

## O Banco Central e o câmbio

Segundo a visão de um experiente analista, BC pode estar alinhado com equipe econômica do governo na busca por um equilíbrio macroeconômico mais saudável, em que a política fiscal é contracionista, o câmbio desvalorizado e os juros baixo.

Fernando Dantas

O comunicado superdovish (em boa parte pela divulgação das novas projeções de inflação do modelo do BC) do Copom pós-reunião desta semana provocou algumas oscilações no mercado.

O real desvalorizou-se fortemente ontem, nitidamente mais que nos países pares. Ontem também, a curva de juros começou caindo forte, mas subiu depois, terminando próxima às máximas do dia, ainda que ainda em território de queda.

A combinação de depreciação do real e de volta da curva de juros, depois do mergulho inicial, levou à discussão sobre se o BC teria feito um “policy mistake”, um erro de política monetária.

A visão seria de que, ao exagerar no tom dovish do comunicado, o BC levou a uma depreciação excessiva do real, que – a perdurar – poderia ser contraproducente (pelo potencial inflacionário) para o tamanho e a extensão do ciclo de afrouxamento que ainda está em curso.

Mas hoje a curva de juros abriu o dia caindo. E o real se deprecia, mas moderadamente, no momento em que esta coluna está sendo escrita. Como as coisas estão mudando muito rápido, sempre há risco em escrever sob a perspectiva imediata. Pela fotografia de agora, a tese do “policy mistake” perde força. Mas e à tarde?

Um experiente analista profere uma opinião que em princípio é até um pouco óbvia: é cedo para dizer se é policy mistake ou não. Só mais à frente se perceberá se uma eventual desvalorização forte e persistente do real terá um impacto inflacionário relevante. E o BC sempre pode recalibrar sua comunicação no meio do caminho. Semana que vem, por exemplo, tem ata e RTI.

Mais relevante, na análise do gestor mencionado acima, é que ele vê também uma estratégia cambial nos sinais dovish do BC no comunicado da quarta-feira.

Ok, pelo protocolo do sistema de metas de inflação, o BC não tem que ter estratégia cambial. Mas isso não impede que perceba – e que tente a eles se contrapor ou não – os efeitos colaterais no câmbio de suas decisões sobre a Selic e sobre sua comunicação.

Esse analista considera evidente que o BC sabia que o real ia se depreciar com o comunicado de ontem. A sinalização de juros muito baixos à frente vai acabando com o espaço para carry trade (captar com juros baixos no exterior e aplicar em juros mais altos no Brasil) com o real.

Hoje, participantes do mercado relatam que multinacionais e exportadores já não se aproveitam tanto, como antes, de oportunidades de internalizar caixa em determinados momentos puramente pelo ganho com as altas taxas de juros domésticas. Da mesma forma, empresas brasileiras demandam dólares para liquidar dívidas na moeda americana, trocando-as por dívidas em real.

Na visão do analista, possivelmente o BC, no momento, se afina com o resto da equipe econômica para fazer uma reviravolta no regime macroeconômico prevalecente no Brasil por décadas.

Esse regime era caracterizado por uma expansão fiscal furibunda (gasto público crescendo a 6% ao ano em termos reais), com inflação pressionada, altos juros e câmbio tendendo a se apreciar, a não ser nos momentos de crise.

Curiosamente, os economistas heterodoxos se batiam por juros baixos e câmbio desvalorizado, mas pouco falavam de como o expansionismo fiscal se contrapunha a estes objetivos.

Já uma corrente de economistas mainstream pregava que seria justamente a contenção fiscal que permitiria esse equilíbrio macroeconômico defendido pelos heterodoxos (na verdade, ninguém discute que, para um país emergente como o Brasil, juro baixo e câmbio desvalorizado – sem inflação! – é um regime melhor).

Agora, na visão do gestor, o Brasil dá sinais de que pode ingressar nesse equilíbrio bom. As despesas públicas pararam de crescer em termos reais, e essa contenção fiscal, junto com a forte ociosidade ainda presente na economia brasileira, permite a combinação de juro baixo e câmbio depreciado.

Se a ideia é abrir a economia e expor a indústria brasileira à competição internacional, ele acrescenta, esse novo equilíbrio é bem melhor. Além disso, a desvalorização (sem inflação!) impulsiona o setor tradable, isto é a indústria, exatamente o que está engasgando na retomada agora.

Então está tudo uma maravilha? O analista alerta que não necessariamente. Há riscos na estratégia do BC e da equipe econômica, se ele estiver certo. E o risco é pesar demais a mão, caso em que a desvalorização seria muito intensa e teria um preço inflacionário excessivo (reduzindo o espaço para os juros baixos).

Porém, como já mencionado, o BC tem tempo para retocar a comunicação e o plano de voo ao longo dos próximos meses. O principal é não se deixar levar demais pelo entusiasmo e, especialmente, pelo volátil sentimento do mercado.

*Fernando Dantas é colunista do Broadcast. Esta coluna foi publicada pelo Broadcast em 20/9/19, sexta-feira.*

## Por que metas de inflação?

Vitor Wilher | Política Monetária

A condução da política monetária no Brasil vem sofrendo muitas críticas ao longo dos últimos meses. A comunicação do Banco Central com o público tem sido a principal fonte de distúrbios. Não se sabe ao certo qual a estratégia da autoridade monetária para a taxa de juros no curto prazo. Além disso, é nítida a interferência do Ministério da Fazenda, sugerindo que a estabilidade de preços não seria mais a única meta a ser perseguida. Ao seu lado estaria um intervalo para o câmbio e certo nível de crescimento econômico. Em assim sendo, faz-se necessário relembrar por que o regime de metas de inflação tornou-se relevante na última década.

Em primeiro lugar é preciso lembrar, infelizmente, que ainda há na teoria econômica muita divergência sobre a hipótese de neutralidade da moeda. Isto é, teria a política monetária “poder” para promover crescimento econômico? Há algum consenso sobre a existência de não neutralidade no curto prazo, provocada por rigidez de preços e salários. Os economistas chamam isso de *trade-off* entre inflação e crescimento (ou desemprego) e expressam tal relação em um plano euclidiano com a abscissa representando o nível de atividade (crescimento, desemprego...) e a ordenada representando o nível geral de preços. O *trade-off*, claro, é ilustrado por uma curva negativamente inclinada, chamada de Curva de Phillips. O problema (ou dissenso) está no longo termo: para o *mainstream* da profissão esse *trade-off* desaparece, tornando a curva uma reta vertical. Em outras palavras, no longo termo vale a Teoria Quantitativa da Moeda, que diz que mais emissão de moeda provoca apenas aumento de preços.

O *mainstream* da profissão considera que o *trade-off* existe porque há rigidez de preços e salários. Logo, se estes se tornam flexíveis à medida que o tempo passa, é natural pensar que mais moeda não cause menos desemprego ou mais crescimento e sim mais inflação. Ao leitor interessado na crítica, recomendo uma leitura da posição keynesiana e o conceito de demanda efetiva. Dito isto, passemos à segunda questão. Dado que existe um *trade-off* de curto prazo entre inflação e nível de atividade, o problema passa a ser como conduzir a política monetária. Isto é, como controlar a liquidez da economia?

Sob esse aspecto existem duas formas básicas: por meio de regras ou de forma discricionária. Esse é um debate antigo e a meu ver superado no interior da macroeconomia, apesar de muitos economistas ainda advogarem pela condução discricionária – o leitor interessado em história do pensamento macroeconômico pode conferir o interessante artigo “*Rules, Discretion and Reputation in a model of monetary policy*”, de Robert Barro e David Gordon. Regras formais têm mostrado ao longo das últimas décadas resultados muito superiores, seja em termos de estabilidade de preços, seja em termos de crescimento econômico. Não irei mais longe do que isso na defesa de regras de condução da política monetária.

Nesse contexto, dado que regras se mostraram melhores do que uma condução discricionária existe ao menos três formas de regimes monetários: metas cambiais, metas monetárias e metas de inflação. Antes de exaltar as características do último, tratemos das deficiências dos primeiros, sempre tendo em mente que o objetivo de qualquer regime monetário é o controle da liquidez de uma economia e, conseqüentemente, do nível geral de preços. Dado isto, é sabido que ter uma meta de câmbio – seja pontual ou intervalar – é deveras cansativo e mesmo improdutivo. Isto porque, a autoridade monetária tem que acumular uma quantidade não desprezível – e custosa – de reservas internacionais, visando manter a taxa de câmbio pretendida. Nesse regime os agentes estão a todo tempo testando o Banco Central, visando auferir ganhos de arbitragem entre os mercados spot e futuro. E geralmente eles vencem.

Além disso, vale dizer, a autoridade monetária perde o grau de liberdade na condução da política doméstica. Dado que o objetivo do regime cambial é importar o nível de preços externo, todo o gerenciamento de liquidez é orientado para suportar um nível de câmbio, o que deixa o Banco Central de mãos atadas frente a choques de demanda ou de oferta. Um mau negócio, portanto, leitor.

O segundo regime, o de metas monetárias, implica em tentar controlar a expansão dos agregados monetários. Em outros termos, a autoridade monetária se vê obrigada a tentar controlar não apenas a base monetária (papel moeda em poder do público mais reservas bancárias), mas todos os demais agregados, dado que os mesmos podem se tornar papel moeda (ou depósitos à vista) e, portanto, demanda a qualquer tempo. O leitor já percebe que diante do contínuo aperfeiçoamento do mercado financeiro e a ampla liquidez promovida pela existência de mercados secundários organizados de títulos públicos e privados, essa é uma tarefa no mínimo inglória. Para não dizer impossível nos tempos atuais.

O regime de metas de inflação (IT) surge assim meio que por eliminação, dadas as desvantagens inconciliáveis dos demais. Mas ele também contém suas vantagens, como veremos a seguir. No modelo de IT o papel primordial do Banco Central é servir como balizador de expectativas. Isto é, ele atua junto ao mercado para que uma determinada meta de inflação seja atingida. O Banco Central tem uma meta operacional – a taxa nominal de juros de curto prazo – e a utiliza visando influenciar os mecanismos de transmissão da política monetária. Se tudo correr bem, a taxa nominal de juros se transforma em taxa de juros real, dadas as expectativas de inflação. É essa taxa que ao fim e ao cabo das defasagens temporais gerará um nível de atividade condizente com a meta de inflação previamente estipulada. Em termos um pouco

mais técnicos – e que o leitor pode pular se quiser – o Banco Central busca definir uma taxa nominal de juros, tentando fazer a taxa real convergir para seu valor neutro, aquele compatível com o produto potencial e, portanto, com um nível de preços estável.

O modelo é funcional porque primeiro não amarra as mãos da autoridade monetária frente a choques. Em qualquer regime de metas de inflação, existe um limite inferior e outro superior, visando ajustes a choques de oferta e/ou de demanda. Em segundo lugar, o modelo sugere implicitamente que a política monetária não causa crescimento. Este é dado em última instância pela dotação de fatores de produção da economia, expressa no conceito de PIB potencial; longe, portanto, das mãos dos condutores da política monetária. Em síntese, o modelo permite que a autoridade monetária suavize o ciclo econômico, tornando as recessões mais brandas, mas desaconselha qualquer exploração mais radical do *trade-off* expresso na Curva de Phillips, dado que isso ao fim e ao cabo só gera mais inflação.

Observe, portanto, leitor para que o modelo funcione é preciso que os agentes acreditem na autoridade monetária. Isto porque o Banco Central não tem o menor controle sobre a meta de inflação. Ele opera via mercado na expectativa de que o mesmo atenda a seus objetivos. Se, portanto, a meta de inflação anunciada não é crível ou se a taxa de juros real encontra-se muito abaixo daquela considerada neutra (condizente com a meta de inflação), os agentes desconfiam e começam a precificar (esperar) uma inflação mais alta no futuro. No limite, sem credibilidade, o regime simplesmente deixa de ser funcional.

Talvez nesse momento o leitor pergunte por que o Banco Central tentaria ir contra o mercado, gerando problemas de comunicação e desvio entre inflação esperada e efetiva. É que ele pode estar tentado a explorar aquele *trade-off* de curto prazo. E como isso implica em abandonar o regime monetário conduzido via regras, a condução da política monetária passa a gerar maior volatilidade. Os agentes simplesmente não sabem qual será a trajetória de juros praticada pela autoridade monetária. Maior volatilidade, maior incerteza, menor crescimento, mais expectativa de inflação no futuro. Tudo, portanto, o que um Banco Central não quer. Ao menos os respeitáveis. E, agora talvez fique mais claro ao leitor porque o regime de metas de inflação é sensível a um governo que quer alcançar algo que não está disponível. Parafraçando o ex-presidente do BACEN Gustavo Franco: *não é possível ficar com o almoço e com o dinheiro ao mesmo tempo*. Infelizmente...

## Um santo remédio

A taxa de câmbio está há um ano e meio no patamar que alguns economistas defendiam como o valor de equilíbrio para a indústria. Apesar disso, o setor segue estagnado

Por [Alexandre Schwartzman](#) 30 out 2019 15h06 - Atualizado 3 dias atrás



(shutterstock)

Não é segredo que a indústria brasileira enfrenta sérias dificuldades. Entre 2013 e 2016, a produção industrial caiu praticamente 20%, desempenho similar ao das vendas no varejo, termômetro do consumo (de bens), no mesmo período. Do final de 2016 para cá, contudo, as vendas varejistas têm crescido à velocidade média de 5,4% ao ano, insuficiente, é verdade, para recolocá-las no patamar de 2013 (permanecem 7% abaixo). Por outro lado, no mesmo intervalo, a produção industrial vem crescendo a medíocres 1,2% ao ano e, desde o início de 2018, entre altos e baixos, não sai do lugar, nada menos do que 17% inferior aos níveis registrados em 2013. O péssimo desempenho do setor não é apenas um problema para o país. É, ou pelo menos deveria ser, uma questão ainda maior para os autointitulados “neodesenvolvimentistas”, que sempre afirmaram que o crescimento, puxado pelo setor industrial, viria com a taxa de câmbio no nível “certo”.

Trata-se de uma ficção chamada de “taxa de câmbio de equilíbrio industrial” (TCEI), que, por meios misteriosos, talvez envolvendo o sacrifício de pequenos animais e oferendas diversas, “estimaram” se encontrar ao redor de R\$ 4,00/US\$. Não precisam acreditar em mim: a tabela abaixo traz as “estimativas” da taxa de câmbio de “equilíbrio industrial”, bem como a data em que foram publicadas e também as referências originais para os eventuais céticos (minha favorita é a janeiro de 2016, em que, com base na TCEI, o sumo sacerdote da seita previu a iminente recuperação da economia brasileira no ano que o PIB caiu 3,3%, mas, por favor, explorem para definir sua predileta).

“Estimativas” da taxa de câmbio de “equilíbrio industrial” (TCEI)

Data	RS\$/US\$ efetiva	R\$/US\$ TCEI	Referência
Dez/15	3,870	3,8	<a href="http://www.brasil247.com/pt/247/economia/210874/Bresser-Pereira-prev%C3%AA-retomada-da-economia-j%C3%A1-em-2016.htm">http://www.brasil247.com/pt/247/economia/210874/Bresser-Pereira-prev%C3%AA-retomada-da-economia-j%C3%A1-em-2016.htm</a>
Jan/16	4,052	3,8	<a href="http://www1.folha.uol.com.br/opiniao/2016/01/1728409-a-reversao-da-crise-esta-a-vista.shtml">http://www1.folha.uol.com.br/opiniao/2016/01/1728409-a-reversao-da-crise-esta-a-vista.shtml</a>
Mar/16	3,704	3,9	<a href="http://www1.folha.uol.com.br/ilustrissima/2016/03/1753528-onde-foi-que-erramos-quando-e-por-que-a-economia-saiu-da-rota.shtml">http://www1.folha.uol.com.br/ilustrissima/2016/03/1753528-onde-foi-que-erramos-quando-e-por-que-a-economia-saiu-da-rota.shtml</a>
Abr/16	3,566	3,9	<a href="http://caviarquerda.blogspot.com.br/2016/04/aecio-neves-eduardo-cunha-e-michel.html">http://caviarquerda.blogspot.com.br/2016/04/aecio-neves-eduardo-cunha-e-michel.html</a>
Mai/16	3,539	3,9	<a href="http://www.brasil247.com/pt/247/brasil/229519/Bresser-Pereira-lamenta-o-Brasil-enlouqueceu.htm">http://www.brasil247.com/pt/247/brasil/229519/Bresser-Pereira-lamenta-o-Brasil-enlouqueceu.htm</a>
Jul/16	3,276	3,8	<a href="http://www.vermelho.org.br/noticia/283216-2">http://www.vermelho.org.br/noticia/283216-2</a>
Set/16	3,256	3,9	<a href="http://brasildebate.com.br/perdemos-a-ideia-de-nacao/">http://brasildebate.com.br/perdemos-a-ideia-de-nacao/</a>
Out/16	3,186	3,8	Oxford Handbook on the Brazilian Econom
Fev/17	3,104	4,0	<a href="http://www.vermelho.org.br/noticia/293744-2">http://www.vermelho.org.br/noticia/293744-2</a>
Mar/17	3,128	4,0	<a href="http://www.vermelho.org.br/noticia/294492-2">http://www.vermelho.org.br/noticia/294492-2</a>
Dez/17	3,300	4,0	<a href="http://m.folha.uol.com.br/ilustrissima/2017/12/1943566-novo-desenvolvimentismo-e-resposta-para-a-crise-escreve-bresser-pereira.shtml">http://m.folha.uol.com.br/ilustrissima/2017/12/1943566-novo-desenvolvimentismo-e-resposta-para-a-crise-escreve-bresser-pereira.shtml</a>
Fev/19	3,778	4,0	<a href="https://portaldisparada.com.br/politica-e-poder/bresser-pereira-industria-br/">https://portaldisparada.com.br/politica-e-poder/bresser-pereira-industria-br/</a>

Todavia, desde meados de 2018, a taxa de câmbio, devidamente corrigida pela diferença entre a inflação brasileira (IPCA) e a americana (PPI), tem flutuado neste intervalo, registrando média de exatos R\$ 4,00/US\$ (alerto que há dúvidas se existe mesmo uma média para esta variável, mas, para os fins da coluna, vamos supor que sim). Vale notar que, em apenas três das 18 observações mensais, o valor ficou abaixo de R\$ 3,90 (a menor delas, R\$ 3,80). Em outras palavras, a taxa de câmbio real ficou precisamente onde os “neodesenvolvimentistas” juravam ser o valor de “equilíbrio industrial”, com poucas e modestas flutuações abaixo do nível mágico. Ainda assim, a indústria não reage. Pior: também não dá indicações que virá a reagir num horizonte de curto ou médio prazos.

Se prevalecesse um mínimo de honestidade intelectual, os proponentes da tese da TCEI como fator determinante da atividade industrial teriam que rever seus preconceitos, inclusive porque os melhores anos de crescimento industrial (principalmente entre 2005 e 2010) se verificaram com o real bem mais forte do que o sugerido pelas “estimativas” da TCEI. Todavia, não é, claro, o caso. Pelo contrário, invocam-se todos os [epiciclos](#) possíveis, da [falta de demanda interna à crise argentina, passando pelo aperto fiscal](#) (apesar dos proponentes sempre afirmarem defender uma política fiscal apertada), fatores que não apareciam na formulação original da tese, mas são agora invocados quando a realidade insiste em rejeitá-la.

A verdade é que não só a teoria não faz muito sentido, como a estimação da TCEI resultou de um [estudo cometido por Nelson Marconi](#) que seria rejeitado como trabalho de conclusão de curso em qualquer escola séria de economia, como tive oportunidade de explorar em [artigo](#) no ano passado.

Resumindo, por motivos obscuros, Marconi define que a taxa média de câmbio real observada entre 1968 e 1979 seria a TCEI e repete seu valor (supostamente ajustado à inflação) para os dias de hoje. Nenhuma palavra sobre produtividade, investimento, qualificação da mão de obra, tecnologia, estrutura tributária, nível de gasto público. A uma teoria econômica sem fundamentos juntou-se um processo de estimação desprovida de qualquer norte. A verdade é que os “neodesenvolvimentistas” não mediram esforços para produzir uma estimativa sem sentido, e, falando sinceramente, obtiveram sucesso estrondoso em sua empreitada.

A taxa de câmbio de equilíbrio industrial cura unha encravada, espinhela caída e traz de volta o amor perdido junto com a produção industrial