

## Política Cambial e Moedas Fracas

Dionisio Dias Carneiro  
Economista, diretor da Galanto Consultoria e do IEPE/CdG  
19 de novembro de 2009

Em pronunciamento na segunda-feira passada no Economic Club, em Nova York, Ben Bernanke foi muito feliz ao sintetizar as implicações práticas do que aprendemos sobre o câmbio nos últimos anos: os EUA não têm política cambial<sup>1</sup>.

Isso não significa que o valor externo do dólar não esteja entre as preocupações do Fed. Não significa que o Fed esteja satisfeito com as incertezas em torno do valor do dólar frente as principais moedas, com a velocidade com que o dólar vem corrigindo seu excesso de valor em consequência do déficit americano, ou muito menos indiferente às implicações dos movimentos do dólar sobre a política monetária.

Bernanke reafirmou o papel que o Fed desempenha no fortalecimento do dólar. Sua missão é agir para que os EUA não caiam nem na inflação nem em uma crise prolongada de desemprego. Isso ajuda a diminuir a confusão entre depreciação e enfraquecimento de uma moeda que prevalece na linguagem diária dos analistas de mercado. Na maioria dos casos, esses termos são usados como sinônimos, quando se referem a movimentos destinados a corrigir déficits externos.

Quando se trata de uma moeda de curso internacional, entretanto, as diferenças podem ser importantes. Talvez a melhor forma de ilustrar o fenômeno seja em termos de volatilidade (ou seja, não do valor esperado para a taxa de câmbio mas o tamanho das quedas envolvidas, que são fruto de fatores imponderáveis). Assim, o dólar precisa depreciar-se diante de uma cesta de moedas, de modo a diminuir o déficit em conta-corrente e corrigir o curso do endividamento externo americano. Mas isso pode ocorrer com ou sem o “enfraquecimento” da moeda como meio de troca e reserva de valor internacional. Em parte, quanto “enfraquecimento” acompanhará a depreciação depende, por exemplo, da sustentabilidade do mix de políticas macroeconômicas dos EUA. Atualmente, nem a política fiscal nem a monetária o são, daí os temores quanto ao enfraquecimento do dólar. Moeda fraca é moeda com o vírus da inflação.

No caso presente, este enfraquecimento não elimina o dólar como moeda internacional, mesmo porque não há concorrente que possa ser levado a sério. O dólar precisa depreciar-se mais, e esta depreciação será tão mais tranquila quanto menor for a rigidez da taxa de câmbio do renminbi frente ao dólar. Isso não requer “enfraquecimento” da moeda, apenas uma depreciação suficiente para eliminar as suspeitas de grandes oscilações. Este risco é o pecado original das moedas fracas, não necessariamente das supervalorizadas.

Daí a complexidade do fenômeno da depreciação do dólar.

O fato de um governo não ter uma política cambial, não significa que o valor da moeda seja confiado simplesmente a movimentos “de mercado”.

---

<sup>1</sup> Ver comentário de Julia Wrobel Folescu, do dia 17/11/2009, no Blog-Galanto ([www.galanto.com.br/galantoblog](http://www.galanto.com.br/galantoblog)).

Mercados erram e governos intervêm. Dado que há graus diferenciados de intervenção cambial nas diversas moedas, a flutuação livre de uma moeda isolada não significa que o valor de mercado promova o equilíbrio externo sem grandes oscilações. E movimentos especulativos determinados por essas oscilações podem desviar qualquer taxa de câmbio, por muito tempo, de um valor confiável. Finalmente, no estado atual de fluxo das transações financeiras internacionais, há um grande espaço para intervenções defensivas ao sabor dos interesses do momento. Governos erram e mercados se aproveitam.

No Brasil, reclama-se da “falta de uma política cambial”, desde que o câmbio passou a flutuar, há dez anos. Ora pede-se um piso para o valor do real, como em 2003. Ora pede-se um teto, como é o caso atual. Governos entendem que não podem atender a todos os interesses. A “política cambial” brasileira é de flutuação “suja”, como em quase toda parte. O Banco Central compra ou vende reservas quando julga haver movimentos exagerados nos fluxos, seja por causa de eventos isolados, seja por força de movimentos financeiros que resultam de apostas unidirecionais. Não obstante a instabilidade global causada pela desconfiança no dólar, a sobrevalorização do real não é exagerada, segundo nossas contas, e com alta probabilidade, vai ser diminuída nos próximos trimestres. Por quê? Os chineses devem retomar o processo de valorização suave do renminbi que vinha ocorrendo antes da crise, caso der certo a diplomacia econômica de Obama. Além disso, deve-se esperar um redimensionamento do risco-Brasil, dado o rumo que vêm tomando os debates pré-eleitorais e as declarações intempestivas de autoridades que não sabem conter-se.