

Ajuste nas contas correntes: os dois lados da moeda

AFFONSO CELSO PASTORE
06/03/2016

Nos últimos 18 meses a única boa notícia sobre a economia brasileira tem sido a queda do déficit em contas correntes. Em dezembro de 2014 tínhamos um déficit de US\$ 104 bilhões, que caiu para US\$ 58,9 bilhões em dezembro de 2015, caminhando para algo em torno de US\$ 15 bilhões em 2016. A depreciação cambial tem papel preponderante neste ajuste, e foi determinada fundamentalmente pelos riscos associados à deterioração fiscal.

Até recentemente eu apresentava como evidência da relação entre o câmbio e os riscos um gráfico mostrando a elevada correlação positiva entre as cotações do CDS brasileiro e a taxa cambial. Mas era frequentemente questionado sobre a “verdadeira informação” contida nas cotações do CDS, que é um derivativo que, para muitos, tem uma “natureza muito obscura”. Para evitar debates infrutíferos peço que deixem de lado as cotações do CDS, e olhem apenas para o EMBI-Brasil, que mede quanto por cento os yields dos títulos brasileiros de dívida soberana estão acima das taxas de juros dos títulos do Tesouro dos EUA. Esta é, claramente, uma medida de risco, cujo aumento leva à contração da demanda por ativos brasileiros no exterior, derrubando seus preços e elevando os spreads em relação à taxa de juros dos títulos do Tesouro dos EUA. Mas para um investidor estrangeiro estes ativos são substitutos dos ativos transacionados no Brasil (títulos da dívida pública, ações, etc.), cuja queda da demanda reduz os ingressos líquidos de capitais, depreciando a taxa cambial. Uma elevação do risco associado à política fiscal leva a um aumento do EMBI e à depreciação cambial e, como vemos no gráfico anexo, o EMBI e o CDS são praticamente idênticos.

Há uma clara sequência de eventos. Tudo se inicia com uma deterioração fiscal, que acarreta a elevação do risco que, por sua vez, reduz os ingressos líquidos de capitais e deprecia a taxa cambial, e isto leva a uma melhora no déficit nas contas correntes. Mas a ordem nesta sequência de eventos depende de uma outra condição – que até aqui permaneceu oculta –, que é a alteração ocorrida a partir do início de 2012 na forma como o Banco Central se comporta no mercado de câmbio.

No passado, eram frequentes os períodos nos quais havia ingressos de capitais muito superiores aos déficits nas contas correntes, com o Banco Central comprando todo este excesso, que era adicionado às reservas. Mas a partir do início de 2012, independentemente da magnitude dos fluxos cambiais, o Banco Central deixou de comprar ou vender no mercado à vista de câmbio. Se eu desse esta informação aos meus alunos eles concluiriam que (apesar das intervenções no mercado futuro) entramos em um regime de livre flutuação, que garante o equilíbrio no balanço de pagamentos. Contudo, melhor do que a intuição dos alunos é o veredicto dos dados. Em 2014 a conta financeira e de capital registrou um ingresso líquido de US\$111,7 bilhões contra um déficit nas contas correntes muito próximo, de US\$104,2 bilhões, e em 2015 o ingresso líquido na conta financeira e de capitais foi de US\$ 58,9 contra os mesmos US\$ 58,9 de déficit nas contas correntes.

Uma igualdade ocorreu também em 2013. Notem que entre 2014 e 2015 o déficit nas contas correntes caiu em torno de US\$ 50 bilhões e esta foi, também, a queda nos ingressos de capitais. A menos de pequenas discrepâncias, captadas nos “erros e omissões” ou em pequenas variações nas reservas, desde que o Banco Central

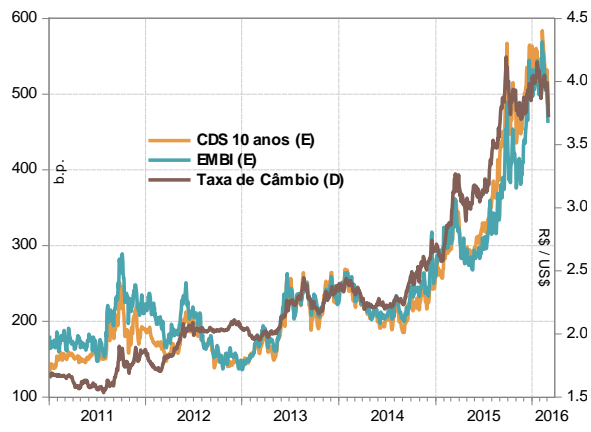
deixou de frequentar o mercado à vista de câmbio o balanço de pagamentos tem se mantido próximo do equilíbrio. A consequência é que um choque que eleve os riscos reduz o ingresso de capitais, depreciando o câmbio e acarretando a queda de igual magnitude do déficit nas contas correntes, estabelecendo a sequência de eventos comentada acima.

O que ocorreria se, em meio ao desajuste fiscal, o governo cedesse às pressões para vender reservas? Se chegarmos ao extremo de vender uma quantidade de reservas que reduza significativamente a volatilidade do câmbio, estaremos sinalizando afastamento da flutuação cambial (e do equilíbrio no balanço de pagamentos) e nos aproximando do regime de câmbio fixo, no qual na presença de um forte desequilíbrio fiscal ocorre um ataque especulativo, como foi há muitos anos demonstrado por Krugman. Ao risco fiscal estaria sendo adicionado o risco da solvência externa, acarretando um aumento adicional dos prêmios de risco (EMBI e CDS), contraindo ainda mais a demanda por ativos brasileiros e reduzindo os ingressos líquidos de capitais. Vende reservas o país que tem uma situação fiscal sólida, e não um país cujo desequilíbrio fiscal conduziu a um crescimento não sustentável da dívida pública.

Mas este não é o final da história. A elevação dos riscos não penaliza apenas os bônus de dívida soberana, mas também as taxas de juros de todos os bonds corporativos colocados no mercado financeiro internacional. Para financiar seus investimentos em capital fixo as empresas tomam empréstimos de longo prazo, quer no BNDES, quer no mercado financeiro internacional. Ocorre que a elevação dos spreads dos títulos de dívida soberana provocou, também, a elevação das taxas de juros dos bonds corporativos, e a menos que a situação fiscal se altere profundamente as empresas terão de captar recursos a custos mais elevados, mesmo diante das baixas taxas de juros nos Estados Unidos. Para não trabalhar com dados de empresas individuais, e sim com o que ocorreu para o conjunto das empresas privadas, Marcelo Gazzano estimou a tendência dos prêmios dos bonds corporativos usando a técnica das componentes principais. O trabalho confirmou a intuição, de que as taxas de juros dos títulos privados tiveram uma elevação muito próxima da ocorrida no caso dos CDS e do EMBI.

Quando o Brasil perdeu o grau de investimento era frequente ouvirmos políticos e responsáveis pela política econômica afirmarem que isto não teria importância. Afinal, as agências de classificação de risco são muito criticadas, mesmo nos Estados Unidos, e por isso não deveríamos prestar muita atenção ao seu julgamento. Se as autoridades brasileiras tivessem tido a humildade de perceber qual é o custo da perda do grau de investimento, talvez tivesse tido outra atitude em relação ao ajuste fiscal, e evitado uma contração adicional dos investimentos em capital fixo, acentuando a recessão. Infelizmente o aumento dos riscos beneficiou as exportações líquidas, dado que depreciou o real, mas gerou um efeito na direção contrária nos investimentos em capital fixo.

Se o governo quiser recolocar o País em uma trajetória de crescimento, terá de encontrar uma resolução para o problema fiscal, mas não pode fazê-lo através de "soluções fáceis", como o aumento dos gastos públicos; ou a venda de reservas internacionais. Terá de fazê-lo atacando o problema na sua origem, que começa com a execução de reformas. Para tanto, precisamos de um governo que pense no país ao invés de pensar apenas em se manter, a todo custo, no poder.



Copyright Grupo Estado. Todos os direitos reservados.