

## Corremos o risco de nova sobrevalorização cambial?

AFFONSO CELSO PASTORE  
03/04/2016

Em 2011 o real atingiu o nível mais valorizado desde a adoção do regime de metas de inflação, em 1999. Daí em diante, contudo, passou a se depreciar, e este movimento se acentuou em 2014. O enfraquecimento do real nos últimos anos é em grande parte a consequência da enorme massa de erros cometidos pelo governo Rousseff, que colocou a dívida pública em um crescimento explosivo, elevando os riscos e contraindo a demanda por ativos brasileiros, levando simultaneamente à depreciação cambial e ao aumento das cotações do CDS brasileiro.

Nas últimas semanas, contudo, ocorreu uma inversão de tendência, com o real chegando próximo de R\$ 3,60/US\$, e as cotações do CDS de dez anos despencando mais de 100 pontos base. Infelizmente tal movimento não se deve à melhora na política fiscal, que teria reduzido os riscos. Ao contrário, na tentativa desesperada de combater o impeachment o governo entrou em uma fase ainda mais aguda de populismo econômico, piorando em muito a qualidade da política fiscal. A inversão de rumo da taxa de câmbio se deve ao aumento da demanda por ativos brasileiros provocada pelo crescimento da probabilidade de que ocorra o impeachment, com a expectativa de que o novo governo execute uma agenda de reformas, restabelecendo a disciplina fiscal e estimulando os investimentos e o aumento da produtividade.

O futuro dirá se isto vai ou não ocorrer, mas já há quem comece a bradar contra uma possível onda de valorização cambial, que removeria uma das únicas forças que, por enquanto, podem estimular o crescimento da demanda, levando à recuperação da economia. Se, de fato, tivermos um novo governo que comece a executar uma agenda de reformas, é inevitável que ocorra um aumento nos ingressos de capitais, mas será que isto nos levará inexoravelmente a um ciclo de acentuada valorização cambial?

Para dar uma resposta temos de começar olhando para as forças por trás do comportamento do câmbio real, que é o conceito de câmbio relevante para determinar a competitividade das exportações e da produção doméstica de bens substitutos de importações. No gráfico anexo superponho a estimativa do câmbio real, que consiste em uma média ponderada (pelas participações no comércio) das taxas cambiais dos principais parceiros de comércio, deflacionada pelo índice de preços aos consumidores. A outra série representa as relações de troca, ou o quociente entre os preços em dólares das exportações e importações brasileiras. É muito claro que os ganhos de relações de troca estão associados à valorização do câmbio real (e vice-versa), e a menos que o Brasil fosse suficientemente grande para que com as mudanças nas suas importações e exportações (provocadas por alterações no câmbio real) mudasse os preços internacionais, temos de concluir que a direção de causalidade vai das relações de troca para o câmbio real, e não o contrário. O último surto de aumento de relações de troca ocorreu entre 2009 e 2011, quando a forte recuperação da China levou ao aumento dos preços das commodities, e este movimento está associado ao ciclo de valorização do câmbio real.

No último artigo mostrei que a depreciação do câmbio nominal de 2011 em diante acompanhou o crescimento dos riscos, e agora estou mostrando que nesse período a depreciação do câmbio real acompanhou a deterioração dos termos de troca. O resumo da ópera é que se quisermos ter uma ideia da direção na qual a taxa cambial

se move não podemos olhar apenas para o câmbio nominal. Temos de olhar, também, para o câmbio real. Da mesma forma como na física, dependendo de como é feita a observação, a luz é interpretada ou como uma partícula (o fóton) ou como uma onda, levando ao que ficou definido como dualidade onda/partícula, há uma dualidade da taxa cambial, que dependendo da observação pode ser caracterizada como um preço de um ativo (o câmbio nominal), ou como um preço relativo entre bens transacionáveis e não transacionáveis (o câmbio real) e este último, repito, é o único que permite aferir a evolução da competitividade das exportações e da produção de bens substitutos de importações.

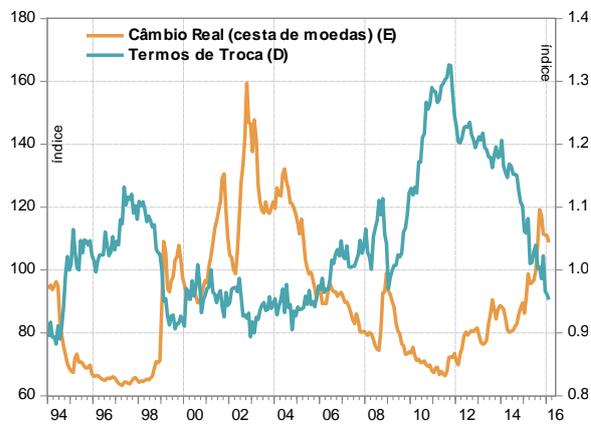
Com o encerramento da fase aguda da crise internacional, em 2009, assistimos a uma valorização do real devida em parte ao retorno dos ingressos de capitais. Mas se olharmos para a outra dimensão da taxa cambial – o câmbio real –, veremos que houve também forte pressão para a valorização vinda dos ganhos de relações de troca, que atingiram o máximo valor histórico exatamente no ponto no qual o câmbio real atingiu a sua máxima valorização histórica (a linha vertical no gráfico). Se nos concentrarmos apenas em um dos lados da dualidade cambial seremos tentados a atribuir a depreciação ocorrida a partir de 2011 apenas ao crescimento do risco, quando na realidade ela foi devida, também, à enorme perda de relações de troca.

A esta altura do ano de 2016 nos deparamos com a possibilidade de uma mudança de governo, elevando o otimismo no mercado financeiro, o que estimula os ingressos de capitais. Mas diferentemente do que ocorreu no ciclo de forte valorização encerrado em 2011, desta vez as relações de troca já estão próximas de seu mínimo valor histórico e continuam em queda, o que exerce uma força na direção contrária à proveniente da queda dos riscos.

Mas será que estamos imunes à surpresa de uma nova inversão no comportamento das relações de troca? Afinal, nas últimas semanas ocorreu um aumento dos preços do minério de ferro e do petróleo, ao lado de notícias esparsas de que as autoridades chinesas tudo farão para estimular o crescimento. Em vez de dar apenas mais um “palpite”, olhemos para os resultados de um estudo recente de Thomas Klitgaard e Harry Wheeler (“What Tracks Commodity Prices”; Liberty Street Economics). Ele mostra que a queda dos preços de commodities se deve ao efeito combinado da desaceleração do crescimento mundial (que inclui a desaceleração da China, é claro), ao lado do fortalecimento do dólar norte americano (afinal, os preços das commodities são referidos ao dólar, e os EUA vêm mantendo juros mais elevados do que Europa e Japão, ao lado de terem um risco muito menor). Nenhuma destas duas forças (inclusive o fraco crescimento da China) devem se alterar no futuro próximo, de forma que assistiremos a um longo período no qual as relações de troca no Brasil deverão permanecer baixas ou mesmo em queda, sustentando o real mais depreciado. Esta é uma situação muito diferente da que ocorreu entre 2009 e 2011, quando cresceram os ingressos de capitais ao lado da explosão no crescimento das relações de troca. Naquele período ocorreu a soma de duas forças levando ao fortalecimento do real. Agora uma delas – as relações de troca – está atuando na direção contrária.

Mas se as relações de troca não tiverem força suficiente para sustentar o real, o Banco Central tem um enorme estoque (mais de US\$ 100 bilhões) de swaps cambiais, que pode usar para impedir uma valorização mais intensa. Só precisa do entendimento correto sobre a dualidade da taxa cambial e a coragem necessária para

tomar a rota oposta à que usou nos últimos anos, quando o medo de que a depreciação acentuasse a inflação (que vinha crescendo devido aos erros na fixação da taxa Selic) o levou a vender esta enorme montanha de swaps cambiais, com expressivo custo fiscal.



Copyright Grupo Estado. Todos os direitos reservados.