

O DESCOMPASSO É CAMBIAL

09/Setembro/2008

Sumário Executivo

- O descompasso entre oferta e demanda existente na economia brasileira é uma definição contábil atualmente muito utilizada pelos analistas econômicos.
- Mas este descompasso existe especialmente por conta da taxa de câmbio sobrevalorizada. É em grande medida um descompasso cambial.
- A causalidade do argumento deve ser demonstrada de forma clara: não é a diferença entre demanda doméstica e oferta agregada que causa redução do saldo comercial e sim a taxa de câmbio valorizada que estimula a importação e limita as possibilidades de crescimento da oferta doméstica.
- A análise empírica mostra que o crescimento da demanda, com a oferta agregada constante, gera redução do saldo comercial, da mesma forma que a valorização do câmbio, mesmo com a demanda agregada constante, gera redução do saldo comercial.
- A evolução da economia brasileira mostra que o PIB crescia acima da demanda doméstica até 2005. A partir de então, inicia-se o processo de forte valorização cambial e a demanda doméstica passa a crescer mais rapidamente que o PIB.
- Nossos testes mostram que 50% da diferença entre o crescimento do PIB (oferta agregada) e crescimento da demanda doméstica é explicada pela taxa de câmbio real.
- A outra metade deve ser explicada por outras fontes da demanda, tais como: gastos do governo, rendimento real, crédito, etc.
- Isso significa que existe um equilíbrio potencial na economia que não é alcançado devido ao câmbio sobrevalorizado.

Em recentes publicações do Banco Central do Brasil, a autoridade monetária tem reiterado sua preocupação com o descompasso entre oferta e demanda, afirmando que a oferta da indústria não estaria apta a atender o crescimento da demanda em tempo hábil. Por exemplo, no parágrafo 9 da ata

da reunião do Copom, realizada nos dias 22 e 23/07/2008, o BC diz: “... as evidências sugerem que, embora o investimento venha contribuindo para suavizar a tendência de elevação das taxas de utilização da capacidade, a maturação de projetos não tem, até o momento, sido suficiente para circunscrever de forma significativa os descompassos entre a evolução da oferta e da demanda doméstica. A propósito, como assinalado em notas anteriores das reuniões do Copom, a trajetória da inflação mantém estreita relação com os desenvolvimentos correntes e prospectivos no tocante à ampliação da oferta de bens e de serviços para o adequado atendimento à demanda.”

O objetivo deste trabalho é discutir o chamado descompasso entre oferta e demanda e apresentar argumento alternativo, denominado **Descompasso Cambial**, segundo o qual a taxa de câmbio valorizada estimula a importação e restringe a exportação, diminuindo o saldo comercial. Em consequência do estímulo cambial às importações, há maior dificuldade para que a produção nacional acompanhe o crescimento da demanda.

1. Oferta Agregada, Demanda Doméstica e Taxa Real de Câmbio

O PIB pode ser mensurado sob 3 óticas: **1) Ótica da Oferta:** é a oferta agregada. É a soma de todos os valores produzidos pelos 3 setores da economia (indústria, serviços e agropecuária); **2) Ótica da Demanda** (ou Ótica da Despesa): é a demanda agregada. Soma-se o consumo das famílias, consumo do governo, investimentos, exportações de bens e serviços menos importações de bens e serviços ($C + I + G + X - M$); **3) Ótica da Renda:** é a soma dos salários, lucros, juros, aluguéis.

Como a oferta agregada é a soma da produção dos 3 setores da economia (indústria, serviços e agropecuária) e a demanda agregada é a soma das despesas da economia, em equilíbrio as 2 mensurações devem se igualar. Ou seja:

$$\frac{\text{Indústria} + \text{Serviços} + \text{Agropecuária}}{\text{Oferta Agregada (PIB)}} = \frac{C + I + G}{\text{Demanda Doméstica}} + \frac{(X - M)}{\text{Balança Comercial Ampliada}} \quad \text{(Equação 1)}$$

O lado esquerdo da equação acima representa a **oferta agregada** (PIB) e o lado direito é a soma da demanda doméstica ($C + I + G$) com a balança comercial de bens e serviços ($X-M$). Quando a demanda doméstica está crescendo mais que a **oferta agregada** diz-se que há descompasso entre oferta e demanda. Aqui temos uma relação de causalidade que deve ser bem discutida:

I) A demanda doméstica está crescendo além das possibilidades de crescimento da oferta (PIB), de forma que o atendimento da demanda só pode ser feito pelo aumento das importações.

II) A taxa de câmbio valorizada é um estímulo tão forte para a importação que restringe o crescimento da oferta doméstica.

Segundo a interpretação do Banco Central, o descompasso entre **oferta agregada** (PIB) e **demanda doméstica** ($C + I + G$) existe porque há dificuldade da oferta doméstica acompanhar o crescimento da demanda, pois os investimentos produtivos não entrarão em operação em tempo hábil para atender ao crescimento da demanda (causalidade I).

Nosso argumento é o contrário: existe o descompasso porque a taxa de câmbio é tão favorável aos produtos importados que impõe limitações para o crescimento da produção doméstica, isso significa que o descompasso é cambial (causalidade II).

2. Análise Empírica da Causalidade

Com o intuito de entendermos as causalidades entre crescimento do déficit da balança comercial ampliada, crescimento da demanda doméstica e taxa de câmbio, faremos dois exercícios¹:

1) Mediremos a sensibilidade da balança comercial ao crescimento da demanda doméstica de 1 ponto percentual (mantendo a oferta agregada constante), ou seja, mediremos a causalidade I.

2) Mediremos a sensibilidade da balança comercial à valorização de 1 ponto percentual na taxa de câmbio real (cesta de moedas) para analisar as conseqüências desta mudança nas exportações e importações, ou seja, mediremos a causalidade II.

Os resultados estão relatados nos Gráficos 1 e 2. Primeiramente, devemos deixar claro que os valores relatados nos eixos verticais dos 2 gráficos são os percentuais dos choques acumulados ao longo do tempo. Isso significa que não se pode fazer uma comparação direta dado que um choque na taxa de câmbio é diferente de um choque na demanda doméstica. Pelo Gráfico 1, percebe-se que um aumento de 1 p.p. na demanda doméstica (mantendo a oferta agregada constante) provoca perda nas contas externas, queda das exportações e aumento das importações, com maior intensidade de crescimento das importações. Este seria o descompasso entre oferta e demanda alegado pelo BC, ou seja, a causalidade I.

Porém, o Gráfico 2 mostra um exercício complementar. Um choque de 1 p.p. de valorização cambial (mantida a demanda doméstica constante) gera uma deterioração das contas de comércio

¹ Ambos os choques são dados pelas funções de resposta a impulsos via metodologia VAR.

exterior mais intensa e mais rápida que no caso da causalidade I. Isso acontece muito claramente na resposta das importações, cujo pico acontece em torno do 5º trimestre. Esse seria o descompasso cambial. Em suma, a análise empírica dos Gráficos 1 e 2 mostrou que as duas causalidades existem. Porém, o descompasso cambial (causalidade II) é mais rápido e mais intenso que o descompasso entre oferta e demanda (causalidade I).

Gráfico 1

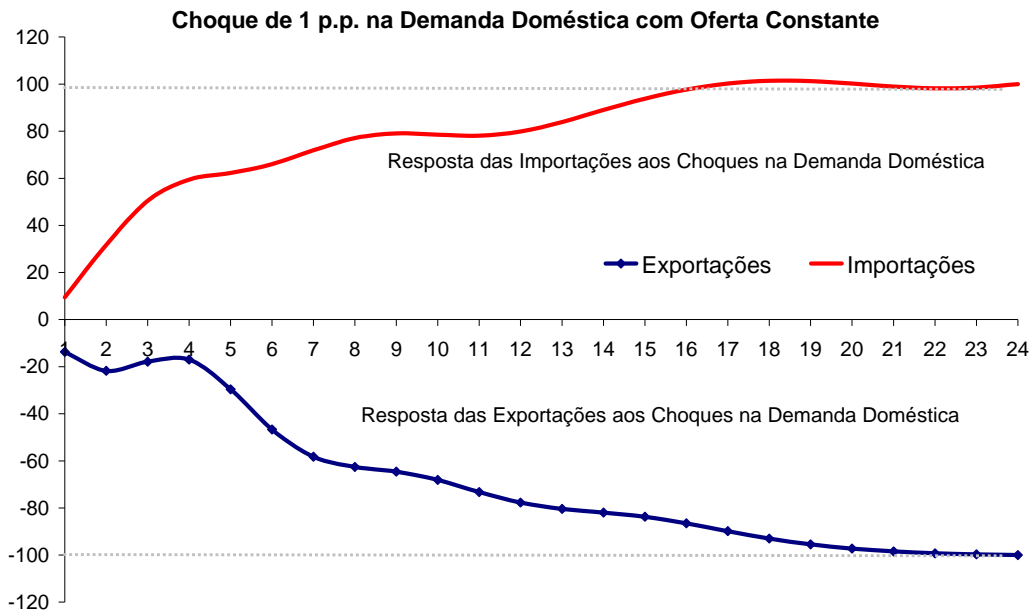
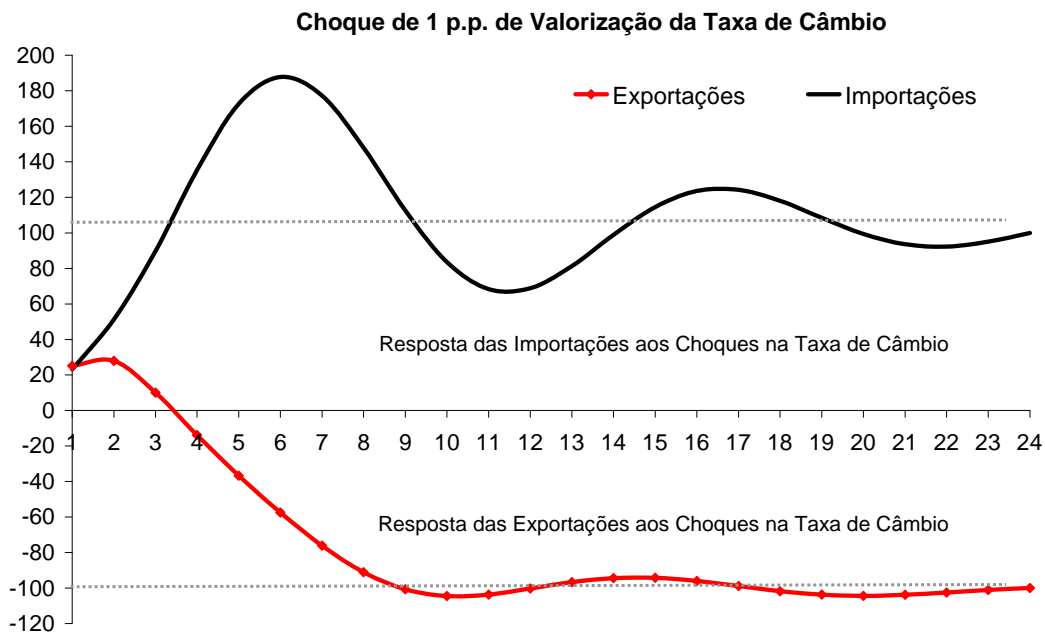


Gráfico 2

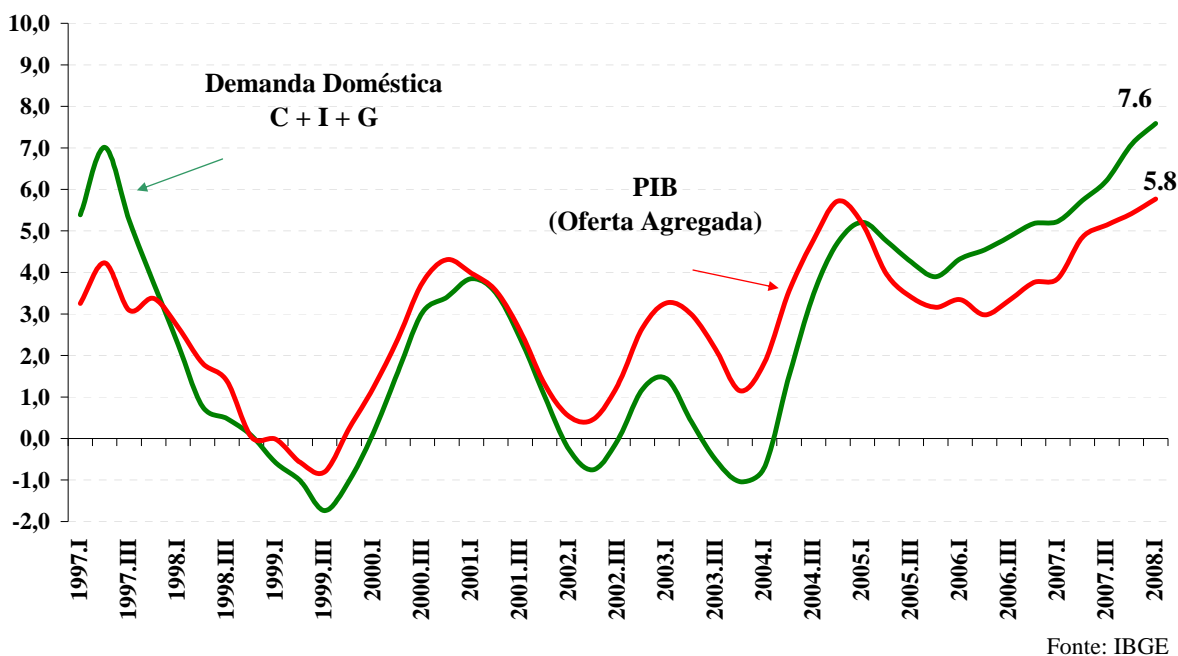


3. Evolução da Economia Brasileira

O Gráfico 3 mostra o crescimento trimestral (anualizado) do PIB brasileiro e o crescimento da demanda doméstica. Nota-se que, desde 2005 a demanda doméstica vem crescendo acima do PIB. No primeiro trimestre de 2008, os dados trimestrais anualizados mostram que a demanda doméstica (7,6%) está acima do PIB (5,8%). Isto denota o chamado “descompasso” entre oferta e demanda tal como é discutido pelos analistas no Brasil.

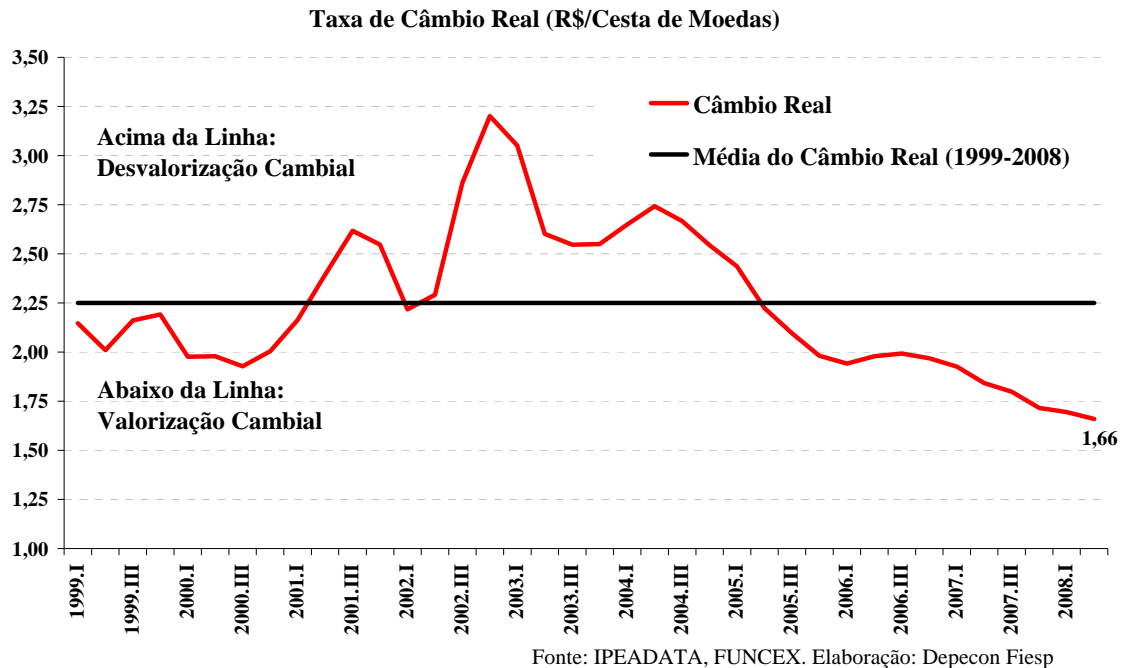
Gráfico 3

PIB e Demanda (Absorção) Doméstica
Taxa de crescimento acumulada em 4 trimestres 1997 - 2007



O Gráfico 4 reporta a taxa de câmbio real do Brasil ((R\$/Cesta de Moedas). Entre 1999 e 2008, a média desta série do câmbio real foi de R\$/Dólar 2,25. Desta forma, traçamos uma linha reta para compararmos períodos de valorização e desvalorização cambial em relação a essa média de R\$/Dólar 2,25. O Gráfico 4 mostra que, do ponto de vista real, a taxa de câmbio começou um processo de desvalorização a partir de meados de 2000 e alcançou níveis mais altos de desvalorização no período de crise de confiança pré-eleitoral de 2002. Já no início de 2004, o processo começou a se reverter, sendo que o processo de valorização (abaixo da linha média de 2,25) começou a acontecer em 2005.

Gráfico 4



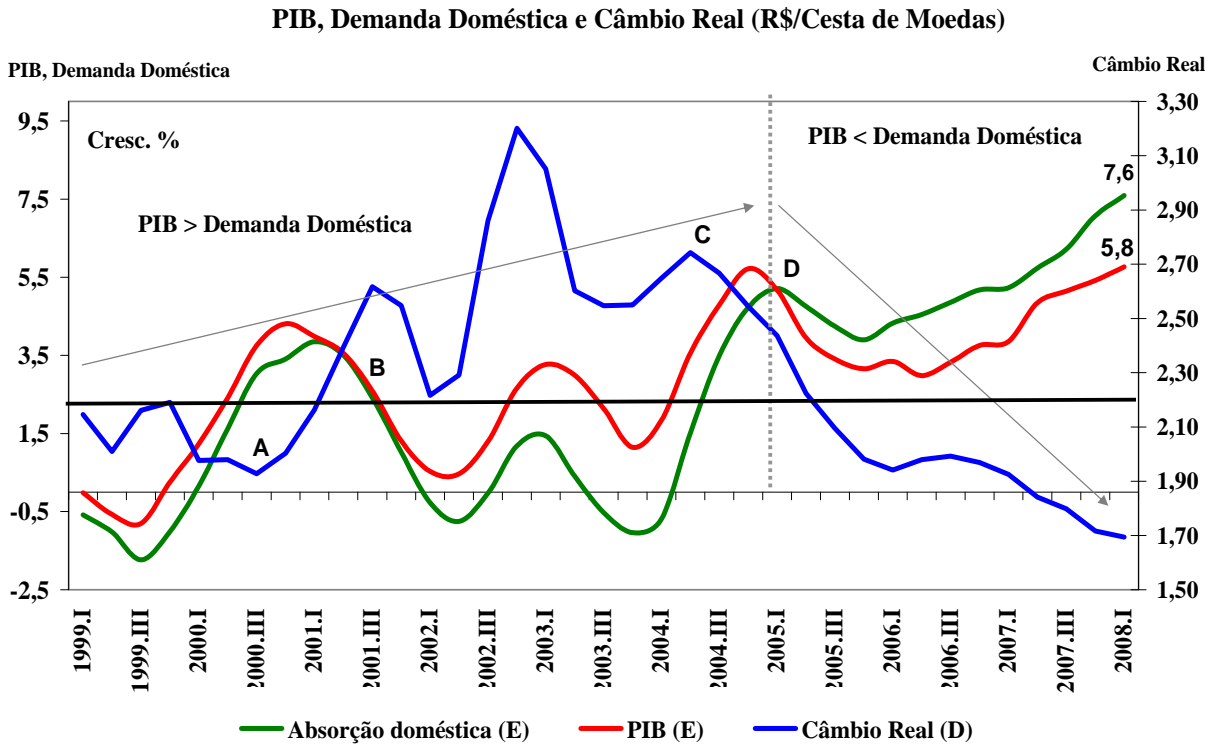
Os Gráficos 3 e 4 podem ser agrupados para que o problema de descompasso cambial seja visto com maior nitidez. Assim, no Gráfico 5 são traçadas as curvas do PIB (oferta agregada), demanda doméstica (C + I + G) e taxa de câmbio real.

O ponto A do Gráfico 5 mostra que a taxa de câmbio estava valorizada em 2000. Este processo de valorização fez com que as curvas de crescimento do PIB e da demanda doméstica se tocassem em 2001 (ponto B). Isso já demonstra que qualquer processo mais intenso de valorização cambial causa distorções entre oferta e demanda agregadas.

O ponto C marca o início do processo de valorização cambial que, alguns trimestres adiante, levou ao processo de reversão das curvas do PIB e da demanda doméstica (Ponto D). Em outras palavras, se anteriormente a esse período o crescimento do PIB era maior que o crescimento da demanda doméstica (e por isso havia maiores condições de exportar e elevar a conta corrente), após 2005, a valorização da taxa de câmbio real faz com que a demanda doméstica fique maior que a oferta agregada do país. Sendo assim, a questão central não é se a capacidade produtiva interna tem ou não condições de atender a demanda (causalidade I). Na verdade, a valorização cambial retira artificialmente a competitividade do setor produtivo nacional, restringindo a capacidade de crescimento da oferta doméstica (causalidade II).

Para tornar a situação ainda pior, as elevações da taxa de juros experimentadas a partir de abril de 2008 tendem a valorizar ainda mais o Real e, assim, tendem a dirigir a demanda ainda mais para o exterior.

Gráfico 5



Um segmento que demonstra bem a dificuldade de crescimento de produção nacional em tempos de taxa de câmbio valorizada é o Setor Químico, com peso de 10% na produção industrial total. Este segmento tem grande importância no contexto produtivo nacional pois é composto primordialmente de empresas de grande porte, com acesso a crédito e à tecnologia de ponta. Segundo dados da ABIQUIM (Associação Brasileira da Indústria Química), publicados no Relatório de Acompanhamento Conjuntural de Agosto de 2008, o consumo aparente nacional do setor (produção + importação – exportação) cresceu 3,64%, na comparação do primeiro semestre de 2008 contra o mesmo período em 2007. Este crescimento está sendo garantido pelas importações, com aumento de 12,25% no mesmo período, contra um desempenho negativo das exportações de -29,50%. A produção do setor teve desempenho negativo de -4,76%.

Em outras palavras, são setores que não estão conseguindo acompanhar o crescimento da demanda interna devido à valorização da moeda brasileira, e não devido à incapacidade de crescimento da oferta.

4. Análise Econométrica

O objetivo da análise econométrica é mensurar a influência do câmbio no diferencial entre crescimento da demanda doméstica e o crescimento da oferta agregada. Para tanto, define-se uma variável chamada DIFERENÇA, como sendo a diferença entre as taxas de crescimento do PIB e Demanda Doméstica (C + I + G). Vamos comparar esta variável com a taxa de câmbio real no período compreendido entre o primeiro trimestre de 1999 e o primeiro trimestre de 2008. **A pergunta que faremos é a seguinte: a taxa de câmbio explica a variação na diferença entre crescimento do PIB e crescimento da demanda doméstica?**

O método utilizado é a Decomposição de Variância dos Erros de Previsão². Esta análise fornece informações sobre a importância relativa de uma variável na variação futura de outra variável. Os resultados, expostos na Tabela 1, mostram que, ao longo do tempo, 50% da variabilidade da diferença entre o crescimento do PIB e o crescimento da Demanda Doméstica é explicada por choques advindos da Taxa de Câmbio Real.

Tabela 1: Decomposição da Variância de DIFERENÇA

| TRIMESTRES | TAXA DE CÂMBIO REAL | DIFERENÇA |
|------------|---------------------|-----------|
| 1 | 0.70 | 99.29 |
| 3 | 6.95 | 93.04 |
| 5 | 41.24 | 58.75 |
| 7 | 48.13 | 51.86 |
| 9 | 47.81 | 52.18 |
| 10 | 47.82 | 52.17 |

Em outras palavras, o teste mostra que as outras variáveis responsáveis pela variação da diferença entre o crescimento do PIB e o crescimento da demanda doméstica irão dividir a outra metade da importância. Estas outras variáveis devem estar ligadas a fatores que estimulam a demanda como, por exemplo, gastos do governo, rendimento real, crédito, etc. Portanto, a análise econométrica mostra que a taxa de câmbio explica 50% da variação na diferença entre crescimento do PIB e

² A metodologia utilizada é um VAR (Vetores Auto-Regressivos) e, mais especificamente, a Análise de Decomposição da Variância dos Erros de Previsão. O VAR selecionado possui duas defasagens com as devidas correções para certificar que os erros são gaussianos.

crescimento da demanda doméstica, isto é, a principal explicação para o descompasso entre oferta e demanda agregada é a taxa de câmbio.

Conclusão

A economia brasileira apresenta, desde 2005, crescimento da demanda doméstica superior ao da oferta agregada. Este artigo mostrou que esta diferença se deve principalmente por conta da taxa de câmbio sobrevalorizada. O argumento é que o Real valorizado distorce a competitividade criando ambiente extremamente favorável aos produtos importados, restringindo a capacidade de crescimento da produção doméstica.

A análise empírica nos mostrou que o crescimento da demanda, com a oferta agregada constante, gera redução do saldo comercial (causalidade I) e que a valorização do câmbio, mesmo com a demanda agregada constante, gera redução do saldo comercial. O descompasso cambial (causalidade II) é mais rápido e mais intenso que o descompasso entre oferta e demanda (causalidade I).

A evolução da economia brasileira mostra que o PIB crescia acima da demanda doméstica até 2005. A partir deste ano, quando se inicia o processo de forte valorização cambial, a demanda doméstica passa a crescer mais rapidamente que o PIB.

Por fim, nossos testes mostram que a taxa de câmbio explica 50% da diferença entre o crescimento do PIB e da demanda doméstica. A outra metade é certamente devida a outras pressões importantes como, por exemplo, pressões advindas dos gastos do governo, crédito, etc. Isso significa que existe um equilíbrio potencial na economia que não é garantido devido ao câmbio sobrevalorizado.

O descompasso cambial é fato gerador dos presentes déficits em conta corrente e futuro déficit comercial. Caso nada seja feito para corrigir o desalinhamento da taxa de câmbio, o equilíbrio da demanda doméstica será sempre compensado pelo crescimento das importações, o que restringe o crescimento da produção nacional e gera instabilidade no setor externo da economia.