

## **NOTAS SOBRE A QUESTÃO CAMBIAL NO BRASIL, NO CICLO 1994 - 2005**

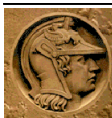
Prof. Dr. João da Rocha Lima Jr.

1. O advento do câmbio livre faz das moedas commodities, de sorte que procedimentos técnicos para medir a justa taxa do câmbio entre duas moedas perdem representatividade diante dos movimentos especulativos do mercado. Assim deve-se entender o câmbio de conversibilidade do Real, notadamente para o dólar americano, que é nossa referência mais relevante para as transações internacionais.

Com a liberdade de transacionar moeda estrangeira numa taxa de conversão fruto dos movimentos do próprio mercado, os agentes se submetem a um conjunto de pressões, desde as derivadas de análises técnicas, que podem recomendar um patamar adequado para as conversões, até as de fundamento subjetivo, que são as que provocam especulações.

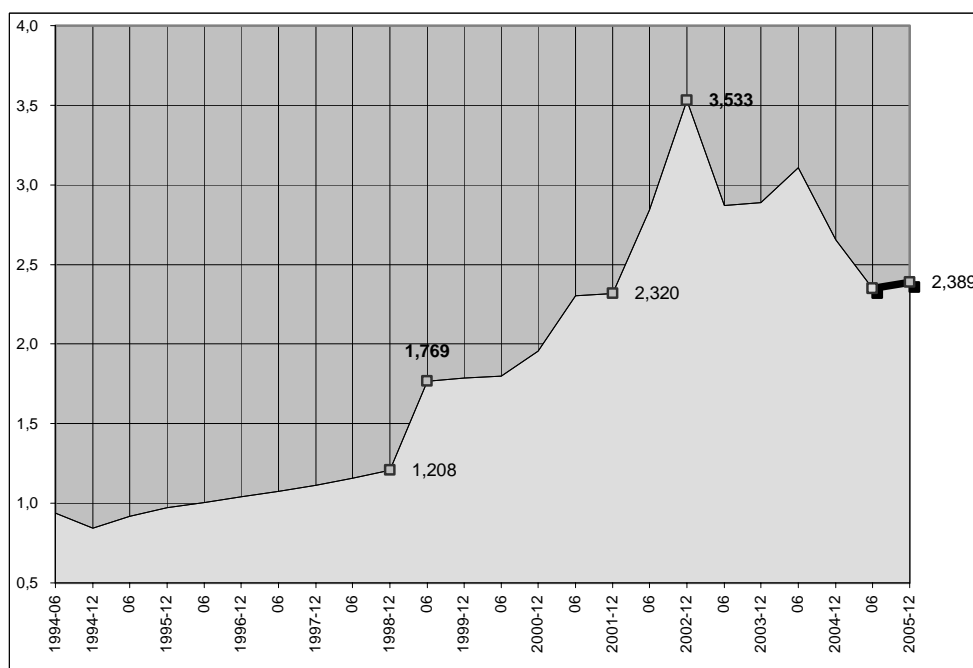
Para avaliar a influência de fatores francamente subjetivos nos movimentos da taxa de câmbio, recomendo a leitura recorrente das manchetes diárias das páginas econômicas de um mesmo jornal diário, na seção própria. A forma segundo a qual a mídia, em tese ouvindo o mercado, vincula movimentos para cima ou para baixo da taxa de câmbio, ora fundamentados num evento político, ora na troca de posto(s) de governo(s), ou mesmo na identificação de que uma corporação apresentou balanços mais ou menos vigorosos, ilustra claramente que o valor praticado nas transações é fomentado por fatores, na sua grande parte sem qualquer vínculo direto, ou mesmo arbitrável, com o valor (poder de compra) das moedas, de modo que, no curto prazo são percebidas valorizações ou desvalorizações que, muitas vezes, num único dia, equivalem à taxa de inflação relativa de meses.

Ainda mais, sob câmbio livre, uma tópica escassez de moeda provoca alta e oferta descompensada induz à queda das cotações, sabendo-se claramente que oferta e procura sobre a moeda não tem o menor vínculo com alteração de seu poder de compra relativo, que deveria, tecnicamente, representar o único indutor da taxa de câmbio. O fato de que o País mantém reservas em moeda estrangeira e que tem dívidas nessas moedas, faz com que o Banco Central seja um agente privilegiado no mercado e que acabe, naturalmente, por contribuir na formação do preço do câmbio, induzindo movimentos de alta, quando compra para fazer reservas, ou de baixa, quando se afasta do mercado, deixando as transações ao sabor dos demais agentes.



A variação da taxa de câmbio denotada em posições de final de semestre calendário, desde julho-1994, no início da vida do Real, até dezembro-2005, tem sua imagem no gráfico 1. Nesse gráfico, a projeção do último dado, de setembro-2005 para dezembro, vincula-se exclusivamente às expectativas de inflação no último trimestre. Nesse ciclo histórico verificaram-se dois movimentos abruptos de ajuste, em janeiro de 1999, quando o câmbio foi liberado, e no segundo semestre de 2002, quando se verificou uma sobre valorização especulativa.

gráfico 1  
TAXA DE CÂMBIO VERIFICADA  
NO FINAL DE CADA CICLO SEMESTRAL  
R\$ para 1 US\$

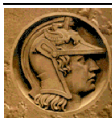


2. Esse comportamento denota as linhas de tendência mostradas no gráfico 2.

Destaca-se daqui, que o valor da taxa de câmbio para dezembro-2005 estaria em:

[i] - R\$ 3,202, caso a tendência de longo prazo (desde o início do Real) prevalecesse, valor sensivelmente acima da projeção feita em setembro-2005, que conduz ao valor de R\$ 2,389, se nenhum movimento especulativo ocorrer no último trimestre de 2005;

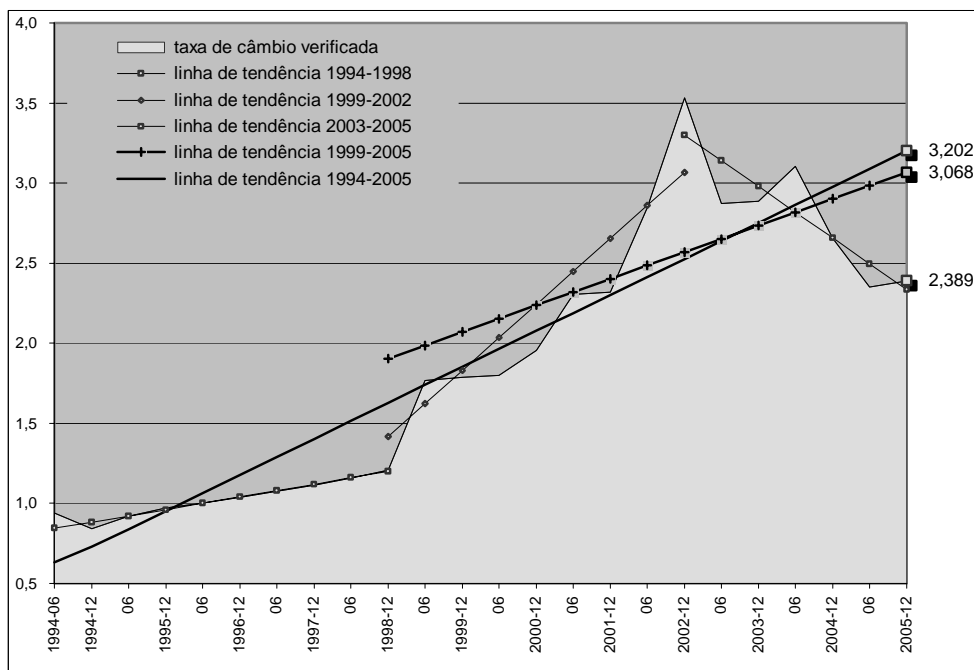
[ii] - R\$ 3,068 usando-se como referência a tendência a partir de uma posição de



janeiro-99, quando se verificou a liberação da taxa de câmbio.

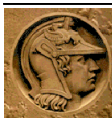
gráfico 2

TAXA DE CÂMBIO VERIFICADA  
NO FINAL DE CADA CICLO SEMESTRAL  
E LINHAS DE TENDÊNCIA  
R\$ para 1 US\$



3. Do ponto de vista conceitual, a tradução justa da taxa de câmbio entre duas moedas está representada pelo valor que indicar uma paridade do poder de compra relativo em cada momento. O valor que se denomina de *ppp* (*purchase power parity*- poder de compra relativo) entre as duas moedas, a partir de uma base, na qual se evidencia que a taxa de câmbio mostra essa condição de equilíbrio, evoluirá no tempo na razão do descolamento entre as taxas de inflação das economias que se fundamentam nas duas moedas. Desta forma, usando esse raciocínio doutrinário, se, numa data, o câmbio de 1US\$ para o Real estiver em  $C_{base}$ , a taxa justa, no conceito *ppp*, num outro momento  $k$ , adiante, contado da base, será:  $C_k = C_{base} \cdot \frac{IPB_k \cdot IPA_{base}}{IPB_{base} \cdot IPA_k}$ , sendo  $IPB$  e  $IPA$ , respectivamente os índices de preços nas economias brasileira e americana, nos momentos base e  $k$ .

Esse raciocínio, que pode conduzir os agentes do mercado a não penetrar por veios



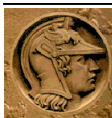
exagerados de especulação sobre o preço da moeda estrangeira mais forte (nestas notas o dólar) não leva a valores determinados, sem disputa.

A primeira questão aparece quando se pretende estabelecer uma data base na qual a taxa de câmbio seja justa, no conceito *ppp*. Na realidade poder-se-ia pretender afirmar que, em qualquer data, seja a taxa de câmbio justa ou não, uma taxa justa poderia ser calculada. Para medir a *ppp* numa data, pode-se estabelecer uma cesta adequada de insumos, produtos e serviços, determinar os preços da cesta, em R\$ e em US\$ e, desses preços estabelecer a relação justa. O cálculo não é perfeito porque está submetido à representatividade da cesta e a critérios complexos como sejam: [i] – do ponto de vista das duas economias em jogo, a representatividade de uma cesta não é equivalente, seja quando tratada do ponto de vista das grandes transações na economia, como quando medida no conceito de preços ao consumidor e [ii] – a estrutura da cesta deverá refletir também a renda relativa entre as duas economias, o que é bastante subjetivo na sua composição. Essa assimetria evidencia que se pode medir uma certa taxa *ppp*, mas ela tem um viés de imprecisão, no sentido de ser capaz de representar a taxa justa de câmbio. Diante da dificuldade de dar um tratamento técnico ao assunto, é muito conhecida a imagem de se considerar a taxa justa como sendo aquela que traduz o preço de um sanduíche Big-Mac, o que representa, evidentemente, uma brincadeira, na medida em que o preço de um determinado produto em diferentes economias não está somente preso ao poder de compra da moeda, mas a fatores específicos de custo de produção e outros conexos.

A segunda questão é, depois de determinada a taxa  $C_{base}$ , que índices de preço utilizar para fazer as projeções. Ou então, num determinado horizonte, que índices de preço utilizar para descontar da taxa de câmbio praticada, no sentido de identificar descolamentos entre a taxa justa e a de mercado. Usando índices gerais de preço, conclui-se por certos valores, que divergem dos encontrados quando se faz uso de índices de preço ao consumidor. Isso indica outra precariedade da medida de taxa de câmbio *ppp*, pois, encontrando divergência de valores conforme seja a rotina de cálculo, dir-se-ia que há uma taxa para cada situação, ou finalidade? Como isso não é possível, nem é lógico, entende-se que uma taxa *ppp*, medida segundo qualquer critério sustentado, não representa um marco definitivo, mas um paradigma para julgamento da intensidade do descolamento que uma taxa de mercado possa apresentar, relativamente a uma taxa mais justa. Ou seja, canais de medida de taxa *ppp* podem subsidiar o julgamento sobre quanto especulativa pode ser uma taxa praticada no mercado num certo momento.

4. Marcando a data base no início da vida do Real (julho-94), admitindo que ela

---



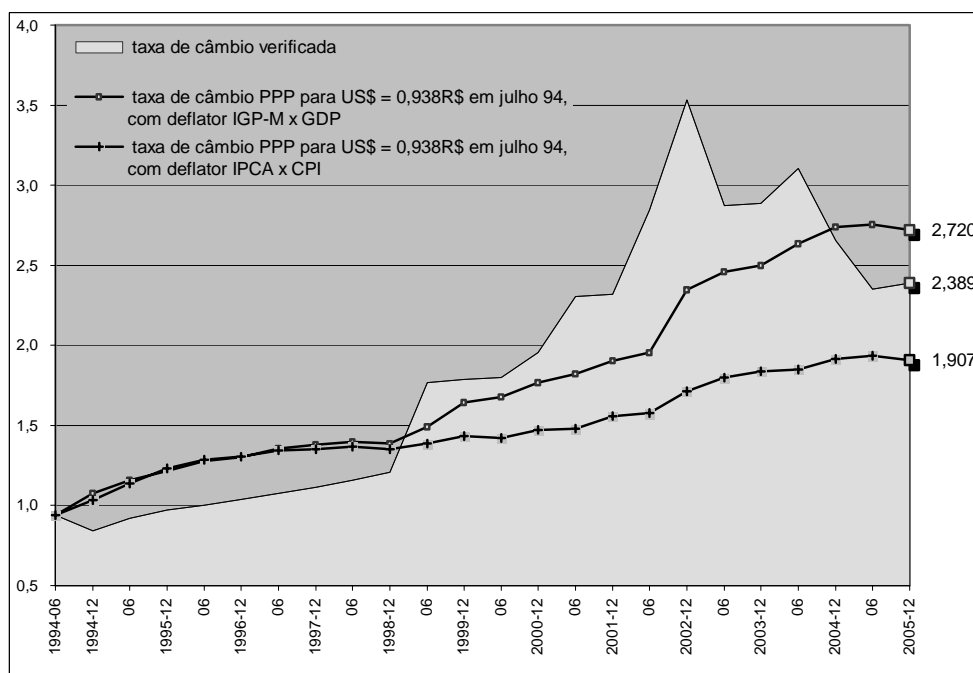
seja justa naquela data e projetando as taxas adiante segundo índices gerais de preços e de preços ao consumidor, vemos no gráfico 3 a comparação entre as taxas de câmbio do US\$ praticadas e as taxas na fronteira de cálculo segundo a evolução dos seguintes índices:

[i] - descolamento entre o IGP-M, medido pela FGV e o índice geral de preços implícito utilizado pelo BEA-USA (Bureau of Economic Analysis – US Department of Commerce) na publicação do nível do produto nacional bruto americano em moeda estabilizada;

[ii] - descolamento entre o IPCA medido pelo IBGE e o CPI (consumer price index) publicado nos Estados Unidos pelo Bureau of Labor Statistics ( US Department of Labor).

gráfico 3

TAXA DE CÂMBIO PPP USANDO DIFERENTES ÍNDICES  
PARA AVALIAR O DESCOLAMENTO INFLACIONÁRIO  
ciclo julho-94 dezembro-05  
R\$ para 1 US\$



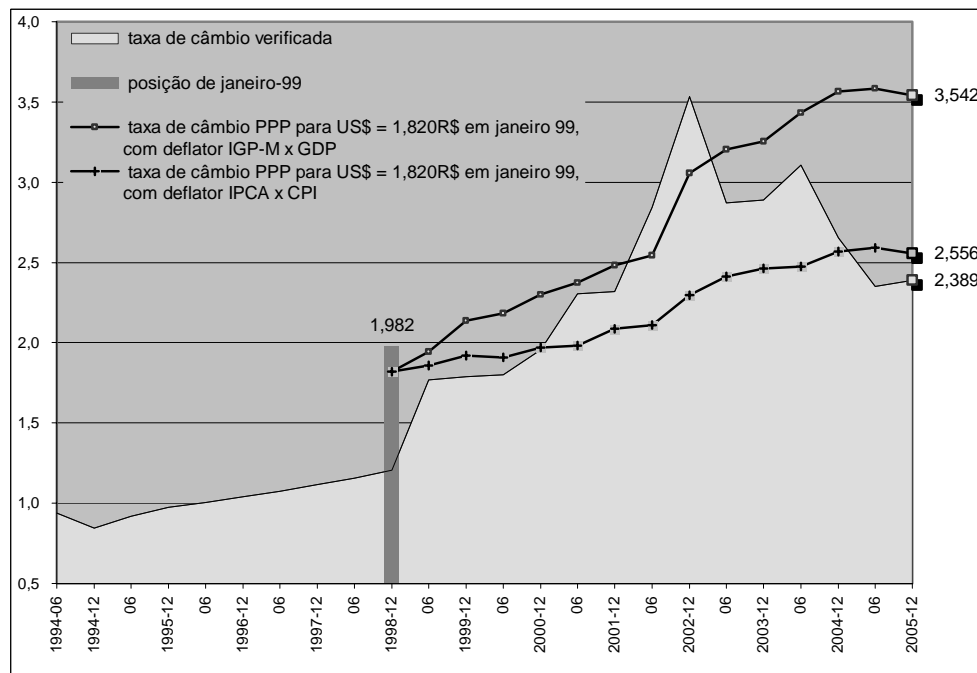
5. Marcamos agora a data base em janeiro-99 e consideramos a taxa base como sendo a média do primeiro semestre de 99, porque, naquele mês, pela liberação do câmbio, houve, um evidente movimento especulativo, arrefecido adiante. Desta



forma, a taxa de janeiro-99 não representava uma taxa justa no conceito *ppp*, o que nos leva a ajustar a base para a média do semestre. Fazendo projeções a partir dali e utilizando os mesmos índices de descolamento, chegamos aos elementos do gráfico 4, de onde se denota também que os cálculos levam à indicação de fronteiras para o comportamento da taxa de câmbio.

gráfico 4

TAXA DE CÂMBIO PPP USANDO DIFERENTES ÍNDICES  
PARA AVALIAR O DESCOLAMENTO INFLACIONÁRIO  
ciclo janeiro-99 dezembro-05  
R\$ para 1 US\$



6. Concluimos, então, tomando esse conjunto de dados: [i] – parece mais justo considerar que a taxa de partida no Plano Real seja a base mais adequada para fazer projeções, já que, naquele momento estava sob certo controle e o projeto era de fazê-la próxima de 1 R\$ para 1 US\$, meta dos administradores do plano, segundo se divulgou naquela época; [ii] – parece mais evidente que exportadores façam o julgamento da taxa de câmbio que melhor lhes devolve custos e margem de resultado como sendo aquela ajustada pelos indicadores macroeconômicos, que, como se vê nos gráficos 3 e 4, está sempre na fronteira superior; [iii] – parece evidente que o Real encontra-se, ora, apreciado em relação ao dólar.