

# **Regime Cambial, Taxa de Câmbio e Estabilidade Macroeconômica no Brasil**

Luiz Fernando de Paula (FCE/UERJ)

Manoel Carlos de Castro Pires (IPEA)

Tiago Rinaldi Meyer (FCE/UERJ)

Paper preparado para o **Fórum de Economia da EE/FGV-SP**, 15-16 de setembro de 2008.

# Objetivo

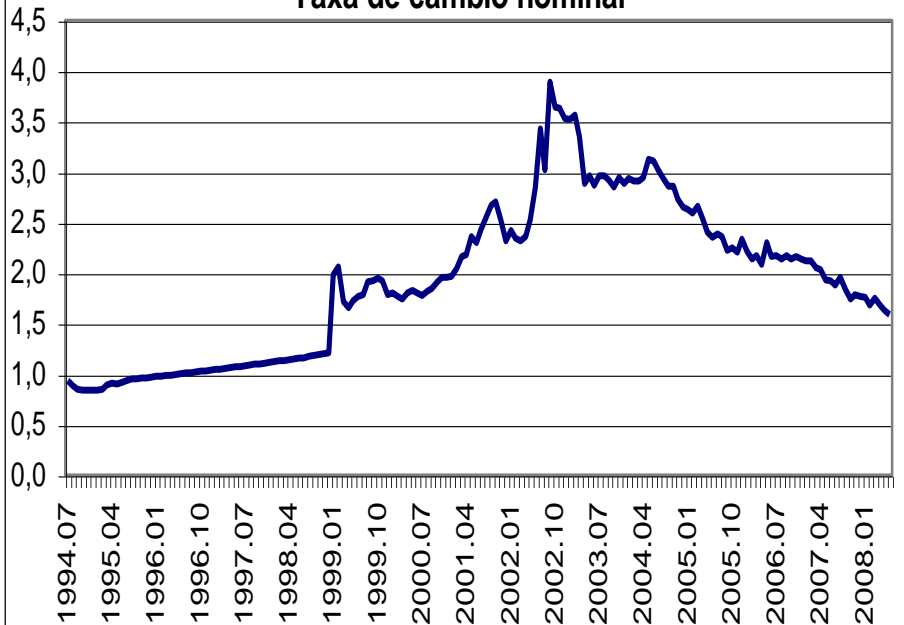
- Discutir a influência da *taxa de câmbio* sobre as variáveis macroeconômicas (inflação e crescimento) e sobre o balanço de pagamentos no Brasil.
- Em particular, pretende-se mostrar que a taxa de câmbio, no contexto de uma economia liberalizada e financeiramente integrada e de operação de uma política econômica que combina regime de metas de inflação com câmbio flutuante, tem sido uma força mais instabilizadora do que estabilizadora na economia.
- Isto coloca a necessidade de se discutir alternativas de regimes cambiais.

# Volatilidade cambial em países emergentes

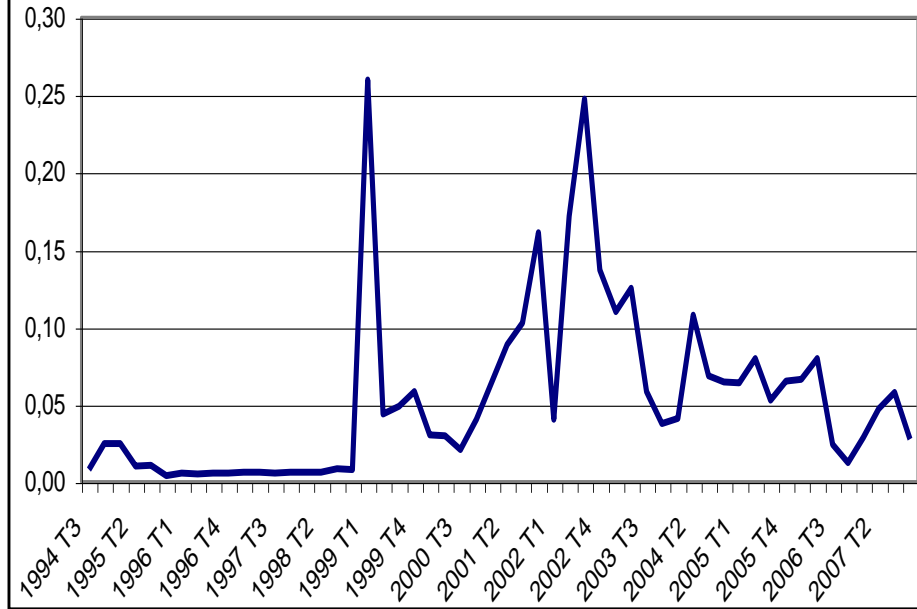
- Volatilidade da taxa de câmbio é mais elevada nos países emergentes do que nos desenvolvidos e os primeiros possuem mercados cambiais menores e menos líquidos, o que torna essas economias mais vulneráveis à mudanças de expectativas dos investidores externos e ao “comportamento de manada”.
- Ho e McCauley (2003) mostram evidências de que:
  - (i) renda é negativa e significativamente correlacionada com a repasse cambial (*pass-through*) e as economias de baixa renda têm um maior parcela de mercadorias comercializáveis na cesta de consumo;
  - (ii) repasse cambial tem sido maior na América Latina do que na Ásia.
- Assim, considerações sobre a taxa de câmbio podem ser esperadas terem um papel mais proeminente em economias emergentes.

# Volatilidade da taxa de câmbio

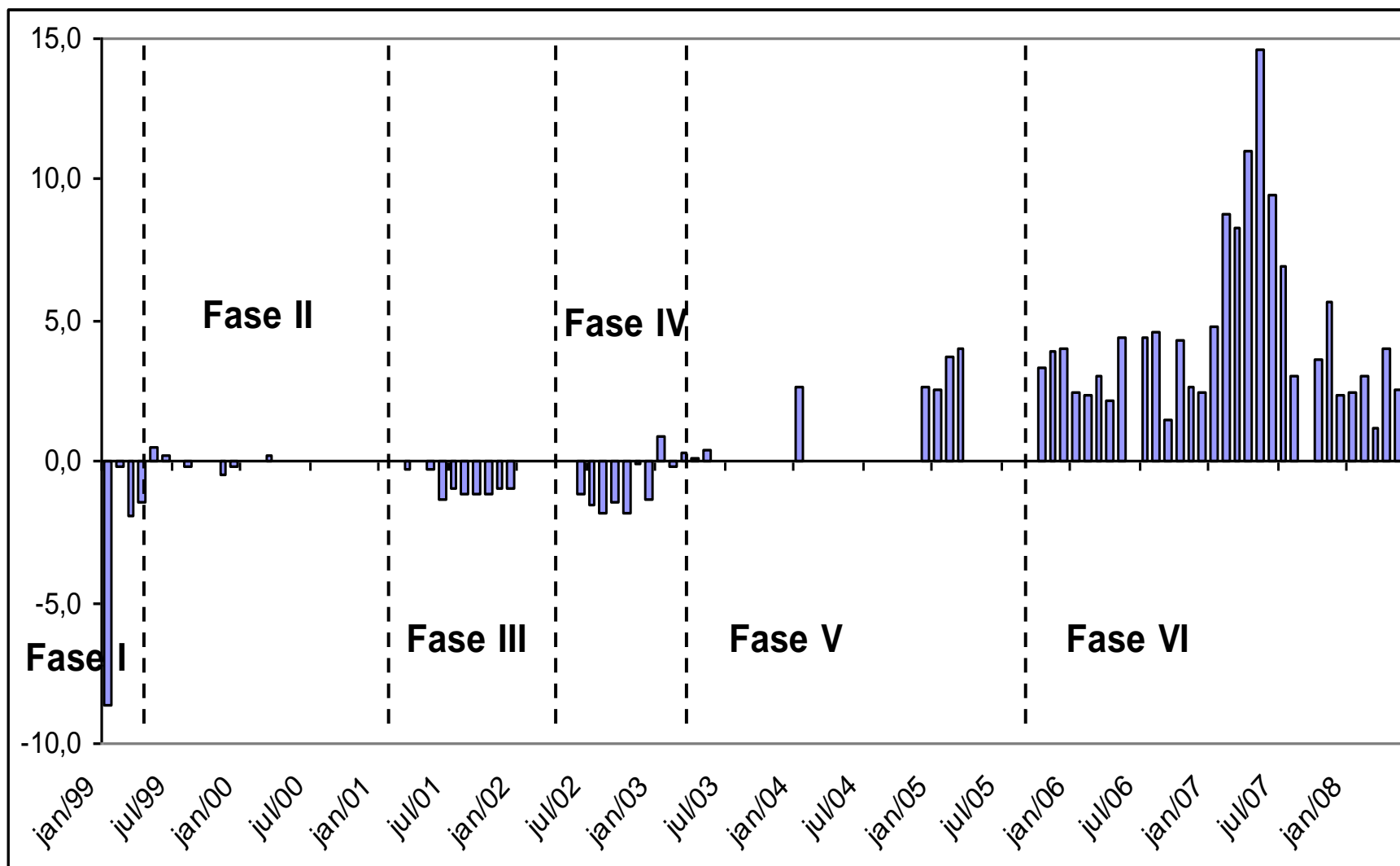
Taxa de câmbio nominal



Volatilidade da taxa de câmbio (desvio-padrão)



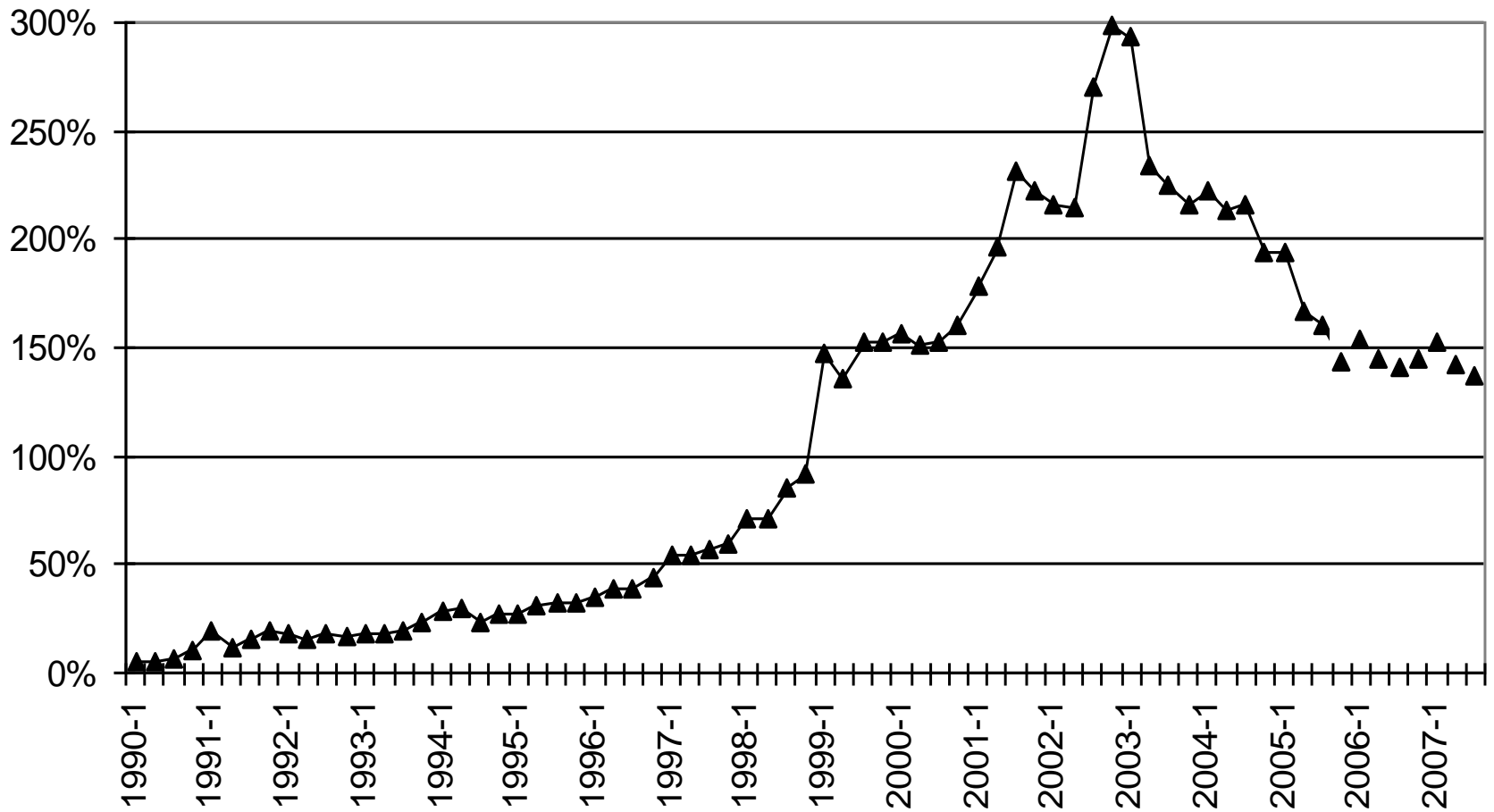
# Intervenções do BC no mercado de câmbio



# Liberalização e integração financeira

- a) Tendência crescente de desregulamentação da conta capital desde final dos anos 80.
- b) Argumento favorável: aumento na eficiência na alocação de poupanças no mundo e disciplina do mercado sobre política econômica.
- c) Argumento crítico: fluxos de capitais são pró-cíclicos e geram volatilidade na taxa de câmbio, desestimula investimento e gera inflação.

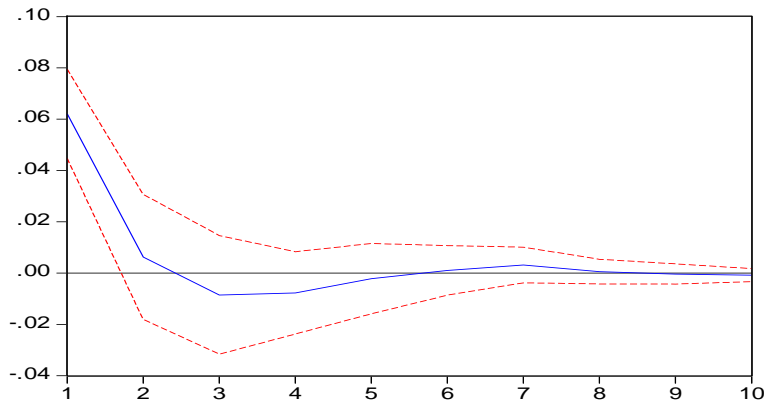
Índice de integração financeira:  $IFIGDP_{it} = \frac{(FA_{it} + FL_{it})}{GDP_{it}}$



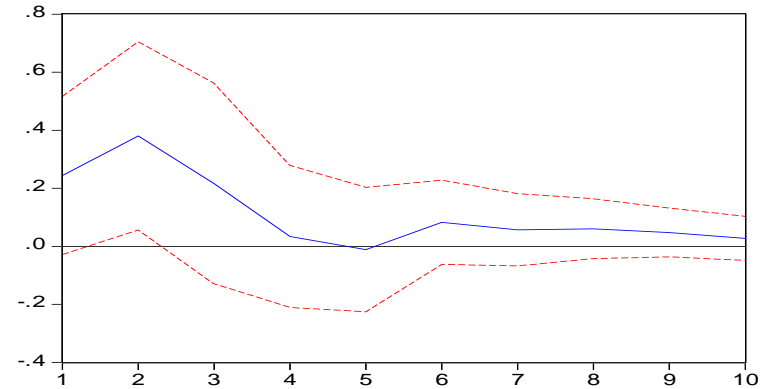
# Modelo VAR IIF

- DIIF  $\rightarrow$  DCAM  $\rightarrow$  INF  $\rightarrow$  R  $\rightarrow$  DPIB

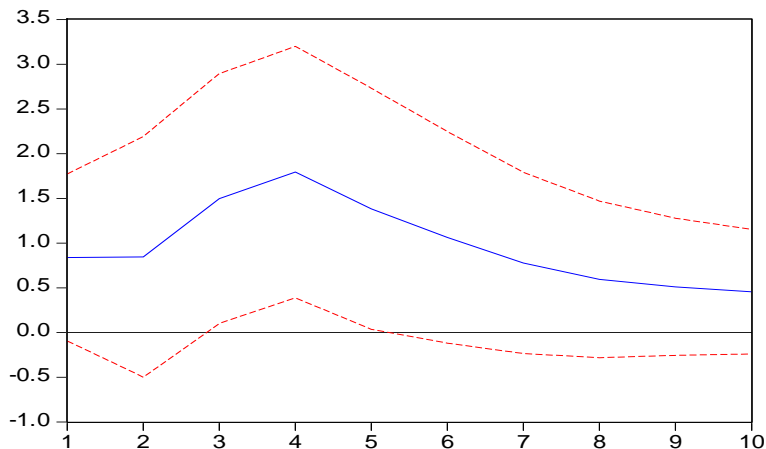
Response of D(CAM) to D(IIF)



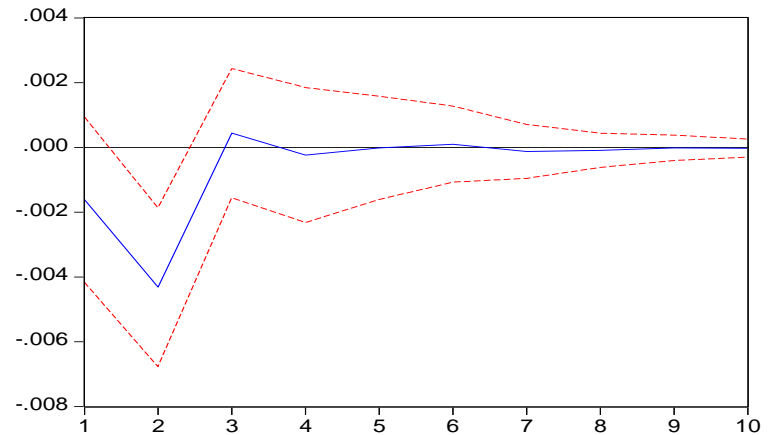
Response of INF to D(CAM)



Response of R to INF



Response of D(PIB) to R





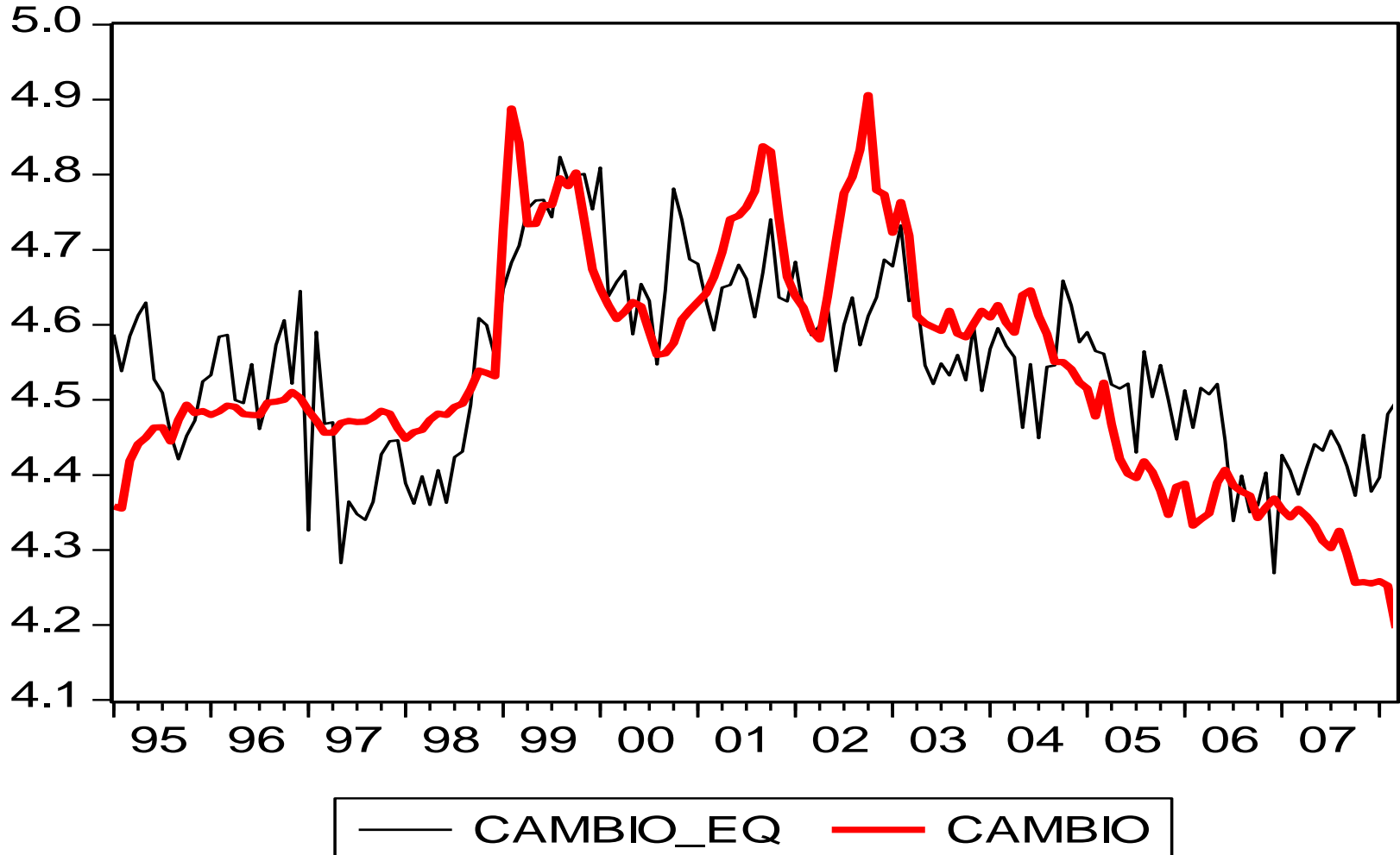
# Desalinhamento cambial (Aguirre e Calderón, 2006)

- Países em desenvolvimento mostram maior grau de desalinhamento do que os países industriais;
- Há uma relação negativa e significativa entre crescimento e desalinhamento;
- Efeito sobre crescimento é mais adverso quanto maior for o tamanho da sobrevalorização;
- Pequenas desvalorizações (até 12%) têm efeito positivo sobre crescimento, enquanto que grandes desvalorizações têm efeito negativo;
- Há uma relação negativa entre crescimento econômico e a volatilidade do desalinhamento.

# Calculando o desalinhamento no Brasil

- Fundamentos determinam valor de longo prazo da taxa de equilíbrio:
- Fundamentos reais são (i) os termos de troca, (ii) o diferencial de crescimento, (iii) o saldo comercial.
- Fundamento monetário é dado pela paridade descoberta da taxa de juros.

# Taxa de câmbio real e de equilíbrio



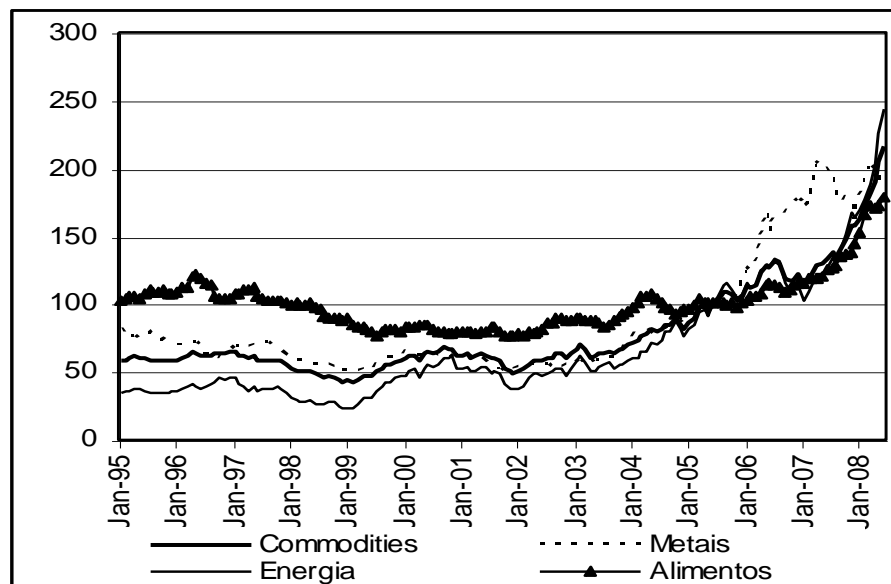
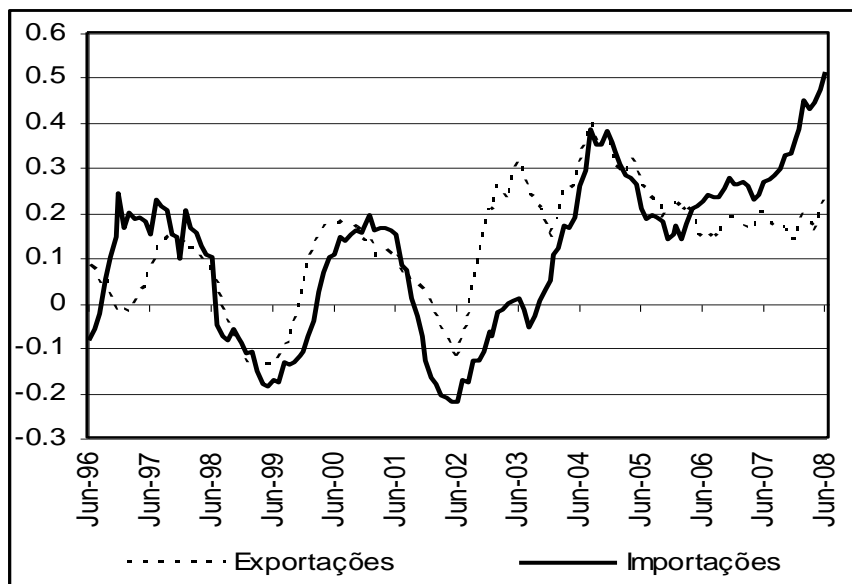
# Câmbio e balança comercial

Tabela 3. Evolução setorial do índice de rentabilidade, de preços e do quantum exportado - 2003/08\* (%)

Índice	Elementos	Calçados	Equipamentos	Extrativa	Material	Têxtil	Veículos
	Químicos		Eletrônicos	Mineral	Elétrico		Automotores
Rentabilidade	-23,0	-27,0	-51,0	-16,0	-26,0	-36,0	-37,0
Preços	75,0	57,0	75,0	99,0	70,0	36,0	37,0
Quantum	95,0	-2,0	21,0	42,0	27,0	2,0	26,0

Fonte: Elaboração própria com dados da FUNCEX

(\*) Variação no período 3o trimestre de 2003 ao 1o trimestre de 2008



# Elasticidade-renda das importações

Os modelos irão assumir a seguinte forma:

$$M_1 = M \left( \frac{P_m}{P} E; C \right),$$

$$M_2 = M \left( \frac{P_m}{P} E; I \right), \text{ onde } M \text{ é o índice de quantum das importações (FUNCEX),}$$

$P_m$  é o índice de preços das importações (FUNCEX),  $P$  refere-se ao índice de preços domésticos (IPA-DI),  $E$  é a taxa de câmbio nominal,  $C$  o consumo das famílias (índice encadeado do IBGE), e  $I$  a formação bruta de capital fixo (índice encadeado do IBGE).

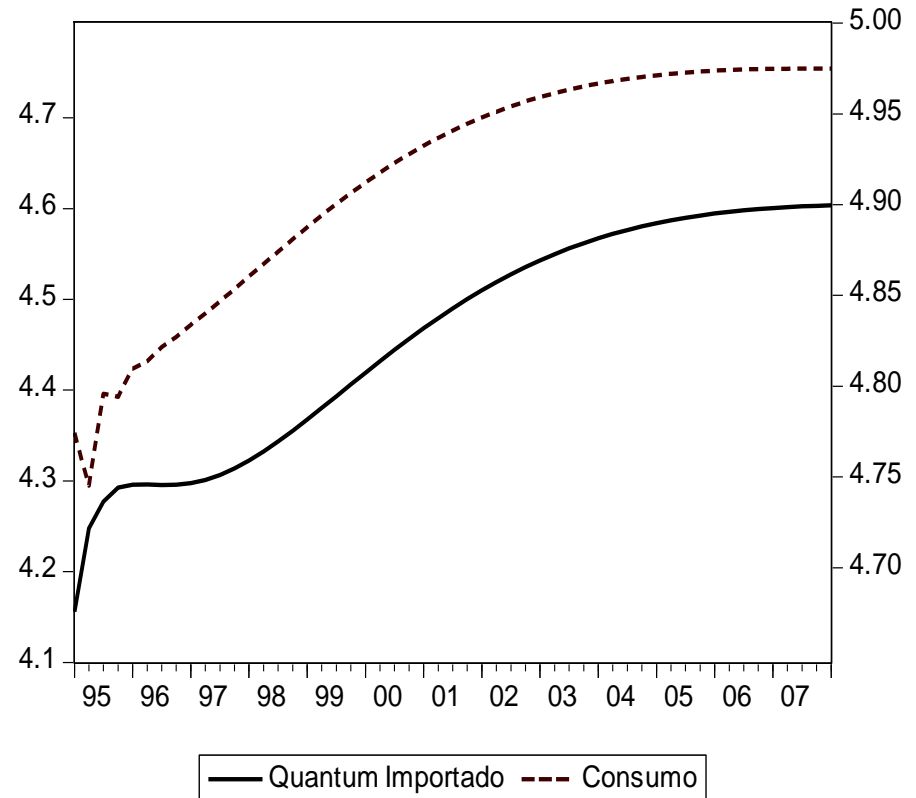
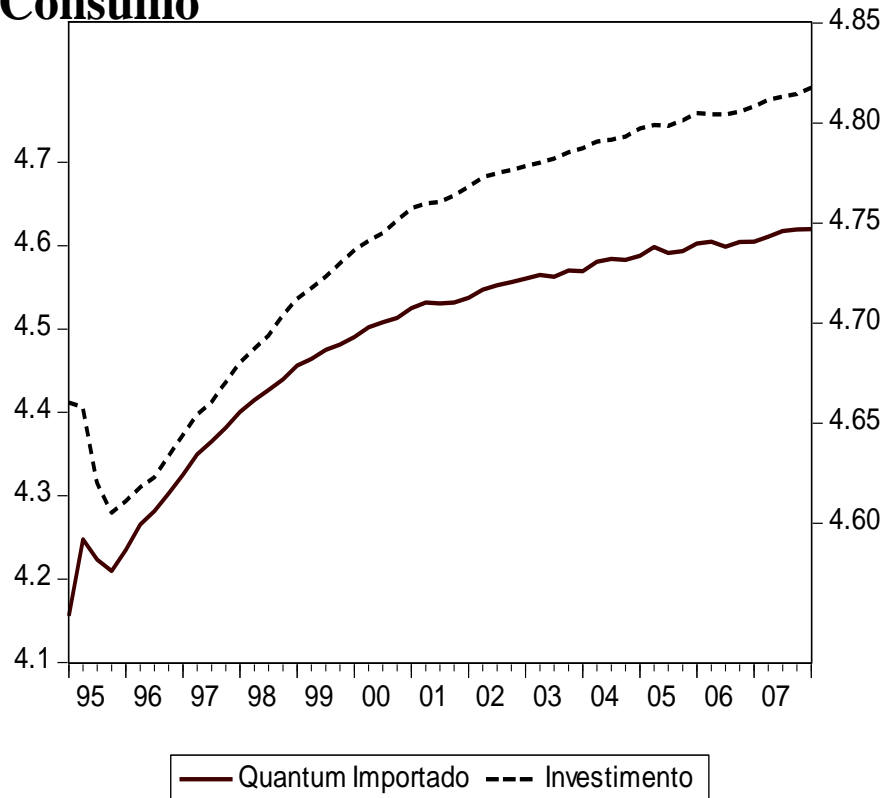
A variável  $\left( \frac{P_m}{P} E \right)$  mede o índice de preços relativos das importações.

**Tabela 6 – Importações: Relações de Longo Prazo**

Equação	Q	Preço	Consumo
Equação 1	1	-3,73 (2,02)	0,94 (0,14)
Equação 2	1	-0,63 (0,15)	0,89 (0,01)

Bresser-Pereira e Gala (2008): persistência de câmbio apreciado ao resultar em um salário real mais elevado, leva a um aumento do consumo e das importações.

**Figura 11 – Projeções Dinâmicas – Importação x Investimento e Importação x Consumo**



# Conclusão

- (i) Regime cambial pós-1999 aproxima-se, sobretudo mais recentemente, de uma flutuação administrada;
- (ii) Integração financeira do país, no contexto do processo de desregulamentação da conta capital, impactou de forma negativa o crescimento econômico e estabilidade de preços;
- (iii) Desalinhamento cambial e crescimento tem relação negativa e significativa. Há evidências de existência de um forte desalinhamento cambial no Brasil;
- (iv) Efeitos negativos de um câmbio crescentemente apreciado a partir de 2003 sobre a balança comercial foi mais do que compensado pelo aumento no quantum e preços dos produtos exportados;
- (v) Estimativa da elasticidade-renda das importações, desagregando em investimento e consumo, mostra que este último teve um peso importante no crescimento das importações.

# Regimes cambiais intermediários I

- Sugere-se procurar *um tipo de abordagem da taxa de câmbio que:*
  - a) *permita evitar uma volatilidade excessiva de curto prazo da taxa de câmbio (sem ter um compromisso com um determinado nível), e ao mesmo tempo*
  - b) *busque influenciar a trajetória intertemporal da taxa de câmbio real, de modo a evitar desalinhamentos cambiais de longo prazo que podem ser altamente disruptivos para a boa performance econômica.*
- Existência de mercados cambiais pouco densos permite que o banco central opere com um *market-maker*, uma vez que o volume de reservas é elevado em relação ao *turn-over* dos mercados cambiais e ao estoque de moeda doméstica.



# Regimes intermediários flexíveis

- *Flutuação administrada*: BC procura estabilizar os movimentos da taxa de câmbio ocasionalmente, mas não tem qualquer compromisso com uma banda ou meta de câmbio.
- *Banda de monitoramento*: trabalha com uma taxa de referência chamada de “taxa de câmbio efetiva real neutra” (uma estimativa oficial e anunciada da taxa de câmbio de equilíbrio), e com uma banda de flutuação no qual o banco central pode intervir quando a taxa tiver ultrapassado o intervalo; contudo, o banco central não tem a obrigação de defender a margem estabelecida.
- *Taxa de referência*: tem como base uma “taxa de câmbio de equilíbrio fundamental”, no qual não há obrigação das autoridades intervirem, mas estas procuram de alguma forma (inclusive por intermédio de outras políticas) levar a taxa de mercado para perto da taxa de referência.