

O problema da taxa de câmbio no Brasil

Por André Nassif

Valor, 23/01/2025

Taxa de câmbio média de R\$ 6,11, na primeira quinzena de janeiro, embute subvalorização real de 13,1% em relação ao câmbio de equilíbrio "ótimo" de R\$ 5,40.

No final de 2024, o Brasil sofreu mais um choque cambial. Tem sido essa a tendência recorrente desde o Plano Real (1994). Mesmo após a adoção do regime de câmbio flutuante, o real tem sido uma das moedas mais voláteis do mundo e sua taxa de câmbio em relação ao dólar, em termos reais, tem alternado longos períodos de acentuada apreciação nos ciclos expansivos e de bonança internacional, com períodos mais curtos de excessiva depreciação (overshooting) nas fases de turbulência mundial.

Esse comportamento errático ocorre porque o Banco Central (BC) pratica um regime quase puro de livre flutuação cambial. Nossa autoridade monetária é tolerante com níveis acentuados de sobrevalorização da moeda nacional por longos períodos, porque facilita sua tarefa de convergir a inflação para a meta, e tem mostrado sinais de fraqueza perante ataques especulativos que levam a overshootings cambiais, como o ocorrido no final de 2024.

Somente as economias desenvolvidas, que transacionam ativos denominados em moedas conversíveis com elevados prêmios de liquidez, podem se dar ao luxo de praticar um regime flutuante quase puro, como o Brasil. Em contraste, as economias em desenvolvimento asiáticas, a despeito do elevado grau de abertura aos fluxos de capitais, praticam regimes de câmbio flutuantes administrados, caracterizados pela maior frequência com que os policy-makers intervêm nos mercados de câmbio à vista e a termo e pela adoção, em alguns casos, de controles ad hoc de capital, visando assegurar a estabilidade da taxa de câmbio real.

Com o recente choque cambial, depois de alcançar a máxima de R\$ 6,20/US\$ no primeiro dia útil de janeiro de 2025 (contra média de R\$ 4,95 em janeiro do ano anterior, uma depreciação nominal de 25,2%!), a taxa de câmbio média estabilizou-se em R\$ 6,11 na primeira quinzena de janeiro deste ano. Cabe perguntar: este nível é apropriado para sustentar o desenvolvimento econômico brasileiro, sem exercer efeitos inflacionários persistentes no curto prazo?

Para responder, é preciso definir duas taxas de câmbio reais relevantes: a de equilíbrio "neutro", que proporciona benefícios idênticos aos produtores nacionais que competem com as importações, aos exportadores e aos importadores; e a de equilíbrio "competitivo" (ou "ótimo"), que, segundo a literatura, é a mais apropriada

para assegurar o desenvolvimento com estabilidade de preços. Isso porque a estabilização da taxa de câmbio R\$/US\$ em nível ligeiramente maior do que a taxa real neutra - isto é, a preservação do real subvalorizado, na margem - ao proporcionar uma alocação ótima dos recursos produtivos para os setores indutores do progresso tecnológico e do avanço da produtividade, sustenta o crescimento econômico no longo prazo.

Em estudo para a Revista Brasileira de Comércio Exterior, Carmem Feijó, Eliane Araújo e eu replicamos o modelo econométrico formulado em 2011 e reestimamos as taxas de câmbio reais no Brasil, entre janeiro de 1999 e junho de 2024. Como não houve mudanças profundas nos fundamentos da economia brasileira desde então, se a taxa de câmbio média observada na primeira quinzena de janeiro deste ano (R\$ 6,11/US\$) for menor do que a taxa de câmbio real estimada pelo modelo, o real estará sobrevalorizado; se for muito maior, o real estará excessivamente subvalorizado e produzirá efeitos inflacionários mais persistentes; e se for ligeiramente maior, a taxa de câmbio real estará em equilíbrio "ótimo", com o real subvalorizado na margem, sendo este o resultado desejável para o desenvolvimento com estabilidade de preços.

Para evitar resultados viesados, utilizamos dois modelos econométricos distintos em que a trajetória da taxa de câmbio real no Brasil, no período estimado, é determinada por três variáveis estruturais (a renda per capita, os termos de troca e o saldo em Conta Corrente do Balanço de Pagamentos) e três variáveis associadas à política econômica (o diferencial entre as taxas de juros doméstica e externa, o estoque de reservas internacionais e o prêmio de risco-Brasil). Essas variáveis são trivialmente utilizadas nos modelos de estimação das taxas de câmbio reais no longo prazo. No estudo mencionado, são descritos os detalhes metodológicos.

Feitas as estimações, testamos a robustez dos resultados, confirmada não apenas pelo elevado nível de confiança dos coeficientes estimados (entre 90% e 99%) como também pelas trajetórias praticamente idênticas das taxas de câmbio estimadas pelos dois modelos econométricos. Com base em critérios metodológicos, concluímos que a taxa de câmbio real estimada alcançou o nível "ótimo" entre fevereiro e dezembro de 2004.

Feitos os ajustes para o final da série estimada, calculamos que, em junho de 2024, a taxa de câmbio nominal média deveria ter sido de cerca de R\$ 5,40 para preservar o nível real "ótimo", nível ligeiramente superior à taxa média de R\$ 5,39 cotada nos mercados de câmbio. Haja vista a ausência de mudanças significativas nos fundamentos econômicos desde então, concluímos que a taxa de câmbio média de R\$ 6,11, registrada na primeira quinzena de janeiro deste ano, embute uma subvalorização real de 13,1% em relação à taxa de câmbio de equilíbrio "ótimo" (R\$ 5,40). Como esta última já incorpora uma ligeira subvalorização, é lícito concluir que o câmbio atual, por estar excessivamente subvalorizado, é inflacionário.

Podemos vislumbrar três cenários possíveis para a taxa de câmbio no curto e no médio prazo:

- i) na ausência de novos movimentos especulativos, ela poderá se estabilizar em torno de R\$ 6 - neste caso, não se recomenda qualquer intervenção do BC, já que os aumentos em curso da taxa básica de juros visam coibir os efeitos secundários do recente choque cambial sobre a inflação;
- ii) caso haja novas turbulências no ambiente internacional ou deterioração dos indicadores econômicos domésticos, o recrudescimento da incerteza poderá provocar mais episódios de overshooting cambial, levando a taxa de câmbio a novas máximas históricas; e
- iii) na hipótese de restabelecimento da bonança e liquidez internacionais, caso seja mantida a passividade da política cambial brasileira, o real registrará nova tendência de sobrevalorização, o que poderá comprometer o projeto de reindustrialização e retomada do desenvolvimento.

O BC poderia reestimar periodicamente, mas sem explicitar ao mercado, a taxa de câmbio real "ótima". E, frente aos dois últimos cenários, deveria reagir proativamente para evitar que a taxa de câmbio nominal se desvie de seu nível "ótimo".