

Contas Externas: O Ajuste na Marra

Há apenas dois meses tratamos do tema das contas externas do Brasil. Esse pequeno intervalo de tempo já foi suficiente para alterar de maneira significativa as perspectivas para a conta corrente neste e, principalmente, no próximo ano. Veremos aqui o que ocorreu nesse íterim e as respectivas consequências sobre as transações correntes do Brasil.

No nosso Comentário Macroeconômico de agosto de 2015, dizíamos que a conta corrente havia iniciado um processo de ajuste, que tinha se acelerado naquele momento. No primeiro semestre deste ano, o déficit acumulava US\$ 38 bilhões, o que representava uma redução de 23% em relação a igual período de 2014. A forte recessão, com queda expressiva na demanda doméstica, a desvalorização cambial e o aumento da produção de combustíveis explicavam a redução do déficit da conta corrente. Atribuíamos a maior parte do ajuste, naquele momento, à forte retração da absorção doméstica. Mesmo neste contexto, segundo nossas projeções, a conta corrente não caminhava para níveis sustentáveis, compatíveis com a estabilização do passivo externo líquido como proporção do PIB. Concluíamos, então, que o ajuste necessário das contas externas requeria uma depreciação adicional do câmbio real. Impossível saber, contudo, o exato momento e a velocidade com que essa depreciação ocorreria.

O agravamento do problema fiscal e as incertezas derivadas das crescentes dificuldades políticas para se encaminhar uma solução aceleraram aquele processo, promovendo uma piora do risco-país, perda do grau de investimento e uma fortíssima desvalorização cambial. Tomando como referência a taxa média do câmbio em julho de 2015, quando acabamos de escrever aquele nosso Comentário, e comparando com a taxa média de setembro de 2015, observamos uma desvalorização de 21% em apenas dois meses. Há de se notar que esse não foi um movimento ditado por forças globais, haja visto que essa desvalorização não foi acompanhada de movimento semelhante em outras moedas – assim, nosso câmbio multilateral desvalorizou 19%.

Portanto, em um curto espaço de tempo, a deterioração do quadro fiscal, o aumento da incerteza e dos juros implicou uma piora nas perspectivas de crescimento e uma forte depreciação cambial. Há dois meses a mediana das projeções de crescimento, segundo a pesquisa Focus do Banco Central, apontava para uma queda de 1,8% neste ano e um pequeno crescimento de 0,2% em 2016. Agora, a mesma pesquisa aponta uma queda de 2,9% em 2015 e -1,0% em 2016. Da mesma forma, a expectativa para a taxa de câmbio para o final de 2015 era de R\$ 3,35 e R\$ 3,49 em 2016. Hoje se espera um câmbio estável em R\$ 4,00. Esses movimentos, por sua vez, implicaram em reduções das perspectivas para o déficit em conta corrente. Há dois meses acreditava-se que teríamos um déficit de US\$ 79 bilhões neste ano e US\$ 70 bilhões em 2016. Esses números foram revistos para US\$ 69 bilhões e US\$ 54 bilhões, respectivamente. A revisão para este ano, naturalmente, é menor, afinal boa parte do ano já transcorreu. Para 2016, no entanto, tem-se uma redução de 23% na mediana das projeções, o que é bastante para um espaço tão curto de tempo.

O que nos motiva a escrever esse Comentário, contudo, é acreditarmos que o ajuste será bastante mais forte do que o consenso espera. Parte da razão para sermos mais otimistas com relação ao ajuste da conta corrente se deve ao fato de sermos mais pessimistas com relação à atividade. Foi precisamente esse o tema do nosso Comentário do mês passado, onde dizíamos que “à medida que se desenha uma trajetória mais desfavorável para as contas públicas, os fluxos de capital para o Brasil tendem a se reduzir. Em decorrência disto, o real tem se depreciado acentuadamente, o que exige a manutenção de juros mais altos por mais tempo. Além disto, diante da incerteza os agentes econômicos tendem a agir mais conservadoramente, postergando gastos de consumo e, principalmente, de investimento. (...) O que resulta de tudo isto é a perspectiva de uma recessão mais longa e profunda. (...) Podemos ter neste ano uma queda do PIB da ordem de 3%, e é bastante provável que a recessão adentre 2016”. Não obstante, desde então, as informações que se acumularam foram ainda piores do que esperávamos. Dessa forma, quanto mais forte a retração da demanda doméstica (consumo e investimento), maior tende a ser a redução das importações de bens e serviços e, portanto, maior o ajuste da conta corrente.

Com relação à taxa de câmbio, a rigor, tendo em vista que nossa inflação é mais alta que a dos nossos parceiros comerciais, a hipótese de consenso de estabilidade em R\$ 4,00 significaria uma apreciação do câmbio em termos reais. Em que pese a enorme dificuldade em projetá-la, uma trajetória de apreciação do câmbio real nos parece menos provável. Acreditamos que os resultados fiscais devem seguir decepcionando o mercado, elevando o prêmio de risco do país e promovendo uma depreciação adicional da taxa real de câmbio.

Isto dito, se estivermos corretos com relação as nossas expectativas para a atividade e câmbio, acreditamos que o déficit em conta corrente deva caminhar para valores entre próximos a US\$ 10 bilhões no final de 2016, ou seja, algo pouco abaixo de 1% do PIB, como vimos, bastante menor do que o consenso. A título de comparação, em 2014 o déficit foi de US\$ 104 bilhões (4,4% do PIB). Portanto, isso significa um ajuste extremamente forte, que coloca o déficit em conta corrente em níveis compatíveis com a estabilidade do passivo externo líquido como proporção do PIB. Vale lembrar, contudo, que esse é um resultado obtido num contexto bastante dramático, em que temos forte queda do PIB por dois anos consecutivos.

Assim, nosso pessimismo com relação à atividade econômica, em boa medida devido às dificuldades em se endereçar uma resolução para o problema fiscal, acaba por nos fazer otimistas com relação à redução do déficit da conta corrente. Evidentemente, seria melhor que esse ajuste se desse mediante melhorias pelo lado da oferta, especialmente pelo avanço da produtividade. Em outras palavras, esse é um contexto em que a redução no uso de poupança externa (sinônimo para o déficit em transações correntes) se dá simultaneamente à redução do investimento. Em resumo, o ajuste será forte, mas sua qualidade está longe da ideal, pois se dá, em boa medida, por razões ruins.

Daniel Machry Brum

Economista do Opportunity e Mestre em Economia pela PUC-Rio.