrio em relação ao dólar.

A resposta passa por enfrentar o problema fiscal

Num momento em que a economia ainda está bastante debilitada e as exportações começam a reagir, seria melhor que a moeda estivesse pelo menos dentro desse intervalo, para reforçar o ajuste externo e fortalecer a recuperação da economia, avalia Ramos.

Apesar dessa visão, o economista não defende intervenções pesadas do BC no mercado de câmbio. Para ele, a instituição deve, sim, continuar a reduzir o estoque de swaps cambiais, hoje na casa de US\$ 58 bilhões, o que pode ajudar a segurar a valorização da moeda. Uma vez zerado o volume desses papéis, uma opção seria voltar a comprar dólares, mas esse caminho tem complicações. Um problema, lembra Ramos, é o elevado custo de carregamento das reservas internacionais, por causa da diferença entre os juros externos e internos.

Para o economista, a melhor resposta a essa trajetória do câmbio é fortalecer os fundamentos macroeconômicos, tornando a economia mais produtiva e flexível. Um ponto "crítico" nessa equação é aprofundar e acelerar o ajuste fiscal, para melhorar a poupança do setor público, diz ele.

"Isso permitiria que a conta corrente se ajustasse de modo mais estrutural e baixaria a pressão inflacionária, dando um grau de liberdade extra ao Banco Central para reduzir juros sem correr muito risco", afirma Ramos. Com juros menores, diminui o impulso para o câmbio continuar a se apreciar, por cair a diferença entre as taxas internas e externas, tornando menos atraente o rendimento oferecido pelos títulos brasileiros.

A valorização recente do real se deve a uma combinação poderosa de fatores externos e internos. Ela é fruto em parte da ampla liquidez nos mercados internacionais, que contribuiu para apreciar as moedas de países emergentes. Para reagir ao impacto da saída do Reino Unido da Europeia (UE), os bancos centrais das economias desenvolvidas deverão seguir ou mesmo intensificar a política monetária ultra-expansionista. Além disso, os preços de commodities tiveram alta

No cenário interno, a mudança de governo e a perspectiva de mudança no quadro fiscal com a nova equipe econômica também melhoraram a percepção de risco sobre o país, ajudando a fortalecer a moeda. Colaborou ainda o rápido e intenso ajuste da conta corrente (as transações de bens, serviços e rendas do país com o exterior). O déficit poderá ficar próximo de zero neste ano, depois de ter atingido 4,5% do PIB nos 12 meses até abril de 2015.

Uma moeda valorizada em excesso sem dúvida causa estragos à economia. Para Ramos, o câmbio ficou significativamente apreciado por uma década, afetando o setor manufatureiro.

Ter um real mais desvalorizado, porém, não é obviamente algo que dependa de uma decisão do governo. O que importa para a competitividade das empresas é a taxa real de câmbio, ajustada pela diferença entre a inflação do Brasil e a de seus parceiros comerciais. Para conseguir um câmbio estruturalmente menos valorizado, o caminho mais indicado passa por um ajuste firme das contas públicas, como diz Ramos. Sem isso, haverá um equilíbrio ruim, marcado por uma política fiscal frouxa, uma política monetária exageradamente restritiva e, como resultado, uma moeda sobrevalorizada.

Ter inflação baixa e próxima da dos parceiros comerciais também é fundamental, para que a taxa de câmbio real não seja corroída por índices de preços muito mais elevados do que os dos outros países. Nos últimos anos, a inflação brasileira ficou muito acima da média internacional. "O resumo da ópera é: não mexa no câmbio, mas nos fundamentos que afetam o câmbio", afirma Ramos. Tentar fixar um nível "ideal" para a moeda não funciona, levando apenas a mais distorções na economia.

Também vale dizer que muitos economistas não compartilham da visão de que o real já está sobrevalorizado, havendo ainda quem destaque que o câmbio um pouco mais forte favorece empresas que importam muito ou estão endividadas em dólar.

Uma alternativa para lidar com fluxos de recursos exagerados do exterior seria a adoção de controles de capitais. No fim de 2012, o próprio Fundo Monetário Internacional (FMI) alterou a sua avaliação sobre o instrumento, passando a considerá-lo uma ferramenta útil em algumas circunstâncias - ainda que deva ser usada com parcimônia, e sem dispensar ajustes macroeconômicos. No momento, contudo, não parece nada indicado recorrer a esse tipo de medida, num ambiente ainda marcado por grande desconfiança em relação ao país. A prioridade, sem dúvida, é tentar resolver o problema fiscal.

Sergio Lamucci é repórter. O titular da coluna, Ribamar Oliveira, está em férias

E-mail: sergio.lamucci@valor.com.br