

Fundamentos da taxa de câmbio

Em seg, 11/10/10, Bresser-Pereira <bresserpereira@gmail.com> escreveu:

José Luís e Eliane,

No artigo que escreveram juntos sobre o câmbio vocês dizem “Os autores deste artigo fizeram recentemente esse exercício para a economia brasileira com dados trimestrais para o período 1995:3 – 2010:1. Como fundamentos da taxa de câmbio foram escolhidas as seguintes variáveis: índice de preços de commodities, termos de troca, taxa Selic, saldo da balança comercial como proporção do PIB e consumo do governo (dessazonalizado). Dessa forma, foi rodada uma regressão em mínimos quadrados da taxa real efetiva de câmbio contra as variáveis acima listadas, obtendo-se, a partir da mesma, uma série de valores para o que seria a taxa real efetiva de câmbio no período em consideração, determinada apenas pelos fundamentos”.

Podem me explicar um pouco melhor como é que vocês chegaram nos valores da taxa real efetiva. E, portanto, na apreciação de apenas 20% em 2010? A taxa de câmbio de equilíbrio (determinada pelos fundamentos) é aquela que equilibra a conta corrente?

Suponho que é com o pressuposto de equilíbrio em conta corrente que vocês concluem que a sobreapreciação só passa a ocorrer a partir de 2005 (quando saímos do superávit em conta corrente) e é de quase 20% em 2010. É isso mesmo?

Caso seja, proponho um raciocínio que leve em consideração a doença holandesa. Vamos supor que a taxa de câmbio de equilíbrio industrial no Brasil é 25% mais depreciada (20% de cima para baixo) do que a taxa de câmbio que equilibra intemporalmente a conta corrente. Se somarmos os dois 20%, nós teríamos uma sobreapreciação de 40%. Dada uma taxa, hoje, de 1,70, a taxa de câmbio industrial deveria ser R\$2,83. E a sobreapreciação deveria ser muito mais antiga. Seria preciso voltarmos ao momento em que o Brasil deixou de neutralizá-la, com a abertura comercial e financeira. Eu acho 2,83 muita coisa, mas creio que o número correto deve estar próximo de 2,60.

Que acham deste raciocínio? Não inviabiliza o artigo que escreveram prevendo déficits em conta corrente maiores. Mas creio que nos faz entender melhor por que estamos em plena desindustrialização. Estou tentando escrever um pequeno paper com o Nelson Marconi e o Marcos Rocha usando esse raciocínio, e gostaria de ter a opinião de vocês.

Aproveito para enviar-lhes um artigo que acabo de escrever e vou enviar para o Valor sobre a doença holandesa e a guerra cambial.

Um abraço, Bresser.

Em 11/10/2010 17:57, Bresser-Pereira <bresserpereira@gmail.com> escreveu:

Nelson, no email que mandei ao Zé Luís e à Eliane coloquei as ideias que tenho discutido com você. Ficamos de escrever juntos e com o Marcos um paper a respeito, mas você me disse que o Marcos insiste em colocar um déficit em conta corrente na

regressão. É o contrário. Precisamos fazê-la com déficit em conta corrente zero, e, para calcular qual a taxa de câmbio de equilíbrio industrial, assumir a % de cima para baixo da doença holandesa (a % de imposto necessária para neutralizá-la que suponho ser cerca de 20%). O ideal seria fazer também o inverso. Calcular essa percentagem a partir de dados da regressão, mas não sei como se faz isto.

Discuta esse assunto com o Marcos e marque uma conversa minha com você e ele para o início de novembro. Já com cálculos feitos.

Antes disso, revise meu artigo e o devolva para eu poder enviá-lo ao Valor.

Segue anexo o artigo do Zé Luís e da Eliane, caso não o tenham lido.

Um abraço. Bresser.

2010/10/11 Jose Luis oreiro <joreirocosta@yahoo.com.br>

Bresser,

A taxa de câmbio determinada pelos fundamentos não é equivalente a taxa de câmbio que equilibra a conta-corrente. O conceito desenvolvido pelo Nurkse em 1945 se mostrou muito difícil de ser operacionalizado empiricamente de forma que os macroeconomistas passaram a considerar a taxa de câmbio que seria determinada independente das expectativas dos agentes (ou pelos fundamentos). O que colocar nos fundamentos é arbitrário e varia de estudo para estudo, muitas vezes dependendo da adequação ou não da variável ao modelo econométrico. Eu e a Eliane testamos algumas especificações alternativas (por exemplo, considerando o diferencial de juros ao invés do nível da Selic), mas esta especificação foi a que melhor aderiu aos testes empíricos. Coisa de econometrista, não tem teoria por trás disso não.

Quanto ao valor de sobre-valorização de "apenas" 20%, não acho tão baixo assim ... o câmbio nominal fechou hoje em macabros R\$ 1,666 (pra quem lê as sagradas escrituras sabe que esse número não é lá muito bom). Se desvalorizarmos o câmbio em 20% teremos um câmbio nominal em torno de R\$ 2,10 que é mais ou menos o que os industriais afirmam ser o câmbio no qual eles tem condições de competir no exterior (pelo menos é o que eu constatei na reunião do CDES na quarta-feira última em São Paulo). Além disso uma desvalorização de "apenas" 20% nem vai fazer cócegas na inflação (no máximo um aumento de 2 p.p na taxa de inflação no ano em que se fizer o ajuste no câmbio), algo perfeitamente acomodável dentro da margem de tolerância do RMI brasileiro.

Nosso modelo econométrico mostrou tb que uma desvalorização de 20% praticamente elimina o déficit em conta-corrente em 2014 ... dai pra frente é só dar pequenas desvalorizações anuais na taxa de câmbio para manter o câmbio mais ou menos alinhado e as contas externas equilibradas.

Abs, JLO

Em 11/10/2010 21:44, **Marcos Rocha** <sir.mrocha@gmail.com> escreveu:
Concordo modestamente com as colocações do Oreiro, em especial sobre a econometria "política" (trocadilho infame meu) da coisa.

Abs,
Marcos

De Nelson

oi Bresser,

sim, é o contrario, e o problema é esse, que ele não aceita a ideia de colocar o resultado em conta corrente na regressão, mas que ele coloca o resultado em conta corrente somado ao endividamento. vamos ver se com essa msg sua ele se anima...hehe

vou ver seu artigo em meia hora e te retorno.

De Nelson

a questão aqui, insistindo com vocês, é que não queremos saber qual é a taxa de cambio que possibilita manter um déficit em conta corrente financiado por endividamento em patamares razoáveis (calculado usualmente adotado), mas qual a taxa de cambio que manteria a conta corrente equilibrada.

Por que ? por acreditarmos que financiar déficit em conta corrente com endividamento é justamente a estratégia de crescimento com poupança externa!!! E é isso que, do ponto de vista teórico e da política econômica, não queremos para o país, pois sua adoção traz efeitos que este modelo econométrico não captura; então, temos que calcular qual seria a taxa de cambio de equilíbrio sem considerar o movimento do fluxo de capitais e demonstrar que esta taxa, em países que sofrem de doença holandesa, é mais baixa que a observada em países que sofrem da doença.

Em nosso ultimo artigo, eu e o Marcos demonstramos que a taxa de cambio do modelo econométrico usual, quando considerada em países que tem elevada participação de commodities em sua exportação, é mais apreciada. Mas, por incluir o fluxo de capitais, não corresponde à taxa de cambio de equilíbrio da conta corrente do modelo de doença holandesa do Bresser.

vamos ver se o Marcos se anima então para calcularmos a do modelo do Bresser

abs, Nelson

De Marcos Rocha, 12.10

Olá professor Bresser e professor Marconi,

O embate entre eu e o Marconi é que eu utilizo uma variável, Ativos Estrangeiros Líquidos, que inclui além dos resultados da conta corrente e da dívida e decisão de portfólio, como é usual na "econometria da coisa". O que o Marconi objetiva é que eu deva usar Conta/Corrente sobre o PIB no lugar, e eu permaneço insistindo que essa estratégia também não funciona para captar suas ideias, tanto quanto utilizar Ativos Estrangeiros Líquidos como uso, porque é óbvio que o resultado em Conta Corrente sustentável também não é compatível com o câmbio de equilíbrio destituído dos efeitos da Dutch Disease: e é esse que procuramos.

O que acontece é que mesmo utilizando Ativos Estrangeiros Líquidos, evidentemente

também contaminados com a Dutch Disease, eu crio uma taxa de equilíbrio que ainda assim mostra uma relação entre o percentual de exportações de commodities de um país (uma espécie de índice da Dutch Disease que criei) e sobrevalorização para uma amostra, e com essa ideia eu e o Marconi aprovamos o paper na Anpec. Eu acho q melhor que excluir ou fazer zero a conta corrente seria isolar a parte do cambio que é explicado por conta corrente deduzindo o efeito de sobrevalorização da existência de recursos naturais, mas ainda não consegui arquitetar como fazer isso econometricamente: esse é o desafio para mim e para o Marconi. Mas posso tentar especificações que façam uma conta corrente zero.

Em resumo, permaneço "matutando" a respeito.

Abs,
Marcos

De Luiz Carlos Bresser-Pereira, 12.10

Marcos e Nelson,

Nosso problema está dividido em duas partes: (1) qual é a taxa que equilibra intertemporalmente a conta corrente e (2) qual é a taxa que viabiliza indústrias outras que a que aquelas que originam a doença estrangeira.

Primeira observação: Eu tenho sempre falado em conta corrente, mas talvez, no modelo puro de doença holandesa, o que se devesse procurar é a taxa de câmbio que equilibra a conta comercial intertemporalmente. O fato de o país ter investimentos estrangeiros a remunerar a rigor não tem relação com a dh.

Segunda observação: Talvez uma solução seja adotar a ideia do Nelson de encontrar a taxa de câmbio que equilibra a conta de bens manufaturados. Nesse caso, estaríamos supondo que o superávit necessário quando se está no equilíbrio industrial fica por conta das commodities que dão origem à dh. O fato de que a conta comercial dos bens industriais é uma indicação de que as indústrias utilizando tecnologia no estado da arte são competitivas. Vocês já calcularam que taxa é aproximadamente essa no Brasil?

Um abraço. Bresser

De Marcos, 12.10

O Marconi está certo. Mas eu insisto que o resultado em conta corrente tb é contaminado por doença holandesa, e a taxa de câmbio tb responde ao endividamento - retirá-la poderia dar viés de omissão. Pelo menos não poderíamos usar painel cointegração também porque Conta-Corrente/PIB é estacionária. Quando a gente conseguir numa maneira de depurar os efeitos da Dutch disease da Conta-Corrente, aí sim temos a taxa do Bresser. Ainda estou sem ideias a respeito, mas vou pensar mais a respeito pq já qualifiquei a tese e estou mais livre.

De Eliane Cristina de Araujo, 12.10

Caro professor Bresser,

Quanto à metodologia empregada em nosso trabalho, ela baseia-se na utilização de fundamentos econômicos para o cálculo da taxa de câmbio real de equilíbrio de longo prazo. São três etapas: Na primeira, investiga-se a relação de longo prazo a ser estimada, adaptando a teoria existente às características da economia. Essa relação é representada por um modelo cujos parâmetros de longo prazo são estimados em uma segunda etapa, mediante técnicas apropriadas para as características das séries temporais utilizadas. Na terceira etapa, os parâmetros de longo prazo estimados são empregados para calcular a taxa de câmbio de equilíbrio. A grande vantagem desse método é permitir que a taxa de câmbio de equilíbrio sofra mudanças ao longo do tempo, conforme os fundamentos são alterados, contrariamente ao que ocorre em outras abordagens, na qual esta taxa é constante.

Já na abordagem da conta corrente, uma questão prática importante é a determinação da meta de conta corrente de equilíbrio. Para Williamson (1994) e outros autores citados a seguir, essa meta não necessariamente seria dada pelo saldo zero da conta, mas por um saldo que seja financiável a médio e a longo prazo, o que não representa um conceito trivial. Entre as metas alternativas ao saldo zero da conta corrente, destacam-se as seguintes: *i)* o saldo em conta corrente calculado em função da diferença dos saldos desejáveis de poupança e investimento da economia; *ii)* o saldo em conta corrente financiado pelo fluxo de capitais de longo prazo, como investimento estrangeiro direto e empréstimos de longo prazo e *iii)* o saldo em conta corrente calculado em função de metas para a solvência externa, com base por exemplo nas relações dívida/PIB e exportação/PIB.

Quanto aos resultados, apenas seguimos o que o modelo econômico apontou. Conforme já mencionado pelo José Luis, a escolha dos fundamentos (variáveis importantes para explicar o câmbio) foi arbitrária, de modo que a utilização de outros fundamentos poderiam indicar outros resultados.

WILLIAMSON, J. Estimates of FEER's. *In*: WILLIAMSON, J. (Ed.). **Estimating equilibrium exchange rates**. Washington, DC: Institute for International Economics, 1994.

EDWARDS, S. **Real exchange rates, devaluation and adjustment**: exchange rate policy in developing countries. Cambridge, MA: MIT Press, 1989.

HINKLE, L. E.; MONTIEL, P. J. (Ed.). **Exchange rate misalignment**: concepts and measurement for developing countries. A World Bank Research Publication, Oxford University Press, 1999.

Abraços a todos,

Eliane

De José Luís Oreiro, 12.10

Nelson e demais,

A taxa de câmbio determinada pelos fundamentos não guarda nenhuma relação direta com o saldo em conta-corrente. O que a Eliane e eu encontramos para o caso brasileiro é que, nas condições atuais, uma eliminação do desalinhamento cambial (em torno de 20%), praticamente eliminaria o déficit em conta-corrente (na verdade geraria um déficit em conta-corrente de 0,6% do PIB). Mas isso não é uma derivação da teoria, apenas uma "feliz coincidência".

Atualmente a literatura de macro aberta é cética quanto a possibilidade de se calcular a taxa de câmbio de equilíbrio externo, daí a ênfase em taxa de câmbio determinada pelos fundamentos.

Abs, JLO

De Eliane, 13.10

Professor Bresser,

Sobre a taxa de câmbio de equilíbrio da indústria, uma sugestão seria calcular as taxas de câmbio para os diferentes setores industriais. Nos setores industriais ligados às commodities a taxa de câmbio de equilíbrio é menor que a de outros setores intensivos em capital e tecnologia.

A taxa de câmbio industrial dependeria do setor e a taxa de câmbio da economia poderia ser uma média ponderada dos setores.

Seria um exercício interessante, uma vez que os setores estão preocupados com a lucratividade de seus produtos e não com o equilíbrio da conta corrente, embora esse implique aquele.

O problema seria, por exemplo, a ideia de política discriminatória.

Quanto aos seus livros, eu tenho apenas a macroeconomia da estagnação, que foi muito útil em minha tese. Gostaria muito de receber o outro.

Eliane

De Luiz Carlos Bresser-Pereira

Eliane,

Sua ideia é interessante.

Se é possível calcular a taxa de câmbio de equilíbrio para cada setor, poderíamos ter não uma mas duas médias: a média das indústrias manufatureiras (que seria a do equilíbrio industrial) e a das commodities (que seria o equilíbrio corrente). Talvez funcione. Vou pedir para o Nelson conversar com você sobre a ideia.

Seu livro está a caminho. Um abraço. Bresser

De José Luís Oreiro, 13.10

Bresser,

Eu ainda não conheço nenhuma forma tecnicamente robusta de calcular a taxa de câmbio de equilíbrio industrial, embora ache que o conceito é, em si mesmo, interessante. Estou tentando desenvolver uma medida com o Nelsinho, mas ainda não tivemos tempo livre pra por em prática ... Só terei tempo depois do dia 31 de outubro ... e a depender do resultado nem depois disso ...

Abs, JLO

De José Luís Oreiro, 13.10

Bresser,

Ainda sobre a taxa de equilíbrio industrial: no Valor de segunda-feira, li uma notícia de que pós-crise o ritmo de crescimento de produtividade da indústria tem sido cerca de 3 vezes maior do que o ritmo de crescimento dos salários ... isso certamente está reduzindo a taxa de equilíbrio industrial

Abs, JLO