

Câmbio apreciado veio para ficar

Angela Bittencourt | De São Paulo

Aline Massuca/Valor



Márcio Garcia explica que conter valorização do real não dispensa a aplicação do receituário clássico que recomenda ao governo um aperto fiscal

Sem crises externas ou domésticas pela frente e com a economia pujante, o Brasil continuará vivendo com moeda forte. O câmbio apreciado veio para ficar. Mas tentar conter sua valorização não dispensa a aplicação do receituário clássico que recomenda ao governo um aperto fiscal. Esta é a avaliação do economista **Márcio Garcia, professor da PUC-RJ**. Especialista em operações cambiais e monetárias, Garcia explica que intervir no mercado via swap reverso, que tem efeito de compra de dólares no mercado futuro, é apenas marginalmente mais barato do que intervir via compra de reservas.

O economista entende que não é a diferença de custo que justifica intervir via swap reversos. A melhor justificativa do Banco Central para fazer essa operação, avalia o economista, está na possível maior eficiência da intervenção conjunta (spot e futuro) para depreciar o real. "No entanto, eu não acho que tal argumento tenha muito mérito. Mas é uma questão empírica. Com os dados das atuais intervenções, espero, nos próximos meses, poder dirimir esta dúvida. O mesmo vale para as intervenções a termo com entrega física", afirma.

Leia abaixo destaques da entrevista de Márcio Garcia ao **Valor**:

Valor: *O governo conseguirá conter a apreciação do real ou a apreciação veio para ficar?*

Márcio Garcia : O câmbio apreciado veio para ficar, a não ser que ocorra uma crise externa, que parece que não vai haver, ou uma crise interna, que sempre podemos engendrar, a exemplo de Hugo Chávez, que consegue fazer o PIB da Venezuela diminuir, apesar de todo seu potencial. No cenário bom, vamos continuar crescendo num mundo onde as principais economias estarão se recuperando. Nossa principal missão é saber como tirar o melhor proveito dessa situação, crescendo mais e melhorando a vida da população, sobretudo a mais pobre.

Valor: *Existe saída para o governo?*

Garcia : Para esfriar a demanda e depreciar a taxa real de câmbio, o receituário clássico manda fazer um aperto fiscal. E, no Brasil, o efeito seria ainda mais importante, uma vez que o Banco Central precisa sustentar o juro alto para manter a inflação sob controle por causa da expansão da demanda. Se houvesse uma ajuda da política fiscal, os juros poderiam ser bem mais baixos, atraindo menos capital e ajudando a depreciar a taxa de câmbio nominal e a taxa real, que é a que interessa para a competitividade. É muito claro, há muito tempo, o que se deve fazer com a política fiscal, para aliviar a política monetária e mitigar a apreciação cambial. Mas até a virada [de governo] o Brasil vinha fazendo, segundo o nosso ministro da Fazenda, uma política fiscal anticíclica, embora o país estivesse crescendo a quase 8% ao ano. Agora, essa política anticíclica não seria mais necessária e teria início um grande ajuste fiscal. Antes tarde do que nunca. Aguarda-se, ansiosamente, os anúncios das medidas concretas. Nos próximos quinze dias tem que sair algo grande. Um corte grande, profundo, no Orçamento deste ano e a divulgação de um plano plurianual de controle do crescimento dos gastos correntes. E, embora já tenha havido declarações no sentido oposto, deve-se retomar os projetos de longo prazo como a reforma da previdência, a reforma trabalhista e tributária. O efeito sobre a taxa real de câmbio dos ajustes de longo prazo pode até não ser grande, mas o crescimento e a produtividade (e, portanto, a competitividade) serão muito beneficiados.

Intervenções do BC são muito caras porque o diferencial de juros implica custo fiscal da ordem de US\$ 30 bilhões ao ano"

Valor: *As medidas tomadas até agora são eficientes?*

Garcia : No curto prazo, o que se tem feito? Uma série de controles de entrada de capital e intervenções do Banco Central. Isso pode dar resultado? Muito pouco. Se continuar a política de afrouxamento monetário quantitativo do Federal Reserve (banco central americano), expulsando capital dos Estados Unidos, e a China prosseguir com intervenções para manter seu câmbio super depreciado, controles de entrada de capitais serão ineficientes, pois os agentes encontrarão formas de driblar esses controles.

Valor: *Qual é o problema das intervenções?*

Garcia : As intervenções têm o problema de serem extremamente caras, sobretudo se o Banco Central continuar elevando o juro. Há um amplo diferencial de juros que leva a um custo fiscal da ordem de US\$ 30 bilhões ao ano. É dinheiro toda vida. Possivelmente muito mais para do que precisaríamos para enfrentar qualquer percalço na economia mundial. Se tivéssemos hoje menos US\$ 100 bilhões de reservas, teríamos US\$ 200 bilhões, aproximadamente o valor que tínhamos quando eclodiu a crise internacional, após a falência do Lehman Brothers. O custo já seria reduzido a 2/3 do atual, o que não é pouca economia. Se aguentamos a tempestade perfeita em 2008 com US\$ 200 bilhões, por que precisamos mais agora? Recentemente, o BC voltou a intervir no mercado via swap reverso, que é

equivalente a comprar dólar futuro. Intervir via swap reverso é apenas marginalmente mais barato do que intervir via compra de reservas. Não é a diferença de custo que justificaria intervir via swap reverso. A melhor justificativa para fazê-lo está na possível maior eficiência da intervenção conjunta (spot e futuro) para depreciar o real. No entanto, eu não acho que tal argumento tenha muito mérito. Mas é uma questão empírica. Com os dados das atuais intervenções, espero, nos próximos meses, poder dirimir esta dúvida. O mesmo vale para as intervenções a termo com entrega física.

Valor: *E os controles de capital?*

Garcia : Como disse, não acho que controle de entrada de capitais sejam instrumentos eficientes para depreciar a taxa de câmbio, sobretudo se forem caros e permanecerem por longos períodos. A eficácia das intervenções cambiais esterilizadas dependem de os ativos financeiros brasileiros não serem substitutos perfeitos dos ativos estrangeiros. Isso vale quando se tem um mercado pequeno. Mas com a economia pujante, com comércio exterior e fluxo cambial maiores, mais e mais agentes no mundo querem colocar dinheiro no Brasil. Então, nossos ativos estão se tornando cada vez mais substitutos de ativos estrangeiros, caso em que a eficácia das intervenções cambiais esterilizadas diminui. Por exemplo, os bancos agora recolhem depósito compulsório sobre posições vendidas em câmbio, mas em algum momento alguém em algum banco vai encontrar uma saída para que a intermediação ou arbitragem seja feita através de uma empresa não regulada pela autoridade monetária. Medidas para driblar os controles já ocorreram no Brasil numa época em que o país exportava US\$ 50 bilhões. Hoje, o Brasil exporta três vezes mais. É mais fácil, portanto, levar as arbitragens para fora dos bancos.

É necessário cautela com medidas porque podem gerar instabilidade regulatória e afugentar os investidores”

Valor: *O governo já esgotou o arsenal de medidas?*

Garcia : Temo que haja outros controles de entrada de capitais. E isso é um problema não só porque, no médio prazo, os controles não adiantarão, mas também porque, para crescermos a uma taxa de 5% ao ano, precisaremos de 4% a 5% do PIB de capital externo para financiar o excesso do investimento sobre a poupança doméstica. Em breve, isso será equivalente a US\$ 100 bilhões. Talvez em 2012 ou até em 2011. Portanto, quando dependemos de ingresso de capital desse tamanho, tomar medidas contra a entrada de capital é algo potencialmente problemático, inclusive, porque não dá para diferenciar o capital especulativo do capital que se quer atrair. Medidas podem acabar afugentando investidores de longo prazo, dos quais precisamos para crescermos a 5%. Não acho que as medidas tomadas até agora espantaram alguém. Mas a geração de mais e mais medidas cria instabilidade regulatória. Isso leva temor aos investidores e o país pode até pagar caro por isso. É necessário cautela. Por que não fazer primeiro o que se sabe que funciona, o ajuste fiscal? Como diz um colega, se o problema é no rim, não adianta mexer no estômago.