

O BC e a Política Cambial

Márcio G. P. Garcia¹
13 de dezembro, 2013

O objetivo das intervenções cambiais não pode ser o de impedir a depreciação do real.

O anúncio, em 22 de maio, de que a ultra expansão monetária empreendida pelo FED, conhecida como QE3, iria ser paulatinamente reduzida no futuro (*tapering*) levou a uma revoada dos investidores de volta aos títulos e ações das economias desenvolvidas, o que deu lugar a uma significativa depreciação das moedas dos países emergentes. Entre maio e agosto, o real depreciou-se em mais de 20%, com o dólar subindo de R\$2 para R\$2,45.

O BC passou a intervir pesadamente, via swaps cambiais, em operações semelhantes à venda de dólar futuro. Após ofertar US\$ 43,9 bilhões em swaps cambiais, em 22/08, o BC anunciou um programa no qual se comprometia a vender meio bilhão dólares em swaps, de segunda a quinta-feira, além de leiloar um bilhão em linha de crédito às sextas-feiras. Tal programa, em conjunto com as intervenções anteriores, totalizaria 100 bilhões de dólares de intervenções em 2013. Até o dia 11 de dezembro, o BC já vendeu 76,6 bilhões de swaps e emprestou 14,7 bilhões aos bancos. O gráfico ilustra a evolução das intervenções do BC e da taxa de câmbio. O anúncio do programa do BC coincidiu com a reversão da depreciação. Mas é bom ter em conta que a decisão do FED de adiar o *tapering*, em meados de setembro, também permitiu a apreciação de diversas outras moedas.

Na semana passada, o BC anunciou que iria prosseguir com o programa em 2014, com alguns ajustes, que devem ser anunciados nos próximos dias. Que ajustes seriam recomendáveis? O que deveria o BC fazer daqui para frente?

A questão central é: qual é o objetivo das intervenções do BC? O atual déficit em conta-corrente, uma medida da necessidade de recorrer à poupança externa, está em elevados 3,7% do PIB (cerca de US\$ 80 bi). Dado que continuamos a investir pouco (menos de 20% do PIB), déficit em conta-corrente tão elevado indica que estamos usando a poupança externa para consumir acima do que produzimos. E isso é preocupante.

A melhor forma de reduzir o déficit em conta-corrente é via depreciação da taxa de câmbio real, o que exigiria deixar a taxa de câmbio nominal se depreciar acima da diferença entre a inflação brasileira e a dos nossos parceiros comerciais. Caso as intervenções do BC nos mercados cambiais estejam emperrando a depreciação do real, elas estariam, também, dificultando o ajuste externo da economia, o que não é bom.

¹ Ph.D. por Stanford, Professor da Cátedra Vinci de Economia, PUC-Rio, escreve neste espaço uma sexta-feira por mês. Em 2013, é Visiting Scholar na Sloan School, MIT, e NBER. Todos os erros são de minha responsabilidade.

A preocupação do BC com a depreciação do câmbio deve-se à inflação, desde 2010 muito pressionada. Manipular diretamente a taxa de câmbio para manter a inflação na meta não é a melhor estratégia macroeconômica, pois emperraria a correção do desequilíbrio externo da economia. Melhor seria combinar a elevação de juros ora em curso com um verdadeiro ajuste fiscal, reduzindo gastos públicos e empréstimos subsidiados concedidos por bancos públicos, deixando o câmbio depreciar. Mas é muito improvável que isso venha a ocorrer em ano eleitoral, a despeito das recentes declarações oficiais em contrário. O cenário mais provável para 2014 é que a política macroeconômica combine a continuidade das atuais políticas fiscal e parafiscal expansionistas com elevação moderada da Selic e intervenções cambiais, como já anunciado pelo BC.

Essa combinação de políticas macroeconômicas levaria os agentes econômicos a duvidar ainda mais de que o objetivo das intervenções cambiais do BC seja tão-somente o de prover liquidez e mitigar excessos de volatilidade. Isso é especialmente verdade se o programa de intervenções para 2014 mantiver o caráter de “rações diárias” de vendas de swaps pelo BC. Afinal, se o objetivo é prover liquidez, faz pouco sentido intervir todos os dias, mesmo quando não há falta de liquidez.

Tendo em conta o poder de fogo que lhe é dado pelos US\$ 360 bi de reservas cambiais, o BC pode continuar intervindo por muito tempo ainda nos mercados cambiais. Se, contudo, o fizer com o objetivo de impedir que a taxa de câmbio ultrapasse determinado patamar, em vez de simplesmente garantir a liquidez dos mercados cambiais, estará gerando um problema potencial muito maior no futuro.

Sabemos por experiência própria que câmbio artificialmente apreciado tende a gerar desvalorizações rápidas e intensas, o que, dentre outros malefícios, desorganiza o comércio internacional do país, gera problemas patrimoniais para as firmas endividadas em dólar e eleva a inflação. Não convém ao país voltar a se enveredar por tais descaminhos.

Intervenções Cambiais e Taxa de Câmbio

