

Macroeconomia

CÂMBIO, A CALMARIA QUE PRECEDE A TEMPESTADE?

Clemens Nunes*

A TAXA de câmbio é uma importante variável para o agronegócio. Dessa forma, iremos analisar alguns aspectos recentes da política cambial no Brasil. O regime cambial aqui adotado é chamado de regime de flutuação “suja”. Nele, o valor da taxa de câmbio é determinado pela oferta e demanda dos agentes privados, mas sujeito à intervenção da autoridade monetária. Esta intervenção teria como objetivo reduzir a volatilidade na taxa de câmbio, mas não interferir no seu nível, já que a volatilidade cambial excessiva dificulta a tomada de decisões, podendo retrair investimentos e reduzir a eficiência empresarial.

Desde agosto de 2013, o Banco Central vem atuando de maneira sistemática no mercado cambial, por meio do programa de leilões de *swap* cambial e da venda de dólares com compromisso de recompra. O objetivo anunciado foi de oferecer proteção cambial aos agentes e, dessa forma, reduzir a volatilidade cambial. Os leilões de *swap* são uma forma de suprir os agentes que demandam proteções contra a variação do dólar, sendo que o Banco Central paga a variação cambial à sua contraparte, contribuindo assim para a valorização do real frente ao dólar. Em 31 de maio deste ano, o Banco Central acumulava uma posição passiva líquida relativa às operações de *swap* em câmbio de US\$ 90,7 bilhões.

Desde o início da intervenção, a volatilidade reduziu-se sensivelmente, encontrando-se, agora, abaixo da média histórica no período pós-crise de 2008. Outros fatores contribuíram para esta redução, como a sinalização de que a taxa de juros americana permanecerá baixa por mais tempo do que o previsto, assim como o aumento da taxa Selic,

que incentivou a entrada de capitais de curto prazo (*carry trade*). Dado esse cenário, pergunta-se por que o Banco Central anunciou que manterá essas operações. A resposta não está na volatilidade excessiva, como vimos, mas, possivelmente, na tentativa de valorizar a moeda local frente ao dólar. A valorização do real auxilia no combate à inflação, pois aumenta a competitividade dos produtos importados e reduz o preço em reais dos insumos importados e dos produtos cujos preços são definidos em dólar, como a soja, o trigo, entre outros. O objetivo desta valorização é conter a inflação, sem apertar ainda mais a política monetária e reduzir a já anêmica atividade econômica.

No entanto, essa não é uma estratégia indolor. Na verdade, desequilíbrios acumulam-se de maneira silenciosa. O primeiro deles é o crescente déficit nas transações correntes com o setor externo, que atingiu 3,61% do PIB em doze meses até maio de 2014. O financiamento deste déficit é, agora, dependente da entrada de capitais de curto prazo. Quanto ao segundo desequilíbrio, trata-se da manutenção da política de intervenção exacerbando ainda mais a entrada de capitais de curto prazo, pois a valorização do real produz ganho adicional nas operações de *carry trade*, além da promessa implícita de baixa volatilidade. Um terceiro desequilíbrio é o impacto sobre o setor exportador, principalmente a indústria. Nesta última, o peso dos componentes de custos locais, como a mão de obra, reduz sua competitividade e suas margens de comercialização. O quarto desequilíbrio refere-se ao custo fiscal de manutenção das reservas.

Enquanto financia seu endividamento local à taxa Selic ou valores superiores a esta, o Banco Central mantém as reservas aplicadas em ativo de baixo rendimento, como títulos do tesouro americano. Uma mudança repentina de cenário, produzida por esses desequilíbrios ou fatores externos, pode promover uma saída rápida desses capitais de curto prazo e uma pressão sobre a taxa de câmbio e as reservas. Embora as reservas internacionais do País, hoje, sejam da ordem de US\$ 380 bilhões, o País necessita anualmente de cerca de US\$ 80 bilhões para financiar o déficit em transações correntes, dos quais cerca de US\$ 60 bilhões virão de investimento estrangeiro direto. Além disso, uma desvalorização acentuada pode forçar a venda de dólares das reservas para atenuar o impacto fiscal do estoque de *swaps* (US\$ 90,7 bi). Deve-se observar que, qualquer que seja o resultado eleitoral, esse ajuste é inevitável. O resultado pode apenas influenciar sua velocidade.

Nesse cenário, como as empresas devem reagir? No cenário de longo prazo, os fundamentos apontam na direção de um real mais desvalorizado para ajustar as contas externas, ou seja, favorável aos exportadores. No entanto, a trajetória de ajustamento pode ser bastante acidentada. No curto prazo, a valorização recente do real e a queda da volatilidade possibilitam certa complacência e tomada de riscos excessivos por parte dos agentes. O acúmulo dos desequilíbrios pode ser sucedido por uma reversão súbita de expectativas e um *overshooting* da taxa de câmbio. Por isso, esteja preparado, evitando exposições não protegidas em passivos em dólar. ■

* Professor da Escola de Economia de São Paulo (EESP- FGV)