

TAXA DE CÂMBIO E SALDO COMERCIAL BRASILEIRO¹

Maria Auxiliadora de Carvalho²

1 - INTRODUÇÃO

A taxa de câmbio condicionou o desempenho da economia brasileira ao longo de todo o século XX e, na atualidade, prossegue como variável de política econômica fundamental face à necessidade de sustentar saldos comerciais positivos e expressivos. Até meados do século passado a evolução do preço do café era determinante da taxa de câmbio e, por consequência, das importações e do próprio processo de industrialização do País. Posteriormente, e em várias etapas, a taxa de câmbio foi importante instrumento da política industrial com vistas ao desenvolvimento econômico. Mais recentemente, tornou-se relevante elemento de controle do processo inflacionário, destacando-se a fase do Plano Real em que o alcance dessa meta foi resultante de grande valorização da moeda nacional.

Em decorrência da valorização dessa etapa o País acumulou considerável passivo externo que provocou ataque especulativo sobre a moeda local, levando à sua brusca desvalorização em janeiro de 1999. Daí em diante o governo optou pelo regime de câmbio flutuante, com a possibilidade de intervenção do Banco Central sempre que seja considerado necessário para o bom andamento da economia (flutuação suja).

Pela teoria econômica o regime de câmbio flutuante tende a ajustar o preço da moeda estrangeira de acordo com a oferta e a demanda do mercado, conduzindo ao equilíbrio nas trocas comerciais. No entanto, a rigidez de algumas variáveis e os fluxos de capitais podem impedir o ajuste no curto prazo. Essa parece ser a situação brasileira nesse final de 2004. Desde maio a taxa de câmbio vem sofrendo apreciação nominal significativa que pode comprometer o desempenho da balança comercial, cujos *superávits* são essenciais para honrar compromissos externos e minimizar a vulnerabilidade do País³.

O emprego da teoria da paridade do poder de compra (PPC) possibilita avaliar o grau de defasagem real da taxa de câmbio entre diferentes momentos no tempo. Tomando por referência essa teoria, este trabalho tem por objetivos discutir as implicações das mudanças na taxa de câmbio sobre o desempenho da balança comercial e buscar evidências de suas inter-relações nas estatísticas da economia brasileira.

2 - RELAÇÃO ENTRE TAXA DE CÂMBIO E DESEMPENHO DO COMÉRCIO EXTERIOR

No regime de câmbio flutuante o preço da moeda estrangeira é determinado pela oferta e demanda. A oferta provém de todas as contas operacionais do balanço de pagamentos que geram ingresso de divisas, tais como: exportação, investimentos diretos, empréstimos, financiamentos, etc. A demanda por moeda estrangeira procede das contas que geram saídas de divisas como importações, pagamentos de juros e amortizações, remessas de lucros, etc. Se todas as transações econômicas com o resto do mundo fazem com que a demanda exceda a oferta, o preço da moeda estrangeira aumenta, depreciando a moeda local. Quando é a oferta que excede a demanda seu preço diminui resultando em apreciação da moeda doméstica.

Como a taxa de câmbio intermedeia todas as transações econômicas do País com o resto do mundo, a importância econômica das flutuações na taxa de câmbio é maior quanto maior for o grau de inserção internacional da economia.

A teoria da paridade do poder de compra (PPC) é útil para evidenciar a influência das mudanças cambiais sobre o comércio de bens e serviços. Sua hipótese central é a lei do preço único pela qual se admite que, na ausência de entraves, os preços tendem a se igualar entre diferentes mercados. Se os preços variam de forma diferente entre países, os índices de preço refletem essas diferenças e, quando um deles segue trajetória de inflação mais acelerada que

¹Registrado no CCTC IE-78/2004.

²Engenheira Agrônoma, Doutora, Pesquisadora Científica do Instituto de Economia Agrícola.

³Em 13/01/04 a taxa de câmbio livre estava em R\$2,80/US\$ e, passando por altos e baixos, atingiu o pico de R\$3,20/US\$. Daí em diante passou a declinar alcançando R\$2,72/US\$ em

07/12/04, correspondente a uma apreciação nominal de 15% (<<http://www4.bcb.gov.br/pec/series/port/>>).

os demais, terá problemas no balanço de pagamentos se não desvalorizar sua taxa de câmbio⁴.

A causa dos problemas seria a manutenção da taxa de câmbio nominal fixa e sua conseqüente valorização real. Quando o país passa por um surto inflacionário maior que o de seus parceiros comerciais, enfrenta dificuldades para exportar bens e serviços e, em contrapartida, as importações são facilitadas. Isso implica piora do desempenho comercial do país, maior demanda e menor oferta de moeda estrangeira. Sendo o regime de câmbio fixo a taxa de câmbio nominal não muda, mas seu poder de compra aumenta, isto é, a moeda sofre valorização real, e isso força o governo a prover as divisas demandadas pelos agentes econômicos⁵.

Por algum tempo o Banco Central pode sancionar essa valorização real da moeda doméstica despendendo reservas acumuladas no passado ou captando recursos pela conta capital e financeira do balanço de pagamentos na forma de empréstimos, financiamentos, investimentos diretos, etc. No entanto, a longa persistência dessa estratégia leva ao grande endividamento externo, ao esgotamento das reservas e possível crise no balanço de pagamentos, ocasião em que não se pode mais evitar a desvalorização da moeda.

Sob regime flutuante em tese a taxa de câmbio tenderia a se ajustar naturalmente conduzindo ao equilíbrio da balança comercial. Um eventual aumento dos preços domésticos em ritmo superior ao externo seria acompanhado por maiores importações e menores exportações que, por sua vez, implicaria desequilíbrio no mercado cambial, escassez de divisas e aumento do preço da moeda estrangeira, sinônimo de desvalorização da moeda doméstica. A desvalorização compensaria o efeito da taxa de inflação mais elevada sobre as balanças de bens e serviços (aumentaria exportação e reduziria importação) restituindo o equilíbrio.

Na prática, embora essas tendências prevaleçam no longo prazo, há rigidez nos mercados que inviabilizam os ajustes imediatos. Por

exemplo, exportações e importações dependem de contratos que não são ajustados ao sabor da volatilidade cambial. Há que se levar em conta também que, dependendo das elasticidades das importações e exportações, a desvalorização cambial pode não surtir efeito positivo sobre o saldo comercial⁶. Outro aspecto relevante diz respeito à magnitude dos fluxos de capitais cujos efeitos sobre o câmbio podem prevalecer sobre os dos deslocamentos de bens e serviços⁷.

As diferenças nas taxas de retorno movimentam capitais pelo mundo e dependem em grande medida das taxas de juros e do risco cambial. Uma economia que mantenha política monetária contracionista tende a pagar taxas de juros elevadas e, se não se formarem expectativas de iminente desvalorização de sua moeda, tende a atrair capitais do resto do mundo. Se a maior oferta de moeda estrangeira não tiver origem nas transações correntes do balanço de pagamentos, mesmo no regime de câmbio flutuante nada garante o natural ajuste e a tendência à apreciação cambial pode durar muito tempo.

Qualquer que seja o regime cambial, a medida das defasagens na taxa de câmbio real entre dois momentos do tempo se baseia na PPC e é determinada descontando-se da variação nominal do câmbio a diferença entre as taxas de inflação interna e externa. Por exemplo, se a inflação interna for maior que a externa, diga-se, em 10%, e se a taxa de câmbio nominal se mantiver fixa, grosso modo a taxa de câmbio terá uma valorização real de 10%. Por outro lado, se a taxa de câmbio tivesse desvalorização nominal de 12%, por exemplo, a desvalorização real seria de cerca de 2% no período⁸. Acrescente-se que para uma melhor avaliação do grau de defasagem cambial esses cálculos precisam levar em conta o peso relativo dos principais parceiros nas trocas

⁴A doutrina da PPC tem uma longa história na ciência econômica e ressurgiu na década de 1960 como referência para administração da taxa de câmbio. Nessa época prevalecia o sistema de Bretton Woods que se pautava no regime de câmbio fixo.

⁵Se a taxa de inflação interna for menor que a externa, as exportações são favorecidas e as importações, inibidas. Mantida a taxa de câmbio nominal constante há depreciação real da moeda local o que melhora os balanços de bens e serviços, aumenta o influxo de divisas podendo levar a acúmulo de reservas.

⁶Pela condição de Marshall-Lerner, a desvalorização da moeda só melhora o saldo comercial se a soma das elasticidades da demanda por exportação e por importação for maior do que 1.

⁷Existem várias teorias de determinação da taxa de câmbio e a abordagem de portfólio é uma delas. Nessa interpretação, a taxa de câmbio, como o preço de qualquer ativo, flutua na dependência das expectativas de mercado. Uma síntese das principais contribuições a esse respeito pode ser encontrada em ZINI JUNIOR, A. A. Teoria da determinação da taxa de câmbio. **Revista Brasileira de Economia**, Rio de Janeiro, v. 40, n. 3, p. 257-283, jul./set. 1986.

⁸Para estimativas mais precisas sobre o mecanismo de avaliação da taxa de câmbio real com base na PPC veja-se, por exemplo, CARVALHO, M. A.; SILVA, C. R. L. **Economia internacional**. 3. ed. São Paulo: Saraiva, 2004.

comerciais do país obtendo-se a estimativa da taxa de câmbio real efetiva.

3 - CÂMBIO E COMÉRCIO EXTERIOR DEPOIS DO PLANO REAL

A implantação do Plano Real se deu oficialmente em 01/07/1994, e este é um marco importante na história da política cambial brasileira. Nesta data a moeda brasileira mudou para real e a cotação do dólar foi estabelecida em R\$1,00/US\$. Seguiu-se um período de valorização nominal do real até atingir R\$0,83/US\$ entre 14 e 17 de outubro do mesmo ano. Daí em diante o governo conduziu a política cambial de forma que o preço do dólar passou a se elevar gradativamente até atingir R\$1,21/US\$ no início de 1999⁹. Em 13/01/1999 a moeda brasileira teve desvalorização nominal de 8,9% e a partir desta data o regime cambial mudou para flutuação suja, isto é, câmbio flutuante com intervenção do Banco Central quando a taxa se distancia daquela considerada adequada pelos gestores da política.

Depois de adotado o regime de câmbio flutuante o preço do dólar vem passando por altos e baixos que têm movimentos especulativos como causa predominante. Destacam-se 5 ocasiões de maior desvalorização da taxa de câmbio doméstica, observando-se dois picos em 1999 (03/03 e 27/10), um em 21/09/2001, outro em 22/10/2002 e o último em 21/05/2004. O curioso é que aos primeiros 4 movimentos de alta do preço do dólar seguiram-se reduções, mas em nenhum deles o preço caiu abaixo do ponto de partida. Em outras palavras, depois das desvalorizações mais acentuadas, o preço do dólar se posicionou em patamar mais elevado que antes (Figura 1).

O pico de preço mais recente tem uma característica preocupante do ponto de vista da necessidade de sustentar saldos comerciais significativos para honrar compromissos externos. A partir do final de abril de 2003 o País passou por cerca de um ano com o câmbio bastante estável, com média de US\$2,91/US\$, etapa em que a série

⁹Da implantação do Plano Real até 12/01/1999 é o período de sobrevalorização cambial da história contemporânea brasileira que mais tem despertado polêmicas devido às consequências sobre o balanço de pagamentos. Delfim Neto, por exemplo, considera que esse foi um erro dramático e foi sustentado por taxas de juros exorbitantes. DELFIM NETO, A. **O câmbio, a armadilha e a saída inteligente**. Brasília: Câmara do Deputados, 1999. (Separata de Discurso, Pareceres e Projetos n. 97/99).

diária registrou apenas 15 oportunidades em que a taxa de câmbio esteve ligeiramente superior a R\$3,00/US\$. Ao longo desse ano o ponto mínimo ocorreu em 13/01/2004, quando a taxa de câmbio nominal atingiu R\$2,80/US\$. Seguiu-se uma fase de desvalorização nominal da moeda que entre 07/05 e 16/08 resultou em preço acima de R\$3,00/US\$. O ponto culminante se deu em 21/05/2004, quando atingiu R\$3,20/US\$. Depois dele seguiu-se um período de nítida apreciação da moeda de forma que em setembro a cotação já estava abaixo de R\$2,91/US\$ e, a partir de 12 de novembro, posicionou-se abaixo do ponto mínimo do período que o antecedeu. Como se trata de expressiva apreciação nominal da taxa de câmbio a preocupação se justifica, principalmente porque a inflação tem dado mostras de persistência e entre maio e outubro o Índice Nacional de Preço ao Consumidor - Amplo (IPCA) acumulou 3,12% de variação¹⁰.

Quando se deflaciona a taxa de câmbio obtém-se a taxa de câmbio real, que ao mesmo tempo é uma medida do poder aquisitivo de um país e da competitividade externa dos bens aí produzidos em relação aos bens produzidos no exterior. A Fundação Centro de Estudos de Comércio Exterior (FUNCEX) fez isso levando em conta o IPC e IPA de 13 países e respectivas taxas de câmbio, obtendo a taxa de câmbio real efetiva, indicador que expressa a média ponderada do poder de compra da moeda brasileira em relação a seus parceiros comerciais¹¹.

Nos trabalhos empíricos podem ser empregados vários índices de preços para determinar a taxa de câmbio real e todos eles têm vantagens e desvantagens. Zini Junior (1993)¹² considera que o índice de preços ao consumidor

¹⁰O IPCA tem sido utilizado como referência para a política de metas de inflação e de janeiro a outubro de 2004 acumulou crescimento de 5,95%. Nesse mesmo período outros indicadores de preço mostraram crescimento ainda mais elevado como é o caso do índice geral de preço do mercado (IGP-M) e índice geral de preços - disponibilidade interna (IGP-DI) cujas taxas excederam 10%, enquanto o índice de preços no atacado - disponibilidade interna atingiu 13,01%.

¹¹Os 13 parceiros comerciais considerados pela FUNCEX representaram cerca de 63% da corrente de comércio com o Brasil (exportação e importação) entre 2001 e 2003. Os países e respectivas ponderações atuais são: Estados Unidos (35,6), Japão (7,0), Alemanha (9,6), França (4,9), Itália (5,6), Holanda (4,6), Reino Unido (3,8), Bélgica (3,1), Argentina (16,3), Uruguai (1,6), Paraguai (1,5), Chile (3,0) e México (3,4) (BOLETIM FUNCEX DE COMÉRCIO EXTERIOR. Rio de Janeiro, v. 7, n. 9, set. 2003).

¹²ZINI JUNIOR, A. A. **Taxa de câmbio e política no Brasil**. São Paulo: EDUSP, 1993. 192 p.

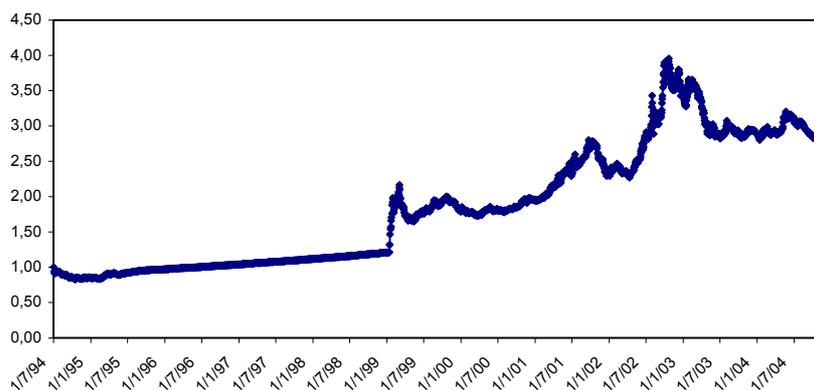


Figura 1 - Taxa de Câmbio Livre¹, Brasil, 01/07/1994 a 30/11/2004.

¹Em R\$/US\$ para venda.

Fonte: Banco Central do Brasil. Disponível em: <<http://www4.bcb.gov.br/pec/series/port>>. Acesso em: 30 nov. 2004.

(IPC), embora bastante abrangente, tem como problema o fato de incluir bens não-comerciáveis, como serviços pessoais, alimentação, etc. enviando a medida da competitividade do país. “O índice de preços por atacado (IPA) é utilizado porque confere grande peso ao preço de bens comerciáveis (setor industrial e agrícola) e é relevante para comparações de preços relativos no nível de produtores”¹³.

A comparação dos resultados a partir desses dois índices de preço mostra que com o emprego do IPC, conforme esperado, a amplitude de variação é bem maior. Tomando por base o mês de implantação do Plano Real (jul./1994 = 100) o índice da taxa de câmbio real efetiva pelo IPC variou de 71,2 em jan./98 para 158,7 em out./02. No caso do IPA os pontos extremos foram 81,28 e 134,59 observados em fev./95 e out./02, respectivamente (Figura 2).

Os dois indicadores refletem grande valorização da moeda brasileira entre a implantação do Plano Real (julho de 1994) e janeiro de 1999, ocasião em que o regime de câmbio mudou para flutuação suja. A partir desta data ambos revelaram razoável volatilidade e predominaram momentos de depreciação real em relação a julho de 1994. De abril de 2003 a abril de 2004 a taxa de câmbio real com base no IPC manteve cerca estabilidade em torno de 121, elevou-se para perto de 130 nos dois meses seguintes e

vem caindo desde então, indicando tendência de apreciação da moeda nacional.

A taxa de câmbio real com base no IPA mostrou estabilidade por mais de um ano, com índice médio de 99,4 entre abr./03 e jun./04, isto é, aproximadamente o mesmo poder de compra da moeda doméstica da época do Plano Real. De julho em diante o índice vem indicando expressiva apreciação, atingindo 90,2 em outubro. Uma vez que na composição do IPA predominam bens comerciáveis, a taxa de câmbio real que se baseia neste indicador reflete melhor a competitividade externa dos produtos nacionais. Como a redução da vulnerabilidade externa brasileira passa pela sustentação de superávits comerciais expressivos, a tendência observada de apreciação da moeda local é preocupante.

É certo que não existe relação perfeita entre exportação ou importação e taxa de câmbio real, ou seja, a resposta às mudanças do câmbio não podem ser apuradas pelo ajuste de uma simples função linear e simultânea que relacione essas variáveis com significância estatística. No entanto, de um modo geral os períodos de apreciação cambial são acompanhados por redução do saldo comercial e à depreciação segue-se melhoria na balança comercial com certa defasagem e a história recente da economia brasileira é bem ilustrativa¹⁴.

A partir do Plano Real até dezembro de

¹³Op. cit. nota 12, p. 131. A maior crítica a esse índice se deve ao fato que os bens comerciáveis homogêneos tendem a ter preços iguais entre países, logo a taxa de câmbio real estimada por este indicador tende a ter pequena variação, não revelando as reais variações do poder de compra da moeda.

¹⁴Às desvalorizações cambiais segue-se melhora na balança comercial, mas com certa defasagem. Os estudos empíricos mostram que a resposta das exportações é lenta, a princípio até há redução do valor exportado, e somente após algum tempo é que passa a crescer. Como essa dinâmica resulta em gráfico na forma de J a literatura econômica denomina curva J.

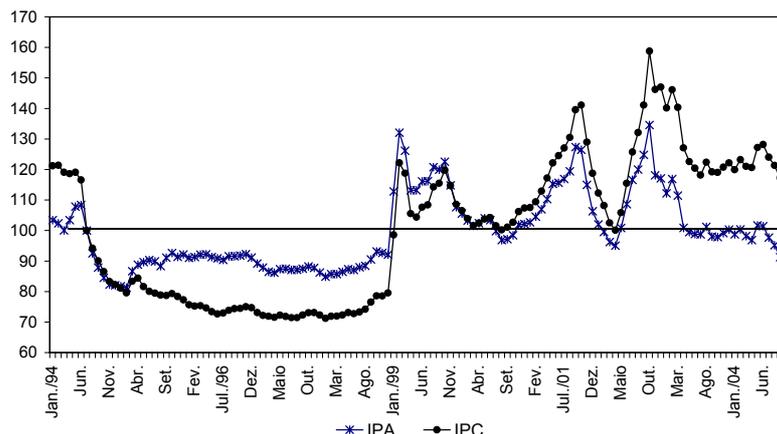


Figura 2 - Taxa de Câmbio Real Efetiva¹, Brasil, Jan./94 a Out./04.

¹Jul./94 = 100.

Fonte: Dados básicos da FUNCEX. Disponível em: <<http://www.funcec.com.br>>. Acesso em: 30 nov. 2004.

1998 decorreram 54 meses em que se observou nítida valorização da moeda brasileira sendo que em 3/4 deles a balança comercial apresentou saldo negativo. A desvalorização da moeda e mudança de regime cambial se deu em janeiro de 1999 e, a partir daí, por pouco mais de dois anos, a balança comercial ainda registrou saldos deficitários, mas com menor frequência (metade dos 26 meses) (Figura 3).

A partir de abril de 2001 não houve mais *déficits* comerciais e desde meados de 2002 o País vinha contabilizando saldos comerciais recordes. Observe-se que em todo esse período a taxa de câmbio real efetiva, quando medida pelo IPC, esteve em média 25% acima e em nenhum momento abaixo da observada no mês da implantação do Plano Real. Quanto ao índice da taxa de câmbio real deflacionado pelo IPA, nesses 43 meses, em 16 oportunidades esteve ligeiramente abaixo do observado em julho de 2004, mas em média, 6% acima.

As reduções da taxa de câmbio real significam apreciação, mas sua ocorrência eventual pode não comprometer a balança comercial, até porque, num regime de cambio flutuante, é de se esperar certa volatilidade. O que preocupa é a persistente tendência de queda que se observa nos dois indicadores desde julho, destacando-se o índice deflacionado pelo IPA que, até outubro registrou apreciação de 11%¹⁵. A balança comercial ainda contabiliza *superávits*, mas com visível redução nesses últimos meses, acompanhando a

tendência do câmbio real (Figuras 2 e 3). Se essa tendência persistir por mais tempo é de se prever o retorno dos *déficits* comerciais observados depois do Plano Real e o conseqüente agravamento da vulnerabilidade externa do País.

4 - CONSIDERAÇÕES FINAIS

Para a teoria econômica a taxa de câmbio real é uma das variáveis de influência relevante na determinação do saldo comercial. Como tendência geral as exportações guardam relação direta com a taxa de câmbio e as importações, inversa, resultando em redução dos saldos comerciais nos períodos de valorização e aumento nas etapas de desvalorização cambial. A história econômica do Brasil pós-Plano Real constitui evidência clara dessas tendências.

As estimativas da FUNCEX identificam o período de julho de 1994 a dezembro de 1998 como de grande valorização cambial e as contas do balanço de pagamentos confirmam *déficits* comerciais significativos nessa etapa. Seguiu-se a adoção do regime flutuante acompanhado de expressivos *superávits* comerciais e taxa de câmbio real predominantemente depreciada em relação ao momento do Plano Real. Da comparação desses períodos e tendo como base o IPA, observou-se que de uma taxa de câmbio média de 88,9 (jul./94 a dez./98), passou para 107,7 (jan./99 a out./04), resultando em desvalorização real de 21,1%.

Como esse nível de desvalorização

¹⁵O índice deflacionado pelo IPC teve apreciação de 8% entre julho e outubro de 2004.

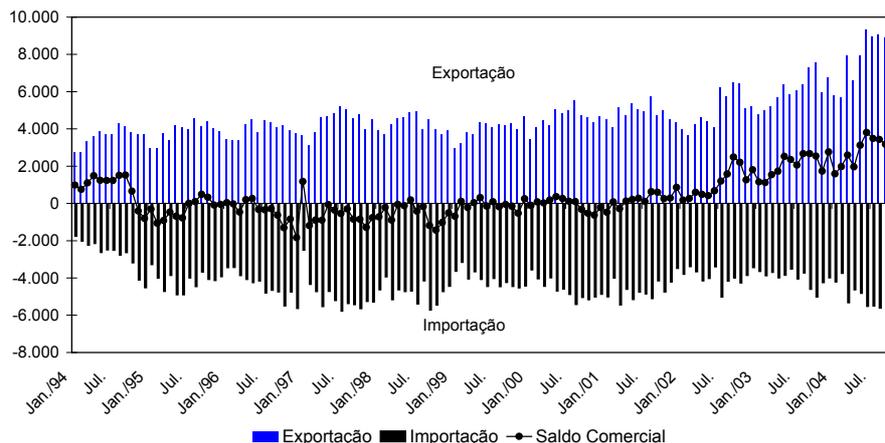


Figura 3 - Balança Comercial¹, Brasil, Jan./94 a Out./04.

¹Em US\$ milhão.

Fonte: Dados básicos do Banco Central do Brasil.

com base no IPA, em cuja composição predominam bens comerciáveis, foi suficiente para reverter a posição deficitária da balança comercial para a geração de *superávits* recordes, a tendência observada nos últimos meses é preocupante: entre junho e outubro o índice acumulou 11,1% de valorização. Nesses meses o saldo da balança comercial, embora continue superavitário, mostrou nítida redução e a continuidade dessa tendência pode resultar em *déficits* comerciais em pouco tempo.

Uma vez que o Brasil precisa de *superávits* para honrar seus compromissos, não pode

permitir maior apreciação da moeda local, que poderia ser desastrosa para a economia como um todo e em particular para a agricultura. Como é a maior responsável por saldos comerciais positivos, Delfim Neto (2004)¹⁶ lembra que esse setor pode enfrentar dificuldades maiores derivadas da taxa de câmbio: insumos importados a dólar mais desvalorizado do que venderão seus produtos.

¹⁶DELFIN NETO, A. Olho na agricultura. **Folha de S. Paulo**, São Paulo, 1 dez. 2004. Caderno A, p. 2.