

Câmbio: adiar ajuste poder sair caro

José Luis Oreiro e Nelson Marconi

Valor, 13.05.11

Uma desvalorização de 30% da taxa real de câmbio geraria, no pior cenário, uma queda de 6,5% do salário real

Atualmente parece haver se formado um consenso de que a taxa real de câmbio no Brasil se encontra sobrevalorizada (em torno de 30%), e que essa sobrevalorização tem reflexos negativos sobre a competitividade externa do país, produzindo uma deterioração progressiva da conta de transações correntes, além de acentuar o processo de desindustrialização vivenciado pela economia brasileira desde o final da década de 1980. Menos consensual, contudo, é o que deve ser feito para lidar com o problema, mesmo porque a valorização cambial está, novamente, sendo utilizada como instrumento de controle inflacionário.

De um lado, existem aqueles economistas que defendem uma mudança imediata na política cambial, de maneira a produzir uma desvalorização administrada da taxa de câmbio. Essa desvalorização poderia ser feita de maneira gradual, ao longo de vários meses, por intermédio da introdução de uma banda cambial móvel (e exógena) por parte do Banco Central. O efeito inflacionário da desvalorização do câmbio seria puramente temporário, se esta for acompanhada de medidas adicionais de desindexação da economia, o que inclui a extinção dos títulos públicos indexados pela Selic; e um ajuste fiscal mais forte, visando controlar a demanda agregada, com a introdução de um teto consideravelmente restrito para o crescimento dos gastos de custeio do governo. Nesse contexto, o simples alongamento do prazo de convergência da inflação para a meta de 4,5% ao ano (de 12 meses para 24 ou 36 meses), em conjunto com tais medidas, permitiria um ajuste da taxa de câmbio sem comprometer a estabilidade da taxa de inflação a médio prazo.

De outro lado, temos aqueles economistas que acreditam que não só é impossível se fazer uma desvalorização administrada da taxa de câmbio como ainda avaliam que a queda do salário real resultante de uma desvalorização cambial seria tão grande que tornaria a mesma inviável do ponto de vista político.

Nesse contexto, a única opção restante para se fazer o ajuste necessário da taxa de câmbio seria deixar o ajuste por conta do "mercado"; ou seja, esperar até que a deterioração da conta de transações correntes do balanço de pagamentos minasse os "fundamentos" da economia brasileira a ponto de ocorrer uma "parada súbita" da

entrada de capitais no Brasil. Essa "parada súbita" do financiamento externo produziria, num regime de câmbio flutuante, um ajuste instantâneo da taxa de câmbio, eliminando-se de imediato a sobrevalorização cambial.

Está claro que esse ajuste do câmbio produziria uma queda do salário real; mas, nesse caso, a responsabilidade por essa queda seria atribuída pelos trabalhadores à crise cambial, e não ao governo. Além disso, o elevado nível de reservas internacionais à disposição do país atuaria no sentido de moderar o ritmo de desvalorização cambial, evitando assim o temido efeito de "overshooting" cambial e permitindo que o Banco Central (BC) adotasse uma política monetária menos restritiva, dado o menor impacto inflacionário do ajuste da taxa de câmbio.

Os autores deste artigo defendem que o ajuste do câmbio deve ser feito por uma mudança na política cambial, em vez de ser feito via "mercado", pois acreditamos que o custo político do ajuste via mudança na política cambial está superestimado, ao passo que o custo econômico do ajuste via mercado está subestimado.

Para avaliar o custo político de uma desvalorização do câmbio, estimamos um modelo econométrico no qual o salário real foi regredido contra a taxa real efetiva de câmbio e a taxa de desemprego, a primeira com uma defasagem de 12 meses e a segunda com defasagens de 6 e 7 meses. O período analisado foi de março de 2003 a janeiro deste ano. Os resultados do modelo mostraram que a elasticidade do salário real com respeito à taxa de câmbio varia entre - 0,18 e - 0,24, dependendo do número de períodos de defasagens utilizado para a taxa de desemprego. Isso significa que, segundo essas estimativas, uma desvalorização de 30% da taxa real de câmbio geraria, no pior cenário, uma queda de 6,5% do salário real após um ano e, no melhor cenário, uma queda de 4,8% do salário real.

Quanto à tese de que as reservas internacionais podem amortecer os efeitos de uma "parada súbita" de financiamento externo, deve-se observar que uma parcela não desprezível das mesmas foi financiada com capital de curto prazo e empréstimos. Entre janeiro de 2003 e fevereiro de 2011, as reservas tiveram um acréscimo de cerca de US\$ 268 bilhões. No mesmo período, o acumulado do saldo em conta corrente e investimento estrangeiro direto alcançou US\$ 163 bilhões.

Isso significa que cerca de 40% do acúmulo de reservas foi financiado com investimento de portfólio e empréstimos externos de curto e longo prazo. Em outras palavras, uma parcela não desprezível das reservas é, de fato, propriedade de estrangeiros. Logo, num cenário de "parada súbita", o Brasil pode perder em poucas semanas uma fração expressiva de suas reservas internacionais e a possibilidade de "overshooting" da desvalorização cambial e aceleração acentuada da inflação não pode ser descartada.

Esse razoado aponta para a possibilidade de o custo político e econômico do ajuste súbito via "mercado" ser muito superior ao do ajuste gradual via mudança na política cambial.

José Luis Oreiro é professor do departamento de Economia da Universidade de Brasília e diretor da Associação Keynesiana Brasileira. E-mail: joreiro@unb.br.

Nelson Marconi é professor de economia da FGV/SP e bolsista do Ipea. E-mail: nelson.marconi@fgv.br.