Estudos sobre a Taxa de Câmbio no Brasil

Fevereiro/2014

A taxa de câmbio é um dos principais preços relativos da economia, com influência direta no desempenho macroeconômico do país e na composição de sua estrutura produtiva. Trata-se de uma variável bastante complexa, pois se relaciona tanto com o mercado de bens e serviços como com o mercado de ativos.

O comportamento da taxa de câmbio reflete a competitividade da economia, já que sua desvalorização torna os produtos domésticos mais competitivos frente aos produtos estrangeiros. Assim, tal variável pode afetar o desempenho econômico pelos seus efeitos na composição setorial do país, ao implicar na maior ou menor presença dos setores de bens transacionáveis, que tendem a possuir maior capacidade inovadora, agregação de valor, nível de produtividade, entre outros aspectos.

Além de influenciar a atividade econômica e a capacidade de crescimento a longo prazo, a taxa de câmbio também impacta o comportamento dos preços, tanto em função dos custos dos produtos importados como pela maior atratividade para a venda de produtos nacionais ao exterior. A influência sobre o nível geral de preços domésticos e os produtos importados gera importantes efeitos redistributivos, que alteram o poder aquisitivo dos consumidores e as margens de lucro das empresas.

A grande relevância da taxa de câmbio para o funcionamento de uma economia suscita forte interesse acerca da análise de quais variáveis determinam o seu comportamento. Os modelos de curto prazo tendem a privilegiar a interação com o mercado financeiro, examinando o movimento do câmbio a partir de diferenciais de taxas de juros, expectativas (mercados futuros de câmbio e juros), presença de controles de capitais (incidência de impostos, por exemplo), entre outros. Por sua vez, os modelos de longo prazo focam em fatores de competitividade e no comportamento dos agregados macroeconômicos: taxas de inflação do país e ao redor do mundo, termos de troca,

montante de poupança doméstica e oportunidades de investimento, taxas de juros de longo prazo, entre outras variáveis.

De fato, a importância relativa de cada uma das variáveis e sua influência sobre a taxa de câmbio depende do horizonte temporal considerado na análise, do quadro institucional da nação e seu relacionamento com o resto do mundo, assim como do desenho e dos objetivos das políticas fiscal, monetária e cambial.

Este trabalho busca oferecer um conjunto de estudos que possibilitem uma melhor compreensão da determinação da taxa de câmbio brasileira e seus impactos no desempenho econômico, com destaque para:

- A relação entre a taxa de câmbio e o crescimento econômico, e os diferentes canais possíveis de transmissão;
- O comportamento da taxa de câmbio e sua relação com variáveis que possam influenciá-la: taxa de juros, termos de troca, inflação, entre outras. Em especial, busca-se identificar a interação entre os mercados cambial e financeiro;
- O impacto de mudanças na taxa de câmbio sobre os preços, o chamado *pass-through* (repassse cambial).

Taxa de Câmbio e Crescimento Econômico

Com base em uma amostra de dados de 188 países, ao longo do período de 1950 a 2010, evidências mostram que desvalorizações cambiais possuem efeito positivo sobre o crescimento econômico. De acordo com as estimativas, uma desvalorização cambial da ordem de 10% resultaria, em média, no aumento de 0,17 ponto percentual (p.p.) da taxa de crescimento do *PIB per capita*. Tal impacto seria mais expressivo nos países de menor renda: elevação de 0,25 p.p. na taxa de crescimento de países com renda de até US\$ 2.000,00 e de 0,12 p.p. em países com renda superior a US\$ 10.000,00.

Além da análise para diversos países, o trabalho procedeu com estimações para a economia brasileira no período de 1981 a 2012, a partir de dados trimestrais. De acordo com os resultados, uma depreciação cambial tem efeitos maiores nas taxas de

crescimento da indústria e da indústria de transformação em comparação a outros setores da economia doméstica. Com uma depreciação de 10%, o efeito acumulado nos 16 trimestres (4 anos) seguintes corresponde ao aumento da taxa de crescimento do PIB total da economia em, aproximadamente, 2,8 p.p. Já os impactos respectivos sobre o PIB da indústria e o PIB da indústria de transformação são em torno de 3,4 p.p. e 4,0 p.p.

Apesar de serem ganhos transitórios, tais resultados mostram que uma desvalorização cambial possibilitaria um tempo para a realização dos ajustes econômicos necessários no sentido de elevar a taxa de poupança doméstica, permitindo assim a sustentação da taxa de câmbio em patamares mais depreciados, o que garantiria, por sua vez, maiores taxas de investimento e, conseqüentemente, maior crescimento econômico a longo prazo.

Em particular, é importante que ao longo desse período sejam aprovadas medidas que restrinjam a expansão das despesas correntes do governo e estabeleçam metas mais ambiciosas para o superávit primário, bem como ao montante do déficit nominal. Ou seja, há necessidade de políticas que permitam a ampliação da poupança pública e criem condições de investimento e melhora do sistema tributário, contribuindo para a redução do Custo-Brasil, além da criação de um ambiente favorável para a expansão das taxas de poupança das empresas e famílias.

Determinação da Taxa de Câmbio no Mercado Financeiro

No tocante à determinação da taxa de câmbio, o mercado financeiro parece assumir um papel preponderante no curto prazo. Como exemplo, grande parte do processo de apreciação cambial brasileiro nos últimos anos deveu-se aos elevados diferenciais de juros, decorrentes tanto das altas taxas praticadas internamente como da forte redução das taxas de juros internacionais, que passaram a se situar próximas a zero a partir da crise econômica de 2008, com o excesso de liquidez provocado pelas políticas monetárias expansionistas nos principais países desenvolvidos.

Por meio de dados diários, algumas evidências do trabalho mostram que a exploração das oportunidades de arbitragem entre as taxas de câmbio à vista e futuras

consiste no mecanismo mais importante de transmissão de informações do mercado financeiro para a taxa de câmbio.

Além da forte influência dos contratos futuros de taxa de câmbio, outras variáveis financeiras relevantes para a formação do câmbio à vista são o diferencial de retorno entre os juros domésticos e internacionais, os índices de risco dos mercados brasileiro e norte-americano, os preços de *commodities*, as intervenções do Banco Central no mercado cambial e as alterações no IOF (Imposto sobre Operações Financeiras).

No que diz respeito ao diferencial de juros, os resultados sugerem que uma política monetária menos austera, de redução da taxa básica de juros brasileira, tende a impactar as cotações futuras do câmbio, levando à desvalorização do Real, o que afeta o rendimento de ações e títulos e promove o processo de realocação internacional de portfólios. Outras evidências também confirmam o impacto de alterações no prêmio de risco e em preços de ativos (ações e *commodities*) sobre a taxa de câmbio.

Dada a importância da taxa de câmbio para o resultado das empresas, o poder aquisitivo da população e as decisões de investimento, as autoridades governamentais geralmente buscam limitar as suas flutuações quando estas extrapolam determinados limites. As intervenções podem se dar tanto por compras e vendas de moeda estrangeira no mercado à vista, como por atuações no mercado futuro, ou ainda pela imposição de restrições ao movimento de capitais – tributação dos ganhos, prazos mínimos de permanência, entre outros instrumentos. Os resultados do trabalho mostraram forte influência das intervenções da autoridade monetária no mercado à vista, bem como das variações no IOF, especialmente sobre operações de renda fixa e posições excessivas compradas em Real.

Considerando o horizonte de longo prazo, a taxa de câmbio reflete o comportamento da demanda por bens transacionáveis relativamente à capacidade de produção do país. Nesse sentido, o déficit em transações correntes deve ser o determinante da taxa de câmbio num horizonte mais longo, pois, além de refletir o excesso do crescimento da demanda interna sobre a capacidade produtiva, evidencia o excedente da taxa de investimento em relação à poupança doméstica, ou seja, corresponde à absorção de poupança externa.

Por outro lado, um país não pode acumular indefinidamente poupança vinda do exterior, devido às restrições impostas pelas condições externas de financiamento. Sendo assim, a dinâmica da taxa de câmbio real de equilíbrio¹, determinada no longo prazo, ajusta as condições da demanda doméstica à capacidade produtiva, garantindo que não haja acúmulo permanente de poupança externa. Com relação a esse ajuste, o nível de poupança doméstica é fundamental, pois, quanto menor a necessidade de recursos do exterior, menos apreciada será a taxa de câmbio.

Os números recentes da economia brasileira mostram que, dada a baixa capacidade de poupança do setor público (na realidade a poupança negativa), as elevações na formação bruta de capital fixo e/ou no consumo das famílias, com a consequente queda da poupança doméstica, foram acompanhadas da deterioração do saldo em transações correntes, culminando em apreciação cambial. Este quadro evidencia que o desejo de maior crescimento econômico com maiores taxas de investimento, preservando-se o equilíbrio externo e uma taxa de câmbio menos apreciada, requer o aumento da poupança doméstica, a partir da recuperação da poupança pública e/ou da poupança privada, via contenção do consumo das famílias.

Por isso, a política fiscal consiste em importante instrumento para ampliar a poupança doméstica a longo prazo, a capacidade de investimento e o crescimento equilibrado, conforme destacado no estudo “Estratégia de Potencial Socioeconômico Pleno para o Brasil” da FIESP, que trata a respeito das condições necessárias para o País dobrar o seu PIB *per capita* em um intervalo de quinze anos.

Taxa de Câmbio e Preços

O presente trabalho também investigou o impacto de mudanças na taxa de câmbio sobre os preços da economia, o chamado *pass-through*. Se por um lado o câmbio desvalorizado tende a ter impactos relevantes para o desempenho econômico, a partir da melhora da balança comercial, do maior nível de poupança doméstica e menor

¹ A taxa de câmbio real refere-se ao preço relativo entre o produto estrangeiro e o produto nacional. Assim, uma taxa real de câmbio valorizada, por exemplo, significa que o produto nacional está mais caro em relação ao produto estrangeiro e, dessa forma, reflete o grau de competitividade da economia.

dependência de poupança externa, além do possível impacto sobre a estrutura setorial da economia, por outro tende a gerar pressões inflacionárias e afetar o poder de compra da população.

A desvalorização cambial tende a aumentar os preços dos produtos importados, assim como dos produtos exportáveis que são cotados no mercado internacional. Com isso, os custos de produção são influenciados pelo aumento dos preços de matérias-primas importadas e exportadas, assim como os preços ao consumidor tendem a crescer. A questão chave é saber quanto de uma desvalorização cambial é repassado para os preços.

As estimativas realizadas para o caso brasileiro mostram que o grau de repasse aos preços de importação situa-se em torno de 75% da variação cambial. Para os preços dos produtos industrializados por atacado (IPA), por sua vez, o repasse é de 26,6% após quatro trimestres, ou seja, uma desvalorização cambial de 10% eleva a inflação no atacado em 2,66 pontos percentuais ao longo de um ano. Já o repasse cambial ao IPCA corresponde a 7,9%, isto é, uma desvalorização de 10% do câmbio aumenta a inflação ao consumidor em 0,79 ponto percentual no decorrer de 12 meses. Portanto, verificou-se que o *pass-through* é incompleto, e relativamente baixo frente aos benefícios que um câmbio mais depreciado pode provocar em termos de crescimento econômico.

Além do *pass-through* no agregado, o trabalho também gerou estimativas de repasses setoriais. A magnitude do repasse está muito relacionada às condições de concorrência no setor, à possibilidade de substituição do produto importado pela produção doméstica, entre outros fatores.

A estrutura diferenciada do repasse entre os setores abre a possibilidade de se trabalhar com reduções tarifárias de determinados produtos, com destaque para os insumos, de modo a reduzir o impacto inflacionário. Porém, tendo em vista os níveis de tarifas praticados no país, e combinando-se estas com os graus de repasses setoriais, pode ser impraticável compensar plenamente o efeito da desvalorização cambial sobre os preços com reduções tarifárias.

Como a taxa de inflação brasileira persiste em patamares relativamente elevados, a desvalorização cambial tende a ampliar a dificuldade para o cumprimento da meta

oficial. Assim, parcela do efeito pode ser compensada por reduções tarifárias, como já adotado em algum grau pelo governo, mas o restante deve ser compensado por políticas monetárias e fiscais mais restritivas.

Este trabalho investigou, de maneira mais aprofundada, a determinação da taxa de câmbio brasileira e seus impactos no desempenho econômico. Em suma, para se alcançar uma taxa de câmbio real mais desvalorizada, que possibilite um melhor desempenho dos setores transacionáveis, em especial da indústria, e com isso permita a maior inserção externa e uma estrutura produtiva com maior potencial de ganhos de produtividade e de crescimento econômico, torna-se essencial a elevação da taxa de poupança no longo prazo. Em outras palavras, a sustentação da taxa de câmbio em patamares mais depreciados requer a ampliação da taxa de poupança doméstica, para a qual o aumento da poupança pública é peça central.