

O Câmbio e o Banco Central

O momento é oportuno para, gradualmente, o BCB reduzir o hedge cambial e acumular reservas, sem sinalizar um piso para o câmbio.

Márcio G. P. Garcia¹
15 de maio de 2003

Um importante resultado de finanças internacionais é o da trindade inconsistente: um país não pode ter simultaneamente liberdade dos fluxos internacionais de capitais, controle sobre a taxa de juro, e sobre a taxa de câmbio. Se um país pratica o regime de meta de inflação—segundo o qual a taxa de juro deve ser gerenciada de forma a fazer a inflação futura convergir para uma meta—, ele não pode pretender controlar a taxa de câmbio. Se tentasse fixar o câmbio, movimentos de arbitragem financeira (compra barato e vende caro) frustrariam tal objetivo.

Mas qual é a taxa de câmbio ideal? Não é incomum, como ocorre hoje no Brasil, que objetivos distintos levem a diferentes respostas. Para o controle da inflação, quanto mais baixa a taxa de câmbio melhor. Para o saldo do balanço comercial, quanto mais alta melhor. Ou seja, ainda que se pudesse controlar a taxa de câmbio, provavelmente não haveria consenso sobre qual ela deveria ser. De qualquer forma, tal discussão não é relevante, porque não é possível controlar a taxa de câmbio real, que é a que importa.

A literatura sobre taxas de câmbio mostra que os movimentos conjuntos da taxa nominal de câmbio e dos índices de preços tendem a gerar uma convergência de longo prazo para uma taxa de câmbio real de equilíbrio. O equilíbrio de longo prazo da taxa de câmbio real é algo determinado por parâmetros fundamentais da economia, sobre a maior parte dos quais os bancos centrais não têm controle. Assim, tudo o que os bancos centrais podem fazer é intervir nesse processo de convergência, procurando reduzir a volatilidade. Quando erram a mão, tentando por exemplo manter um câmbio real muito apreciado em relação ao equilíbrio para baixar a inflação, como fizemos antes de 1999, o resultado é uma grande desvalorização. Quando tentam manter um câmbio real excessivamente depreciado para gerar elevados saldos comerciais, como fizemos na década de 80, o resultado é uma aceleração inflacionária. O que então deve e pode fazer o Banco Central do Brasil (BCB) frente a atual apreciação cambial?

A taxa de câmbio nominal depreciou-se exageradamente em 2002 basicamente por duas razões: a falta de liquidez no mercado internacional para devedores arriscados (aqueles que não têm a ISO 9000 do mercado financeiro internacional, conhecida como “investment grade”), e o medo que a candidatura Lula então causava nos investidores. Quando o dólar ultrapassou os R\$3,80, tornou-se fácil exportar qualquer coisa. Não obstante, um exportador prudente que olhasse para um horizonte de meses ou anos à frente provavelmente não tomaria tal taxa de câmbio como a que vigoraria no futuro. Bastaria que olhasse os mercados futuros de câmbio, que então projetavam apreciação. A taxa de câmbio

¹ Professor do Departamento de Economia da PUC-Rio e professor visitante do CREDPR / Stanford University escreve mensalmente neste espaço às sextas-feiras (<http://www.econ.puc-rio.br/mgarcia>).

real daquele momento estava claramente depreciada em relação ao longo prazo, e sabia-se que deveria se apreciar através de uma das duas formas possíveis: a taxa de câmbio nominal iria se apreciar, e/ou a inflação doméstica iria aumentar em relação à inflação internacional.

As duas condições que causaram a exagerada depreciação cambial de 2002 têm gradualmente se revertido. Tanto a liquidez para devedores arriscados tem aumentado, quanto o governo Lula tem sido uma grata surpresa, reafirmando as políticas macroeconômicas coerentes, e prosseguindo com as reformas incompletas deixadas pelo governo anterior.

Simultaneamente, o BCB efetuou sucessivas elevações da taxa Selic para o atual patamar de 26,5% a fim de combater o repasse da inflação gerada pelo depreciação cambial de 2002 aos demais preços da economia, que ameaçava ressuscitar o conhecido fantasma da inércia inflacionária. O juro doméstico anormalmente alto (para impedir que o soluço inflacionário se torne permanente) aliado ao maior apetite por risco dos credores internacionais, e aos juros internacionais anormalmente baixos têm trazido de volta os capitais de curto prazo, ocasionando a apreciação cambial que tem gerado tanta gritaria.

Entretanto, tal como não era razoável achar que o câmbio real vigente em setembro do ano passado fosse perdurar, tampouco é razoável admitir que os juros vão se manter tão altos por um longo período, atraindo tanto capital de curto prazo. Quando a inflação ceder, o BCB reduzirá o juro nominal de forma a reduzir o juro real. A redução do juro, reduzirá o influxo de capitais de empréstimo, fazendo diminuir a pressão para a apreciação do câmbio. É preciso esperar para ver.

A estridência da gritaria recente sobre o câmbio parece refletir mais a agonia dos especuladores comprados em câmbio nos mercados financeiros do que as justas apreensões dos exportadores que investiram acreditando na lucratividade futura de seus negócios. Alguns meses de câmbio anormalmente apreciado não matam nenhum exportador, mas podem causar prejuízos enormes aos especuladores.

Há uma função didática em tal apreciação temporária; a de mostrar que há risco nos dois lados, para cima e para baixo. Assim, na próxima vez que os fluxos financeiros mudarem de humor, os especuladores não comprarão tanto câmbio quanto comprariam sob a suposição de haver um piso para a taxa cambial (risco unilateral). Adicionalmente, exportadores podem se animar em oferecer hedge cambial no mercado, função hoje quase exclusiva do BCB. Ambos os movimentos contribuiriam para a redução da volatilidade cambial, que prejudica a produção e a exportação.

Para que a convergência se dê à taxa de câmbio real de equilíbrio da economia, é necessário que o BCB retire do sistema o excesso de “hedge” (cobertura) cambial que colocou no ano passado, sob a forma de “swap” cambiais e dívida pública interna indexada ao dólar. Além disso, a experiência de outros mercados emergentes sugere que um bom estoque de reservas cambiais é necessário para diminuir a vulnerabilidade aos erráticos fluxos de capitais. O atual momento é propício para ambos os movimentos: diminuir o “hedge” cambial e acumular reservas internacionais. Conjuntamente, tais medidas reduzirão o descasamento cambial do governo. A implementação delas deverá exigir do BCB perícia para evitar a impressão de que se quer implicitamente fixar um piso para o câmbio.