



Revista
ECONOMIA & TECNOLOGIA

ISSN 2238-4715 [impresso]
ISSN 2238-1988 [on-line]

Análise Mensal

Nº 23 - Novembro de 2013

A degeneração do setor externo

**Política Monetária: uma enxadada,
duas minhocas**

Análise Mensal

Nº 23 - Novembro de 2013

EDITORES

João Basílio Pereima Neto
Fernando Motta Correia
Alexandre Alves Porsse

COORDENAÇÃO EXECUTIVA

Luiz Carlos Ribeiro Neduziak

EQUIPE TÉCNICA

Felipe Gomes Madruga
Joaquim Israel Ribas Pereira
Pedro Américo Vieira
Fernanda Hauptmann de Almeida

UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ

REITOR

Zaki Akel Sobrinho

DIRETOR DO SETOR DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS

Ana Paula Cherobim

CHEFE DO DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

João Basílio Pereima Neto

COORDENADOR DO PROGRAMA DE PÓS- GRADUAÇÃO EM DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO (PPGDE/UFPR)

Fernando Motta Correia



Esta e outras edições da **Análise Mensal** estão disponíveis para
download em: <http://www.economiaetecnologia.ufpr.br>



Revista ECONOMIA & TECNOLOGIA

ISSN 2238-4715 [impresso]
ISSN 2238-1988 [on-line]

APRESENTAÇÃO

A **Análise Mensal** é uma publicação realizada pela equipe técnica da Revista Economia & Tecnologia (RET), é divulgada toda última semana de cada mês e está disponível para download no endereço: <http://www.economiaetecnologia.ufpr.br>.

O objetivo da **Análise Mensal** é tratar de dois temas relevantes de conjuntura macroeconômica que estejam em evidência nas agendas nacionais e internacionais. Todo o conteúdo é debatido e escrito coletivamente pela equipe técnica da RET, sendo que as opiniões emitidas são de responsabilidade dos Editores.

Esta edição da **Análise Mensal** trata de dois temas macroeconômicos relacionados: o setor externo, especialmente a deterioração do balanço de pagamentos pelo lado real, e a política monetária. Os dois artigos se complementam e fornecem uma interpretação dos desafios e problemas macroeconômicos enfrentados pelo Brasil no momento e que podem se agravar em 2014.

O primeiro artigo trata da deterioração do setor externo, cujo déficit em transações correntes chegou a US\$ 82,2 bilhões acumulados em 12 meses, até outubro. As consequências desse déficit estrutural são grandes e podem ameaçar a relativa estabilidade da taxa de câmbio, almejada pelas intervenções do Banco Central.

O segundo artigo, por sua vez, analisa o duplo papel que o instrumento de política monetária, adotado pelo Banco Central, vem desempenhando recentemente, bem como o seu possível impacto sobre a trajetória de crescimento da economia brasileira. O artigo afirma que, a despeito de combater a inflação, o atual ciclo de aumento da taxa de juros tem por alvo, além da inflação, a estabilidade da taxa de câmbio e que o segundo objetivo poderá até mesmo evoluir para se tornar o principal alvo da política monetária, dada a deterioração do setor externo, analisada no primeiro artigo.

Boa Leitura!

João Basílio Pereima
Editor-Chefe (E-mail: ret@ufpr.br)

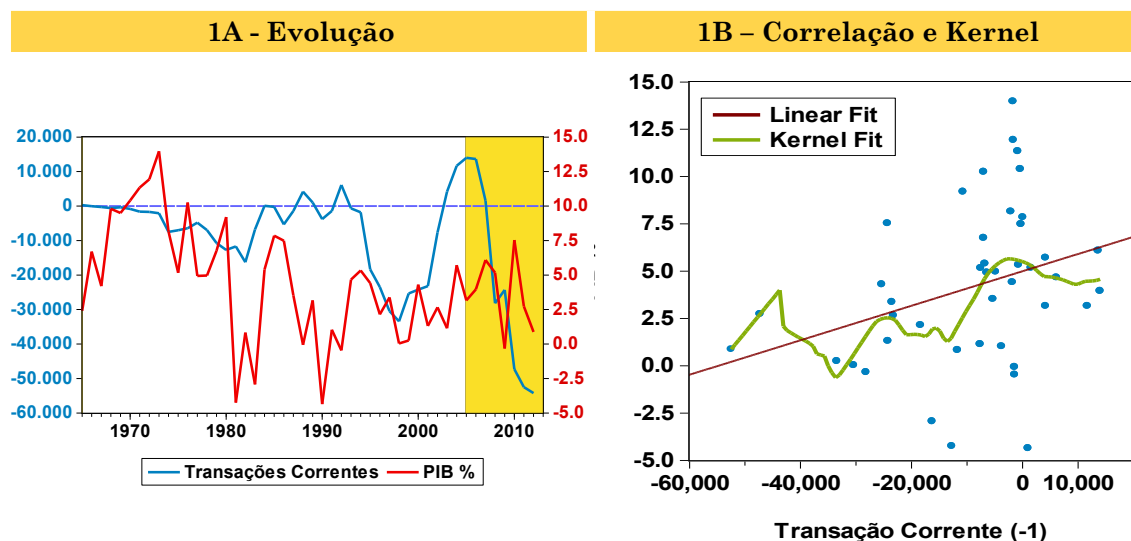


A degeneração do setor externo

A situação do setor externo brasileiro, no que se refere ao saldo de transações correntes (TC) no balanço de pagamento, atingiu em 2013 o pior resultado de toda a história do país. Medido em termos absolutos, o saldo negativo atingiu US\$ 67,5 bilhões em 2013, até outubro, valor 70% superior ao registrado no mesmo período de 2012, US\$ 39,6 bilhões. No acumulado em doze meses (até outubro de 2013), as transações correntes acumularam déficit de US\$ 82,2 bilhões, o qual representa 3,67% do PIB. Mesmo tendo atingido recordes históricos em 2012, o desempenho do setor externo, em 2013, está evoluindo para um cenário ainda mais dramático, podendo chegar a quase US\$ 90,0 bilhões, até dezembro (gráfico 1A).

Tal resultado é de amplo conhecimento, mas, surpreendentemente, tem sido tolerado pelo governo e mercado, o que não deixa de ser um comportamento instigante: porque tanto silêncio sobre o fato? O governo “fazendo de conta” que o setor externo está sob controle e o mercado fingindo-se de morto, como se o resultado fosse normal e fosse factível à economia brasileira, blindada que está com um muro de US\$ 380 bilhões de reservas internacionais. Os efeitos perversos da degeneração do setor externo começam a se manifestar com mais intensidade doravante, isto é, está-se restringindo o crescimento do PIB, podendo mesmo evoluir para uma crise cambial semelhante a que ocorreu em 1998/99.

Gráfico 1 – Transações Correntes (US\$ mi) e Crescimento (%aa)



Fonte dos dados: IBGE e Banco Central

Transações Correntes e Crescimento

Do ponto de vista do crescimento econômico, a degeneração do setor externo, desde 2010, está mudando a relação de causalidade entre déficits no setor real do balanço de pagamentos e crescimento. Até 2010, pode-se afirmar, com certo grau de tolerância a imprecisões estatísticas, que os déficits em transações correntes, até então elevados, ajudaram a promover o crescimento, ao permitir a importação de bens de capital com nova tecnologia embarcada e com isso aumentar a competitividade e produtividade do setor manufatureiro. Nesse sentido, há dois pontos a serem ponderados no argumento deste modelo de crescimento baseado em importações.

O primeiro é o limite imposto pela necessidade de equilibrar o balanço de pagamentos. Vários trabalhos empíricos que tratam da relação entre crescimento econômico e balanço de pagamentos¹ afirmam que há um limite para o crescimento a partir do qual o aumento da renda interna causará um crescimento das importações acima do equilíbrio do balanço de pagamentos, gerando, com isso, déficits na balança comercial e, tudo mais constante, déficits em transações correntes. A crise no setor externo pode ser evitada ou postergada pela atração de capital financeiro estrangeiro cujo fluxo financiará os déficits no lado real da econômica, contando com ajuda de uma política monetária de juros altos que possa tornar a paridade descoberta da taxa juros atrativa ao capital externo. Se o fluxo de capital financeiro for insuficiente, a ocorrência de uma crise cambial é inevitável, podendo apenas ser adiada por algum colchão de reservas que, temporariamente, permitiria ao Banco Central fazer frente à onda de compra especulativa de moeda estrangeira, motivada por déficits estruturais. No limite, como ocorreu no Plano Real, nem mesmo aquela loucura desesperada de Selic à 45%aa conseguiu evitar o colapso cambial, a inflação e a estagnação que se seguiu. Em resumo, o déficit no setor externo, por conta de importações, promove o crescimento até certo ponto (correlação negativa), mas atua no sentido contrário a partir deste ponto (correlação positiva).

Essa mudança de comportamento da relação entre crescimento e saldo em transações correntes pode ser vista no gráfico 1B, acima, a partir das mudanças de inclinação na curva do Kernel. Em geral, no longo prazo, a relação é positiva (curva linear ajustada), mas quando se levam em consideração as variações na correlação entre crescimento e saldo de transação corrente, dentro de determinados períodos agrupados pelo Kernel, as mudanças ficam evidentes².

1 O trabalho clássico nesta área é McCombie, J.S.L. and A. P. Thirlwall; (1994). *Economic Growth and the Balance of Payments Constraint*, Palgrave Macmillan: London-UK.

2 Utilizando dados anuais para a economia brasileira, de 1970 a 2010, estimamos o modelo autoregressivo com um termo de média móvel de primeira ordem $PIB_t = \alpha_0 + \alpha_1 TC_{t-1} + MA(1)$ e apuramos o resultado abaixo. O componente de média móvel tem por objetivo remover correlações seriais ente os erros, que tornam a estimativa inconsistente. No exercício, PIB= %aa e TC=US\$ milhões, em nível. Não há mudanças significativas no resultado se usarmos variação de TC.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	5.17093	0.871393	5.934	0.0000
TC(-1)	0.00011	4.83E-05	2.227	0.0316
MA(1)	0.31270	0.151139	2.069	0.0451

Período: 1970 2012 (43 obs), R2 = 0,232, F = 6,045, Durbin Watson = 1,742

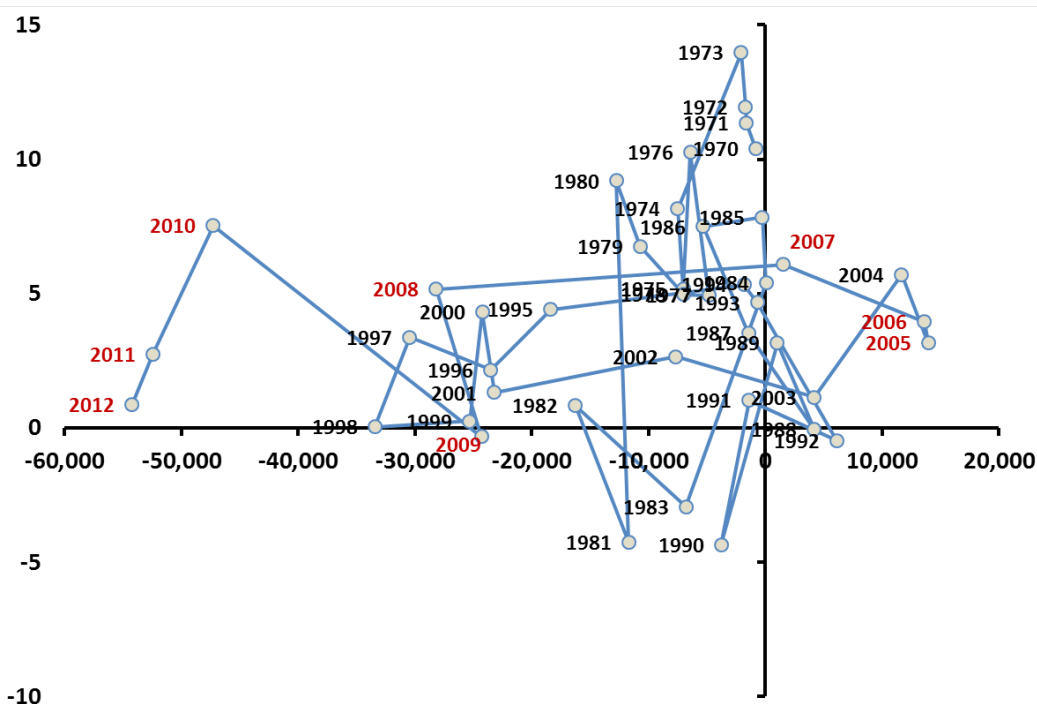
A correlação positiva de longo prazo e as constantes mudanças de inclinação no curto prazo têm um significado importante para formulações de políticas públicas.

No longo prazo, predomina uma relação que associa maiores taxas de crescimento com superávits na balança comercial e não déficits, o que significa dizer que os modelos de crescimento baseados em exportações geram mais crescimento que os supostos modelos de crescimento baseados em importações. No curto prazo, pode-se lançar mão do argumento de que déficits externos, quando causados por importações de bens de capital e tecnologia, contribuem para o crescimento, via produtividade. O problema é que nos momentos em que a taxa de câmbio valorizada favorece as importações de bens de capital, não é somente os bens de capital e tecnologia que entram no país, mas toda uma variedade de insumos e bens de consumo que se tornam mais baratos e, portanto, os efeitos positivos do impacto dos novos bens de capital, pelo lado da oferta, podem ser compensados pelos efeitos negativos do deslocamento da demanda para fora. A resultante é uma taxa de crescimento menor do que a desejada ou esperada.

Esse parece ser o caso da economia brasileira, atualmente. As mudanças da relação entre crescimento e saldo em transações correntes, em cada ponto do tempo, desde 1970, podem ser visualizadas no gráfico 2. Durante os anos de 2004 e 2007, o saldo em transações correntes foi positivo e a taxa de crescimento do PIB ficou em torno dos 4,5%aa. Em 2008, o déficit foi de US\$ 28,2 bilhões, sem danos ao crescimento. Depois disso, especialmente após 2010, a taxa de crescimento despencou e os saldos externos tornaram-se excessivamente negativos. Mesmo que as estatísticas sejam frágeis, não há como ignorar os dados. O crescimento de 2012, 2013 e de 2014 estão sendo impactados pela degeneração externa, como fica evidente na parte final do gráfico 2, relativos aos últimos três anos. A degeneração externa não explica tudo, evidentemente. O R^2 do modelo é de apenas 0,232 e, portanto, outras variáveis devem ser incluídas, se o objetivo for explicar a variação do PIB. Para efeitos desta análise, interessa a significância estatística da correlação entre saldo em transação corrente e crescimento, à luz da teoria econômica existente. E esses resultados nos parecem suficientes para justificar uma mudança, de fato abandono, do modelo de crescimento baseado em importações.

A desvalorização cambial, há poucos meses desejada como solução para política industrial, poderá se tornar novamente um problema grave para economia brasileira.

Gráfico 2 – Evolução das Transações Correntes e PIB



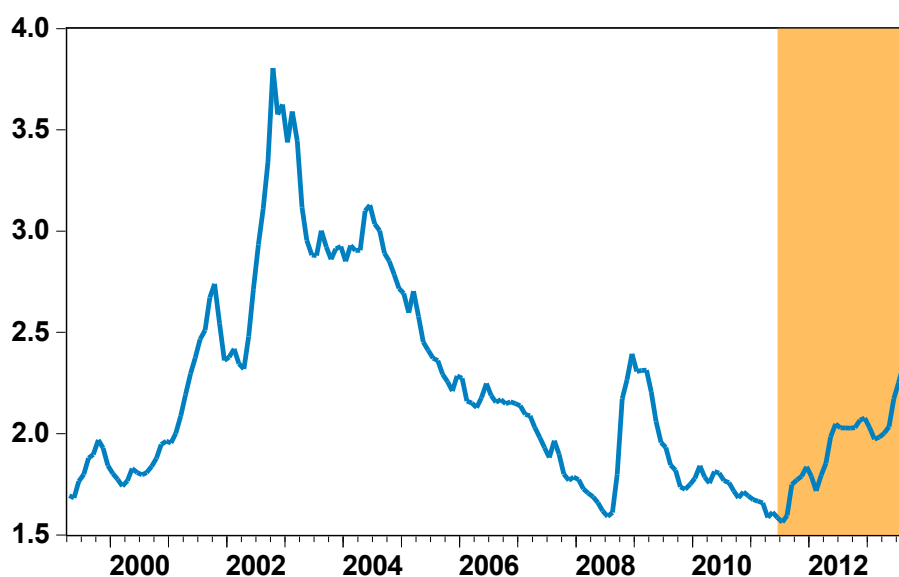
Fonte dos dados: IBGE e Banco Central

Transações Correntes, Câmbio e Blindagem

E se a relação entre crescimento e resultado externo for, de fato, como aquela explicada acima, outros ajustes econômicos, que são de difícil previsão estatística, podem ocorrer, surgindo como fenômeno emergente que causa mudança estrutural, inclusive nos parâmetros de qualquer modelo, porventura estimado, uma situação já há muito tempo reconhecida por Robert Lucas³ em sua famosa crítica aos modelos de previsão, que dependem apenas de dados passados. Há certas inflexões e descontinuidades, mesmo no nível macroeconômico, que extrapolam a capacidade de previsão dos modelos. A história é rica em exemplos. Esse parece ser o caso de para onde caminha o câmbio, até agora sob controle da autoridade monetária. Desde julho/2011, quando o câmbio estava em R\$\$/US\$ 1,5631, o real desvalorizou-se 49,8% em termos nominais (gráfico 3, área sombreada). Essa desvalorização ainda não afetou importações e exportações, via elasticidade preço, de forma que os déficits no setor externo real continuam aumentando em 2013. Isso sinaliza que uma correção do setor externo, via preços e câmbio, somente se dará com uma desvalorização maior ainda, o que implica em mais inflação no futuro.

3 Lucas, Robert (1976). *Econometric Policy Evaluation: A Critique*. In Brunner, K.; Meltzer, A. The Phillips Curve and Labor Markets. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 1. New York: American Elsevier. pp. 19–46

Gráfico 3 – Evolução da Taxa Nominal de Cambio - R\$/US\$

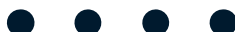


Fonte dos dados: IBGE e Banco Central

A situação poderia seguir tranquila, de fato, se o déficit permanecesse na casa dos US\$ 20 ou US\$ 30 bilhões anuais. Mas a desvalorização cambial em curso, particularmente a partir de 2011, coloca a economia sob uma área de risco externo crescente. A probabilidade de uma crise cambial hoje é seguramente a maior desde 2002, sendo apenas superada pelo fim Plano Real em 1999, quando as transações correntes atingiram US\$ 33,4 bilhões negativos, em dezembro de 1998. A outra crise cambial foi em 2002, quando as transações correntes foram apenas US\$ 7,6 bilhões negativas. A crise cambial de 1999 foi deflagrada pela situação deficitária da balança de pagamentos, tal como hoje. Na época, as reservas externas eram baixas e a saída foi recorrer a empréstimos no FMI. Para não perder a eleição, o então presidente Fernando Henrique Cardoso, postergou o ajuste externo do Plano Real de 1998, ano eleitoral, para 1999, ano pós-eleitoral. Fez isso subindo juros, sob a justificativa de combater a inflação. A conta veio, de fato, em 1999, com uma crise cambial mais forte, o que culminou em recessão, inflação e um descontrole da dívida pública pela incorporação de altíssimas taxas de juros. Será que tudo isso pode acontecer de novo, com a presidente Dilma?

O governo possui reservas para empurrar o acerto externo para 2015 e administrar 2014 de olho nas urnas, apostando numa inflação abaixo da banda superior, mesmo que não na meta. Trocará, portanto, menos crescimento por menos inflação fazendo a taxa de juros subir, possivelmente além dos 11%. O fiel da balança em 2014 será o setor externo. A degeneração externa em curso, por conta do crescimento (que não houve) baseado em importação poderá derrubar o governo do equilíbrio instável em que se encontra. A desvalorização cambial, há poucos meses desejada como solução para política industrial, poderá se tornar novamente um problema grave para economia brasileira. O quanto da desva-

valorização cambial que aparece na área sombreada do gráfico se deve à política cambial do governo em apoio à industrialização e o quanto se deve ao ajuste do mercado que começa a precificar a degeneração externa, ninguém sabe. E tudo ocorre porque no passado permitiu-se uma valorização excessiva do câmbio, sob o pretexto de importar bens de capital, e, que agora, por falta de visão estratégica, a demora em corrigir o câmbio, temendo a inflação, pode cobrar um preço mais alto ao país, na forma de uma crise cambial.



Política Monetária: uma enxadada, duas minhocas

Íamos começar esta análise com aquela metáfora de “matar dois coelhos com uma cajadada só”, no entanto, poderíamos correr o risco de ser mal interpretados nesta era de consciência e respeito à natureza e todos os seres vivos. Reconhecemos, no entanto, que a troca de imagem não resolve o problema, pois apesar das diferenças anatômicas entre coelhos e minhocas, essa última ainda é um ser vivo com os mesmos direitos de cumprir seu ciclo de vida.

Prosseguindo, então, em companhia das minhocas, com a política atual de elevação de juros, o Banco Central consegue conter, com uma única medida de política monetária, duas variáveis macroeconômicas importantíssimas no curto prazo e que ameaçam fugir ao controle: a inflação e o câmbio. O inimigo mais visível, que tem recebido mais atenção no discurso do governo, porque é aquele sobre o qual os holofotes da mídia estão apontados, é a inflação. Mas há motivos suficientes para considerar o alvo cambial como sendo tão ou mais importante que a própria inflação. O fato é que a inflação não é o único objetivo atual da política monetária. O segundo objetivo, e talvez o mais importante no momento e em 2014, será o controle da taxa de câmbio.

O câmbio desvalorizou-se 49,8%, desde julho de 2011. Uma parte dessa desvalorização, e dos custos que ela impõe à produção, foi absorvida pelas empresas, de forma que o impacto cambial na inflação, até recentemente, foi reduzido. No entanto, a partir do atual nível da taxa de câmbio, qualquer nova desvalorização cambial será repassada, com mais força, aos preços, de forma que o efeito pass-through câmbio à inflação é maior hoje do que no passado e, portanto, o câmbio passa a ser, naturalmente, um alvo da política monetária que é complementar o alvo primário da demanda agregada, especialmente num momento em que o setor externo, por conta de elevadíssimos déficits em transações correntes, ameaça a estabilidade da taxa de câmbio. Uma crise cambial, num momento de alta sensibilidade (alto pass-through), é tudo que o Brasil e a presente Dilma, se quiser se reeleger, precisam evitar. A taxa de juros, no atual ciclo de aumento, tem sido usada para, primariamente, combater as expectativas que realimentam o processo inflacionário, mas que poderá ser usada de forma extrema para evitar uma crise cambial, cada vez mais provável.

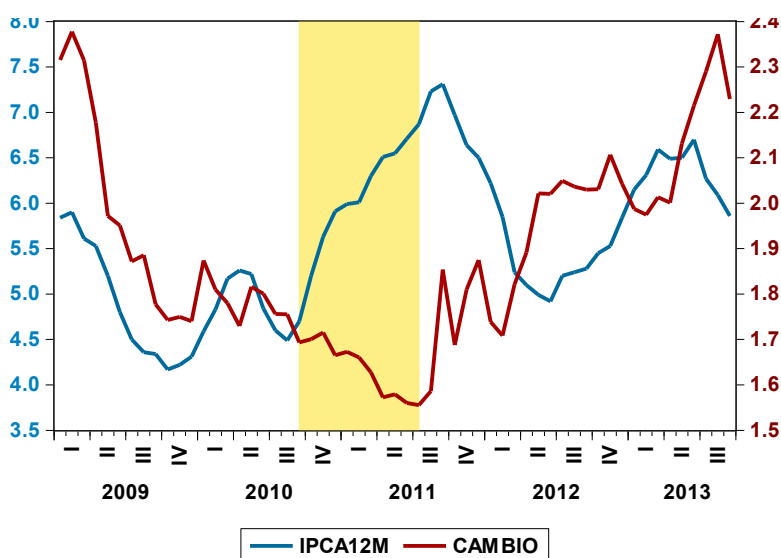
Para o atual momento da economia brasileira, uma pressão adicional do câmbio sobre os preços, no exato momento em que o coeficiente de pass-through está ficando maior, é o pior dos mundos.

Essa pode ser a verdadeira intenção por trás das afirmações do Banco Central, na reunião do dia 27/11/2013, por meio da ata número 179, item 24, quando afirma que⁴:

“Importa destacar ainda que, para o Comitê, a citada depreciação cambial constitui fonte de pressão inflacionária em prazos mais curtos. No entanto, os efeitos secundários dela decorrentes, e que tenderiam a se materializar em prazos mais longos, podem e devem ser limitados pela adequada condução da política monetária.”

O argumento acima se apoia no fato de que o efeito pass-through realmente é maior hoje do que no passado. O gráfico 1 sugere que, no entanto, a relação entre câmbio e inflação pode mudar no curto prazo, dependendo da origem de choques de inflação, como ocorreu, por exemplo, entre o período 2010-09 e 2011-07, quando a inflação acelerou ao mesmo tempo que o câmbio valorizou (área sombreada no gráfico 1). Via de regra, na maioria do tempo, a correlação entre inflação e câmbio é positiva, e embora possa sofrer alteração no curto prazo, guardam uma relação de equilíbrio no longo.

Gráfico 1 – Inflação e Câmbio



Fonte dos dados: IBGE e Banco Central

A fim de analisar o efeito pass-through com maior rigor estatístico, realizamos um exercício econométrico em que utilizamos um modelo multiregressivo da inflação contra câmbio, com defasagem de 6 e 12 meses⁵, controlando por outras variáveis como IPCA, PIB, grau de abertura da economia brasileira e um componente de correção de erro do tipo média móvel de primeira ordem [MA(1)] para corrigir problemas de correlação serial na série temporal de dados. O grau de abertura é calculado como a soma das exportações e importações como pro-

⁴ BACEN: http://www.bcb.gov.br/htms/copom/not20131127179.asp#_Toc373947075

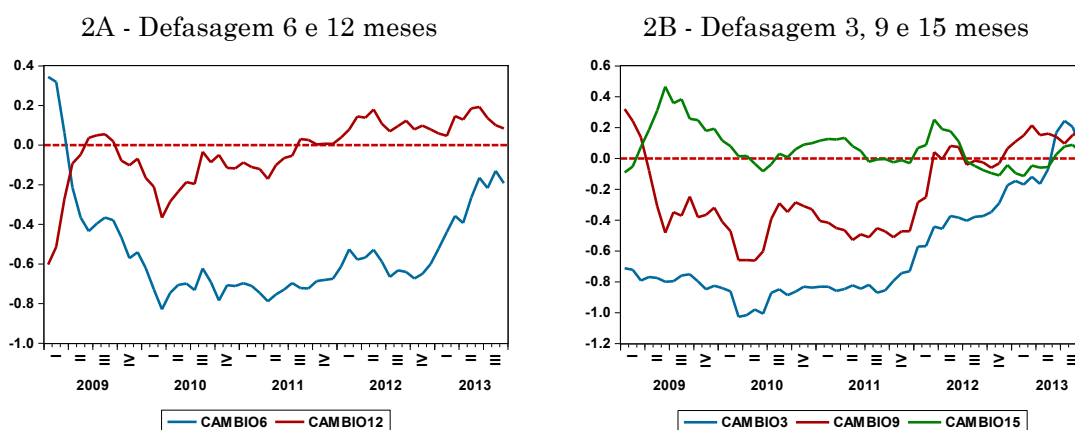
⁵ Várias defasagens entre 1 e 18 meses foram testadas em diferentes especificações da equação de regressão e a combinação que mais se mostrou estatisticamente significante foram 6 e 12 meses.

porção do PIB, o qual tem diminuído no Brasil nos últimos anos; mas, como será visto, esse fechamento da economia não está impedindo que o coeficiente de pass-through esteja aumentando. Estimamos um primeiro modelo usando todas as observações no período 2000m01 à 2013m09, no qual se obteve um coeficiente de curto prazo (6 meses) igual a 0,595 e um coeficiente de 12 meses igual -0,619. O sinal negativo em 12 meses significa que, no longo prazo, as variações da inflação e cambio convergem para uma relação de equilíbrio, garantindo a cointegração entre as duas variáveis.

A fim de analisar dinamicamente o coeficiente cambial (pass-through), estimamos esses dois coeficientes de forma recursiva, usando uma janela móvel de 36 observações do mesmo modelo acima. Sem entrar em mais detalhes técnicos, após as correções das variáveis em níveis e realizados os testes para garantir uma especificação mais adequada do modelo, obtivemos evolução dos coeficientes pass-through para 6 e 12 meses e outra combinação alternativa de defasagem, com 3, 9 e 12 meses⁶, as quais estão representadas no gráfico 2. Como pode ser observado, após 2011, o coeficiente de pass-through tem aumentado significativamente, independentemente da estrutura de correlação serial entre inflação e câmbio, de forma que o comportamento da relação entre inflação e cambio após 2011 é, de fato, uma mudança estrutural nos parâmetros reais da economia. Tal mudança não pode ser visualizada com as estimativas tradicionais do pass-through que têm sido efetuadas no Brasil, pelos mais diferentes métodos, pois essas estimativas se baseiam em séries de longo prazo, nas quais os últimos dados incorporados nos modelos têm pouco peso, diluídos que estão numa série longa.

Gráfico 2 – Coeficiente Pass-through Cambio-Inflação

Estimação recursiva com janela móvel de 36 meses



Fonte dos dados: IBGE e Banco Central

6 Estimativas recursivas, com períodos relativamente curtos (36 ou 48 meses), capturam muito das variações conjunturais, ao atribuírem peso muito grande às poucas observações, se comparados às estimativas em séries mais longas. Isso tem impacto grande na estrutura de correlação serial entre as variáveis, podendo, inclusive, tornar os estimadores (coeficientes) insignificantes no curto prazo, quando eles eram significantes no longo. Para minimizar esse problema, reportamos o pass-through recursivo (de curto prazo) com duas estruturas de correlações distintas (6 e 12m) e (3, 9 e 15m) e ambas refletem o mesmo fenômeno de interesse: mostram aumento no pass-through após 2011.

As consequências das variações recentes do pass-through para a condução da política monetária e para o sucesso no combate à inflação e para o crescimento são grandes. Para o atual momento da economia brasileira, em que a inflação teima rodar próxima do teto, mesmo quando a economia não cresce, uma pressão adicional do cambio sobre os preços, no exato momento em que o coeficiente de pass-through está ficando maior, é o pior dos mundos. Significa que, doravante, a variável determinante, a ser monitorada para condução da política monetária, não é apenas a inflação, mas sim a taxa de cambio, nossa segunda minhoca.

A enxadada de juros, com a qual o governo pretende derrubar a inflação, ajuda a equilibrar o setor externo, via atração de capital especulativo em busca de arbitragem de juros. É uma aposta de alto risco, pois é de amplo conhecimento que fluxos de capital financeiro são altamente instáveis e, em breve, os juros internacionais vão começar a subir.

O efeito colateral dessa política monetária é reduzir o já minguado crescimento da economia brasileira. Tal política macroeconômica reduz a taxa de crescimento da economia por dois canais: em primeiro lugar, reduzindo a demanda agregada pelo tradicional efeito das taxas de juros nas expectativas pessimistas, que contaminam as decisões de investimento e, por fim, pela perpetuação do desequilíbrio estrutural do setor externo real, nos seus já US\$ 82,2 negativos, ao evitar mais desvalorização cambial, por pequena que seja. Esse impacto negativo do crescimento somar-se-á às demais restrições existentes pelo lado da oferta, de forma que se o governo colocar uma estimativa de crescimento para 2014 acima de 2,5%aa, no orçamento, estará tentando, ou enganar a sociedade ou a si mesmo, ou ambos.

