

O que esperar da taxa de câmbio

Márcio G. P. Garcia¹ - 9 de setembro, 2016

Sugestão de olho: Com cenário externo favorável, o ajuste fiscal abriria o caminho para maiores reduções da Selic.

Após acentuada depreciação em janeiro de 2016, quando voltou a níveis superiores a R\$4/US\$, a taxa de câmbio apreciou-se até atingir o atual patamar, ao redor de R\$ 3,25/US\$. Ainda que muitos fatores impactem a taxa de câmbio, dois desenvolvimentos foram fundamentais para o movimento de apreciação do real desde fevereiro.

No plano externo, houve modificação substancial nas expectativas em relação à normalização da política monetária nos EUA. Esperava-se, no início de 2016, que o FED prosseguisse no movimento de elevação da taxa básica de juros nos EUA, a taxa dos *fed funds*, iniciado em dezembro de 2015, impondo várias elevações durante 2016. Até agora, contudo, não houve sequer uma elevação de juros pelo FED em 2016, e diversos analistas defendem que não deveria haver elevações dos *fed funds* este ano. Bancos centrais de economias avançadas têm seguido o FED, criando um ambiente de juros extremamente baixos, ou mesmo negativos. Acredita-se haver, no mundo, mais de US\$ 10 trilhões em títulos de renda fixa com taxas de retorno negativas.

Já no plano interno, o avanço do impeachment, que sinalizava o fim da desastrosa política econômica do governo Dilma, esteve umbilicalmente associado à elevação dos preços de ativos brasileiros. Mesmo assim, o BC não reduziu a taxa Selic, devido à renitência da inflação.

A atração exercida pelos altos juros brasileiros sobre os investidores internacionais é enorme. Juros reais elevados, amplificados pela apreciação do real, asseguraram alto retorno aos investidores que compraram papéis brasileiros. O mesmo ocorreu com a bolsa de valores brasileira.

Mas quais são as perspectivas para os próximos meses? A tabela mostra as principais combinações de cenários externo e interno. A principal incerteza que domina o cenário externo é como prosseguirá a elevação de juros pelo FED. Já no plano interno, passado o impeachment, a maior dúvida está relacionada ao avanço da aprovação das medidas associadas ao ajuste fiscal, sobretudo a “PEC do teto” e a reforma previdenciária.

Com base em duas hipóteses polares sobre cada uma dessas fontes de incerteza, geram-se quatro cenários principais. Na tabela, o cenário a noroeste combina a continuidade da política monetária extremamente expansionista no mundo com avanços no ajuste fiscal no Brasil. Tal cenário possibilitaria ao BC reduzir mais rapidamente a taxa Selic, sem pôr em risco a redução da inflação em curso, o que seria extremamente positivo para a retomada do crescimento. A melhora das perspectivas de nossa economia atrairia mais capitais, tanto para investimentos diretos, quanto para portfolio, bolsa e renda fixa,

¹Ph.D. por Stanford, professor do Departamento de Economia da PUC-Rio, escreve neste espaço uma sexta-feira a cada mês.

mesmo com a redução da Selic pelo BC. O risco país cairia e a taxa de câmbio se apreciaria.

Já o cenário a nordeste, no qual o prosseguimento da frouxidão monetária internacional combina-se com o malogro do ajuste fiscal, resultaria na impossibilidade de o BC acelerar a redução da Selic. Neste cenário, o risco país não cairia, mas o alto diferencial de juros deverá garantir fluxos especulativos associados ao *carry-trade*, pelo menos enquanto o país dispuser de elevadas reservas cambiais. Consequentemente, o real também deve continuar a se apreciar em relação ao dólar.

Em contrapartida, o cenário a sudoeste, que combina aumentos dos *fed funds* com o sucesso do ajuste fiscal, deve permitir ao BC reduzir rapidamente os juros. Neste cenário, o setor externo estimularia a depreciação do real, enquanto o cenário interno atuaria no sentido contrário, o que, em princípio, não traria uma tendência definida para a taxa de câmbio.

Por fim, o cenário a sudeste, que combina elevações dos *fed funds* com o fracasso do ajuste fiscal, estaria associado a uma fuga de capitais com depreciação cambial. Este é, sem dúvida, o pior cenário para a economia brasileira. Nele, a recessão prosseguirá, mas, ainda assim, o BC será forçado a manter altos juros. Alternativamente, uma outra equipe à frente do BC poderia reduzir os juros e permitir a elevação da inflação. Em qualquer dos casos, intervenções cambiais não lograriam evitar a depreciação.

O melhor cenário para o BC seria o cenário a sudoeste, no qual a elevação dos *fed funds* combina-se ao sucesso do ajuste fiscal, na esteira de uma provável redução nos fluxos de capitais especulativos. O BC sofreria menos pressões para atuar sobre a taxa de câmbio. Já nos cenários na parte de cima da tabela, a apreciação do real deve resultar em grande pressão sobre as Autoridades Monetárias para contê-la. No cenário a noroeste, com ajuste fiscal, eventuais intervenções cambiais temporárias poderiam ser eficazes, no sentido de impedir apreciações excessivas. Já no cenário a nordeste, com malogro do ajuste fiscal, eventuais intervenções cambiais só causariam mais danos, pois os fluxos de *carry trade* provavelmente continuariam até que a deterioração da solvência fiscal, sobretudo se associada à perda de reservas cambiais, acabasse por provocar fuga de capitais, aumento do risco país e depreciação cambial.

O desempenho da economia brasileira dependerá, como sempre, do cenário externo, mas continuam sendo boas as perspectivas caso não se postergue, uma vez mais, a imprescindível redução da velocidade de aumento dos gastos fiscais.

Prováveis reações da política monetária às diferentes combinações de cenários internos e externos, e consequências para a taxa de câmbio			
		Interno	
		Ajuste Fiscal Avança	Ajuste Fiscal não Avança
Externo	Fed Não Aumenta Juros	BC Reduz Juros mais rapidamente	BC mantém juros altos por mais tempo
		Apreciação Cambial devida à entrada de fluxos de FDI + portfolio (ações e renda fixa)	Apreciação cambial devida ao carry trade
	Fed Aumenta Juros	BC Reduz Juros mais rapidamente	BC mantém juros altos
		Taxa de câmbio sem tendência definida	Fuga de capitais e depreciação cambial