

Brasil

O eterno retorno do debate sobre o câmbio

Sergio Lamucci



Com a forte valorização do real ao longo do primeiro semestre, o debate sobre o nível do câmbio está de volta. Depois de atingir R\$ 4,16 em janeiro, a moeda recuou nos meses seguintes, terminando junho em R\$ 3,21. Neste mês, voltou a subir um pouco, oscilando perto de R\$ 3,30, depois das intervenções do Banco Central (BC) para reduzir o estoque de swaps cambiais, equivalentes a compra de dólares no mercado futuro. A discussão, claro, é se há o risco de o câmbio se apreciar demais, prejudicando empresas que exportam e concorrem com produtos importados.

A atuação do BC deteve a tendência de fortalecimento do real, mas novas valorizações parecem possíveis nos próximos meses. Uma nova rodada de apreciação pode ocorrer depois do provável afastamento definitivo de Dilma Rousseff da presidência, que deve ser confirmado no fim de agosto. Se o governo de Michel Temer conseguir avanços mais significativos na agenda de reformas fiscais no segundo semestre, o movimento pode ganhar mais força, com a taxa caindo para R\$ 3 ou mesmo abaixo desse nível, como diz Alberto Ramos, diretor de pesquisa para a América Latina do Goldman Sachs.

A resposta passa por enfrentar o problema fiscal

Para Ramos, o real já se encontra sobrevalorizado. O Goldman Sachs trabalha com três métricas para estimar a taxa de equilíbrio para o câmbio brasileiro, que apontam para um valor justo entre R\$ 3,60 e R\$ 4. Um dos modelos leva em conta as diferenças de inflação, produtividade e termos de troca (a relação entre preços de exportação e preços de importação) para calcular a taxa de equilíbrio em relação ao dólar.

Num momento em que a economia ainda está bastante debilitada e as exportações começam a reagir, seria melhor que a moeda estivesse pelo menos dentro desse intervalo, para reforçar o ajuste externo e fortalecer a recuperação da economia, avalia Ramos.

Apesar dessa visão, o economista não defende intervenções pesadas do BC no mercado de câmbio. Para ele, a instituição deve, sim, continuar a reduzir o estoque de swaps cambiais, hoje na casa de US\$ 58 bilhões, o que pode ajudar a segurar a valorização da moeda. Uma vez zerado o volume desses papéis, uma opção seria voltar a comprar dólares, mas esse caminho tem complicações. Um problema, lembra Ramos, é o elevado custo de carregamento das reservas internacionais, por causa da diferença entre os juros externos e internos.

Para o economista, a melhor resposta a essa trajetória do câmbio é fortalecer os fundamentos macroeconômicos, tornando a economia mais produtiva e flexível. Um ponto "crítico" nessa equação é aprofundar e acelerar o ajuste fiscal, para melhorar a poupança do setor público, diz ele.

"Isso permitiria que a conta corrente se ajustasse de modo mais estrutural e baixaria a pressão inflacionária, dando um grau de liberdade extra ao Banco Central para reduzir juros

sem correr muito risco", afirma Ramos. Com juros menores, diminui o impulso para o câmbio continuar a se apreciar, por cair a diferença entre as taxas internas e externas, tornando menos atraente o rendimento oferecido pelos títulos brasileiros.

A valorização recente do real se deve a uma combinação poderosa de fatores externos e internos. Ela é fruto em parte da ampla liquidez nos mercados internacionais, que contribuiu para apreciar as moedas de países emergentes. Para reagir ao impacto da saída do Reino Unido da Europa (UE), os bancos centrais das economias desenvolvidas deverão seguir o mesmo intensificar a política monetária ultra-expansionista. Além disso, os preços de commodities tiveram alta considerável nos últimos meses, embora sigam distantes do pico atingido há alguns anos.

No cenário interno, a mudança de governo e a perspectiva de mudança no quadro fiscal com a nova equipe econômica também melhoraram a percepção de risco sobre o país, ajudando a fortalecer a moeda. Colaborou ainda o rápido e intenso ajuste da conta corrente (as transações de bens, serviços e rendas do país com o exterior). O déficit poderá ficar próximo de zero neste ano, depois de ter atingido 4,5% do PIB nos 12 meses até abril de 2015.

Uma moeda valorizada em excesso sem dúvida causa estragos à economia. Para Ramos, o câmbio ficou significativamente depreciado por uma década, afetando o setor manufatureiro.

Ter um real mais desvalorizado, porém, não é obviamente algo que dependa de uma decisão do governo. O que importa para a competitividade das empresas é a taxa real de câmbio, ajustada pela diferença entre a inflação do Brasil e a de seus parceiros comerciais. Para conseguir um câmbio estruturalmente menos valorizado, o caminho mais indicado passa por um ajuste firme das contas públicas, como diz Ramos. Sem isso, haverá um equilíbrio ruim, marcado por uma política fiscal frouxa, uma política monetária exageradamente restritiva e, como resultado, uma moeda sobrevalorizada.

Ter inflação baixa e próxima da dos parceiros comerciais também é fundamental, para que a taxa de câmbio real não seja corroída por índices de preços muito mais elevados do que os dos outros países. Nos últimos anos, a inflação brasileira ficou muito acima da média internacional. "O resumo da ópera é: não mexa no câmbio, mas nos fundamentos que afetam o câmbio", afirma Ramos. Tentar fixar um nível "ideal" para a moeda não funciona, levando apenas a mais distorções na economia.

Também vale dizer que muitos economistas não compartilham da visão de que o real já está sobrevalorizado, havendo ainda quem destaque que o câmbio um pouco mais forte favorece empresas que importam muito ou estão endividadas em dólar.

Uma alternativa para lidar com fluxos de recursos exagerados do exterior seria a adoção de controles de capitais. No fim de 2012, o próprio Fundo Monetário Internacional (FMI) alterou a sua avaliação sobre o instrumento, passando a considerá-lo uma ferramenta útil em algumas circunstâncias — ainda que deva ser usada com parcimônia, e sem dispensar ajustes macroeconômicos. No momento, contudo, não parece nada indicado recorrer a esse tipo de medida, num ambiente ainda marcado por grande desconfiança em relação ao país.

A prioridade, sem dúvida, é tentar resolver o problema fiscal.

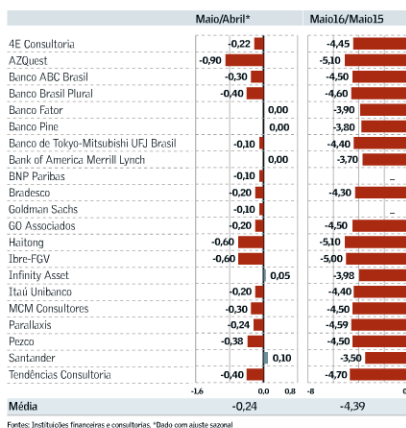
Sergio Lamucci é repórter. O titular da coluna, Ribamar Oliveira, está em férias. E-mail: sergio.lamucci@valor.com.br

Índice de atividade econômica do BC recua em maio, afirmam analistas

Arcia Martins
De São Paulo

O que os economistas esperam

Projeções para o Índice de Atividade do Banco Central - Em %



A ligeira alta da atividade em abril teve vida curta. Influenciado principalmente pela queda forte das vendas do varejo, o Índice de Atividade Econômica do Banco Central (IBC-Br) deve ter voltado ao terreno negativo em maio, com retração de 0,24% sobre o mês anterior, feitos ajustes sazonais, segundo a estimativa média de 21 instituições financeiras e consultorias ouvidas pelo Valor Data. No quarto mês do ano, o IBC-Br interrompeu uma longa série de 15 recuos seguidos, ao crescer 0,03%.

As projeções para o índice do BC que tenta reproduzir o comportamento mensal do Produto Interno Bruto (PIB), a ser divulgado hoje pela autoridade monetária, vão de contração de 0,9% até expansão de 0,1%. Para economistas, mesmo com a volta do IBC-Br à trajetória negativa, estão mantidos os sinais de que a economia brasileira está se aproximando de um piso, embora o caminho até uma reação mais significativa seja longo.

"A atividade vai se estabilizar em patamar baixo e ficar rodando nele por um tempo", afirma Rafael Leão, economista-chefe da Parallaxis Economia, para quem o IBC-Br diminuiu 0,24% sobre abril. Pesaram negativamente sobre o nível de atividade em maio, segundo Leão, o tombo de 1% do volume de vendas restritas (não incluem automóveis e material de construção) e a retração de 0,1% do volume prestado de serviços no país. Já a atividade industrial ficou estável no período.

A expectativa, diz o economis-

ta da Parallaxis, é que os índices de atividade fiquem oscilando entre variações negativas e positivas até entrarem em recuperação mais consistente, o que deve acontecer somente no fim do ano. "Já temos visto melhora da confiança, mas esse movimento não se transfere para a atividade se a demanda não acompanhar", afirmou. Em suas estimativas, o PIB ainda terá retração de abril a junho na comparação com os três meses anteriores, de 0,5%.

No cenário do banco ABC Brasil, o PIB ainda irá recuar no segundo e no terceiro trimestres, ainda que

em intensidade menor, com estabilização somente nos últimos três meses de 2016. Com a maior volatilidade dos indicadores, é preciso analisar com cuidado os dados mensais, afirma a economista Natalia Cotarelli: uma alta em um mês não pode ser tomada como indicio de que finalmente a atividade está em trajetória de retomada, assim como a retração de 0,3% esperada para o IBC-Br em maio também não indica que não há nenhuma reação em curso.

"A tendência para os próximos meses é de uma recuperação instável, com bastante oscilações",

diz Natalia, que vê como sinais positivos o aumento da confiança de empresários e consumidores e o desempenho mais favorável da indústria desde o começo do ano. Setores mais dependentes do mercado de trabalho e do crédito, porém, vão demorar mais para voltar a crescer, pondera a economista. Por isso, não há como prever estabilidade para o PIB já no segundo trimestre.

Mais otimista, Helcio Takeda, economista da Pezzo, avalia que, mesmo com a queda de 0,38% prevista para o IBC-Br em maio, o PIB deve crescer ligeiramente no segundo trimestre, com alta de 0,2% em relação aos primeiros três meses do ano. A maior contribuição positiva, diz ele, virá da indústria, que já tem dado indícios mais fortes de retomada.

Devido à hipótese de que a reação da atividade industrial vai continuar no segundo semestre, acompanhada de estabilização e, em seguida, crescimento no comércio, Takeda estima que o PIB terá recuo de apenas 1% em 2016, projeção bem acima do consenso de mercado, que trabalha com retração de 3,3% no período. "As condições econômicas estão mais favoráveis para as empresas, do ponto de vista do câmbio, taxa de juros e expectativas de inflação", comenta o economista.

Já Leão, da Parallaxis, condiciona a perspectiva de estabilização do PIB no terceiro trimestre à aprovação de reformas estruturais pelo governo interino e, também, à trajetória do câmbio, que voltou a se valorizar. "Vemos isso de forma preocupante, porque a recuperação da indústria pode ser colocada em xeque."

Setor de serviços mantém trajetória de queda, mostra pesquisa

Luciano Máximo e Robson Sales
De São Paulo e do Rio

A primeira divulgação da Pesquisa Mensal de Serviços (PMS) com a inclusão do ajuste sazonal dos dados, feita ontem pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), mostrou que o setor de maior peso na economia brasileira mantém trajetória negativa iniciada no fim de 2014, mas traz informações que indicam queda menos acentuada em alguns segmentos.

A PMS de maio apresentou volume de serviços prestados no país 0,1% menor que em abril. Na comparação com maio do ano passado houve queda de 6,1%, a maior para o mês desde 2012, início do levantamento. Já na leitura referente aos últimos 12 meses encerrados em maio, o volume de serviços caiu 4,8%. O desempenho é influenciado sobretudo por um mercado de trabalho fraco e renda em queda.

Para Rafael Baccioti, economista da Tendências Consultoria, mesmo com as novas informações geradas pela inclusão do ajuste sazonal na PMS, ainda não está claro se os dados divulgados são favoráveis à retomada da atividade econômica.

"Com o ajuste sazonal temos um horizonte maior de análise de conjuntura. A pesquisa veio estável na comparação mensal,

mas as quedas se intensificam nas leituras anuais e trimestre contra trimestre. Se conseguirmos supor que a PMS venha estável em junho, ela fecharia o segundo trimestre com queda de 1,3%, uma notícia muito ruim para o PIB", disse o economista da Tendências, citando segmentos de peso da pesquisa que tiveram resultado ruim, como transportes, serviços prestados às famílias e outros serviços.

De acordo com o IBGE, nos 12 meses encerrados em maio, os serviços prestados às famílias acumularam uma queda de 4,8%. Em janeiro, na mesma comparação, a queda nesse segmento somava 5,5%. O item outros serviços registrou queda de 9% em janeiro, contra 7,8% em maio, na mesma base, considerando o período de 12 meses.

"Como qualificador de atividade, dá para dizer que tudo está piorando mais devagar, mas continua piorando. A perspectiva de termos uma reversão no volume dos serviços é ainda distante, mas sem dúvida a velocidade da piora está caindo. Isso se vê mais claramente na indústria e na construção e, com menos ênfase, no comércio, nos serviços, no emprego e na própria renda. O ritmo de queda só continua descaradamente firme no crédito", avalia José Francisco de Lima Gonçalves, economista-

chefe do Banco Fator.

Para Gonçalves, a mudança de expectativa dos agentes econômicos com a percepção de troca de governo também explica esse movimento. "A indústria teve mudança muito grande já no primeiro semestre deste ano, refletindo a perspectiva de mudança de governo. Em serviços é diferente: a melhora é muito leve; na verdade, uma 'despiora', afirma Gonçalves.

No geral, o Fator avalia o desempenho do setor de serviços como "muito ruim", com perspectivas piorando, com algum espaço para recuo no desempenho do setor até o fim do ano. "Com rendimentos reais e despojuação piorando, o desempenho do setor deve se deteriorar mais. Por outro lado, o indicador de expectativa da FGV para o setor já está em estabilização desde a virada do ano", informa o relatório do banco. O dados de junho, segundo a nota, mantém essa tendência.

Na opinião da economista para América Latina da seguradora Coface, Patrícia Krause, os dados negativos da PMS podem começar a virar apenas no último trimestre com melhores dados de emprego, inflação e notícias favoráveis no campo político, o que influencia as pesquisas de confiança.

"Olhando a pesquisa mensal-

mente, houve estabilização. Junto esse olhar com os dados de confiança do setor de serviços da FGV já melhora, nem tanto no aspecto de percepção do momento atual, que é muito volátil, mas a confiança melhora em termos de expectativa futura. Acredito que isso tem relação com o recuo da inflação, uma desaquecimento do ritmo negativo de perda de empregos no país e uma possível estabilização do cenário político depois de agosto. Isso pode influenciar serviços positivamente, mas só no último trimestre de 2016", afirma Patrícia.

Para o IBGE, uma das explicações para o resultado ruim da PMS é a indústria. Enquanto a queda no volume de serviços prestados em maio foi de 6,1% na comparação com igual mês do ano passado, a produção industrial recuou 7,8% no mesmo período. Entre abril e maio, na série com ajuste sazonal, a indústria apresentou variação nula e os serviços caíram 0,1%.

Na avaliação de Roberto Saldanha, analista da coordenação de serviços e comércio do IBGE e responsável pela pesquisa de serviços, a retomada do setor está ligada à indústria e, em certa medida, também à recuperação de contratos com o setor público. "O setor de serviços depende muito do desempenho do setor industrial", diz Saldanha.

Índice de empresas citadas em textos nesta edição

- | | | | | | |
|-----------------------|-----------------------|--------------------------|---------------------|----------------------|--------------------|
| ABC Brasil A2 | BTO Pactual C1 | Exxon Mobil C1 | J.P. Morgan C1, C3 | Nordstrom B9 | Slaviero B8 |
| Accor B8 | Bunge B12 | Fator A2 | JBS C2, C8 | OAS A7 | Smiles B6 |
| ADIC C2 | Caixa A3, A7 | FCStone B10 | Joffres C3 | Odebrecht A7 | Solara B2 |
| AES Tietê C8 | Camargo Corrêa A7 | Femsa B1 | JHSF B3 | Oi B6 | Somos Educação B3 |
| Airbus B1, B9 | CBL B9 | Fiat B5 | Kayak B6 | Parallaxis A2 | Souza Cruz B2 |
| Alcon B2 | Comig C2 | FRH B8 | KPMG B3 | Paramount B1 | Sumitomo B4, B5 |
| Alupar C8 | Chesapeake Factory B9 | Galvão B4 | Kronon C8 | PDVSA B9 | Synergy B1 |
| Ambev B6 | Cidra C8 | G4 B9 | Labim B12 | Pernambuco B5 | Techint B4 |
| André G. Gutierrez A7 | Cilgrapp C2 | Goldman Sachs A2, C1 | Libra B3 | Petredos A10, B3, B4 | Tecnia A2 |
| Antarcica B6 | Clear C8 | Goodyear B5 | Livraria Cultura B9 | Pezzo A2 | Tendências A2 |
| Apis B4 | Coca-Cola B1 | Google B6 | Locomotiva A12 | Pirelli B5 | Terium B4 |
| Avianca B1 | Codesp B3 | Guilford C2, C8 | Lojas Marisa B9 | PointState B6 | Toyota B5 |
| Banco do Brasil A7 | Colácea A2 | H&M B9 | Lojas Renner C8 | Pomerantz B4 | Triunfo A7 |
| Banco Pan B3 | Companhia Docas B3 | HCM C2 | Lojas Americanas B9 | Preline B6 | UBS C3, C8 |
| Banco Pine B3 | Correia Cereais B12 | Hospital Oswaldo Cruz B6 | Lojas Americanas B9 | Prologis B5 | Unimed Paulista B6 |
| Bank of America C1 | CPFL C8 | Hospital Santa Helena B6 | Lupo B6 | Robobank C8 | Usiminas B4 |
| BlackRock C3 | Credit Suisse C8 | HRT B6 | Magliano C2 | Rachadoc B9 | UTec A7 |
| BNDES A4, B4 | CSN B4 | HSM A12 | Marathon B6 | Remor B9 | Verde Campo B1 |
| Bio Vista A4 | Cyrela B3 | Hypermarcas B3 | Markit C8 | Riachuelo B9 | Verizon C1, B9 |
| Boeing B9 | Dalian Wanda B1 | Iberdrola B1 | McDonald's B6 | RocketMiles B6 | Volkswagen B5 |
| Bombardier B9 | Data Popular A12 | Juquemi B9 | Michelin B5 | Rumo C8 | Waze B6 |
| booking.com B6 | Deutsche Bank C3 | JMS B6 | Morgan Stanley C1 | Santoff Genzyme C2 | Wegmans B9 |
| Brahma B6 | EDP B1 | Infraera A4 | M T B12 | Santander C2, C3 | XP C2 |
| BRF B12, C8 | Ekliktro B1 | Injeep A7 | Multiplex B9 | Scalini B6 | |
| BRG B6 | Embraer B5 | Indech-Maxion C8 | Musa B6 | Shell B6 | |
| BRMalls B9 | Engelhart C1 | Inpanga B6 | Nippon Steel B4 | SILLA B5 | |
| BSI C1 | Engveix A7 | IR3 A3 | Noble C1 | Simon B9 | |