

Boletim de Conjuntura Econômica do Ceará - 2006

Março de 2007

Apresentação

O Instituto de Pesquisa e Estratégia Econômica do Ceará (IPECE) apresenta o Boletim de Conjuntura Econômica de 2006.

O documento aborda o desempenho da economia cearense levando em consideração as contas regionais e o comportamento setorial, destacando-se a agropecuária, indústria, comércio, turismo e finanças públicas.

A seção Opinião IPECE traz um artigo sobre Regimes Cambiais e o Balanço das Firms.

O IPECE com a divulgação da Conjuntura Econômica, procura atender a demanda do setor público e privado por informações de curto prazo sobre a economia cearense.

Marcos Costa Holanda
Diretor Geral do IPECE

Boletim de Conjuntura Econômica do Ceará - 2006

Março de 2007

1 Panorama Mundial, Brasileiro e Cearense

1.1 Produto Interno Bruto (PIB)

Segundo o FMI, os desempenhos econômicos dos países em desenvolvimento, tiveram participação forte no crescimento da economia mundial, 3,8%. As estimativas de 2006 mostram um crescimento de 7,2% das economias emergentes, mais do que dobro do desempenho das desenvolvidas, de 3,1%.

O crescimento econômico, em 2006, variou bastante entre os diferentes blocos econômicos. Os Estados Unidos cresceram 3,3%; países da Zona do Euro registraram uma taxa de 2,4% e a economia Japonesa expandiu sua economia em 2,9%.

Amparado nos resultados da economia mundial, sobretudo da demanda externa, que continuou em expansão em 2006, a economia brasileira fechou o ano com uma taxa de crescimento de 3,7%, já revisado pelo novo sistema de Contas Nacionais. É um crescimento tímido quando comparado o resto do mundo. Em valores, o PIB a preços de mercado, que contabiliza os impostos líquidos dos subsídios, alcançou R\$ 2,3 trilhões, o que gerou um PIB Per Capita de R\$ 12.437. Para esta formação econômica, a Agropecuária foi o setor que mais cresceu, registrando uma taxa de 4,1%, seguida dos Serviços (64%), 3,7% e da Indústria, com 2,8%.

Tabela 1 - Produto Interno Bruto (PIB) - Brasil
1995-2006

Anos	Série antiga	Série nova
1995	4,20%	4,20%
1996	2,70%	2,20%
1997	3,30%	3,40%
1998	0,10%	0,00%
1999	0,80%	0,30%
2000	4,40%	4,30%
2001	1,30%	1,30%
2002	1,90%	2,70%
2003	0,50%	1,10%
2004	4,90%	5,70%
2005	2,30%	2,90%
2006	2,90%	3,70%

Fonte: IBGE.

Na análise setorial, na indústria (2,8%), o destaque foi o crescimento de 5,1% na extração de petróleo e gás e de 10,9% na extração de minério de ferro. A construção civil cresceu 4,6%. A indústria da transformação acusou um

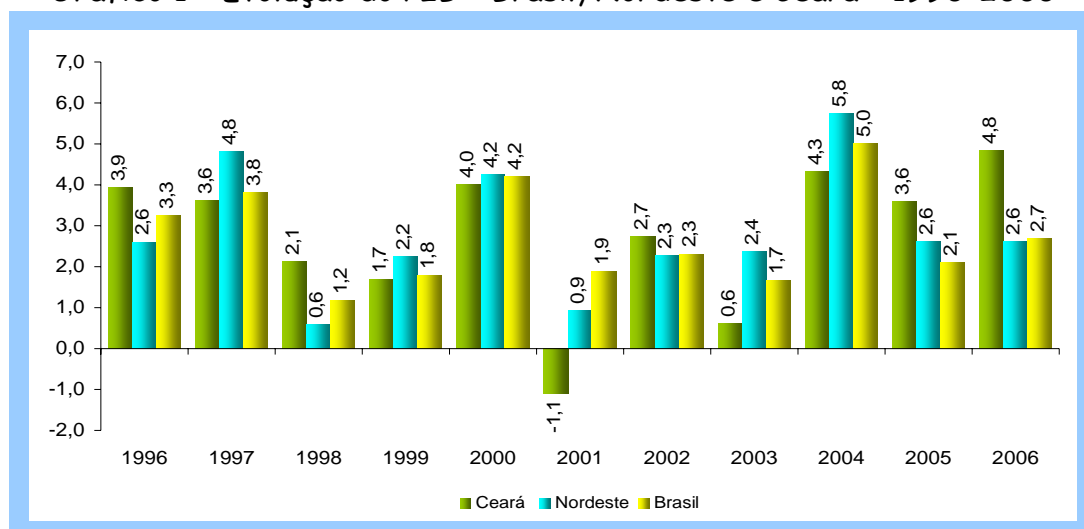
Boletim de Conjuntura Econômica do Ceará - 2006

Março de 2007

crescimento de 1,6%. Nos Serviços (3,7%) as maiores variações positivas couberam aos subsetores de intermediação financeira (bancos), com 6,1% e comércio (atacadista e varejista), com 4,8%, seguidos por atividades imobiliárias e aluguel, com 4,3%.

Mediante o cenário macroeconômico brasileiro favorável, em 2006, a economia cearense registrou um crescimento de 4,84%, superior às taxas brasileira e nordestina. Em valores, o PIB cearense atingiu R\$ 39 bilhões, com um PIB Per Capita de R\$ 4.690,00, em estimativas ainda preliminares. O PIB cearense esteve foi sustentado pela Agropecuária, com um crescimento de 12,9%, a Indústria, 5,5% e os Serviços, com expansão de 3,6%.

Gráfico 1 - Evolução do PIB - Brasil, Nordeste e Ceará - 1996-2006



Fonte: IBGE e IPCE. Dados de 2005 e 2006 são preliminares e podem sofrer alterações.

2 Desempenho Setorial

2.1 Agropecuária

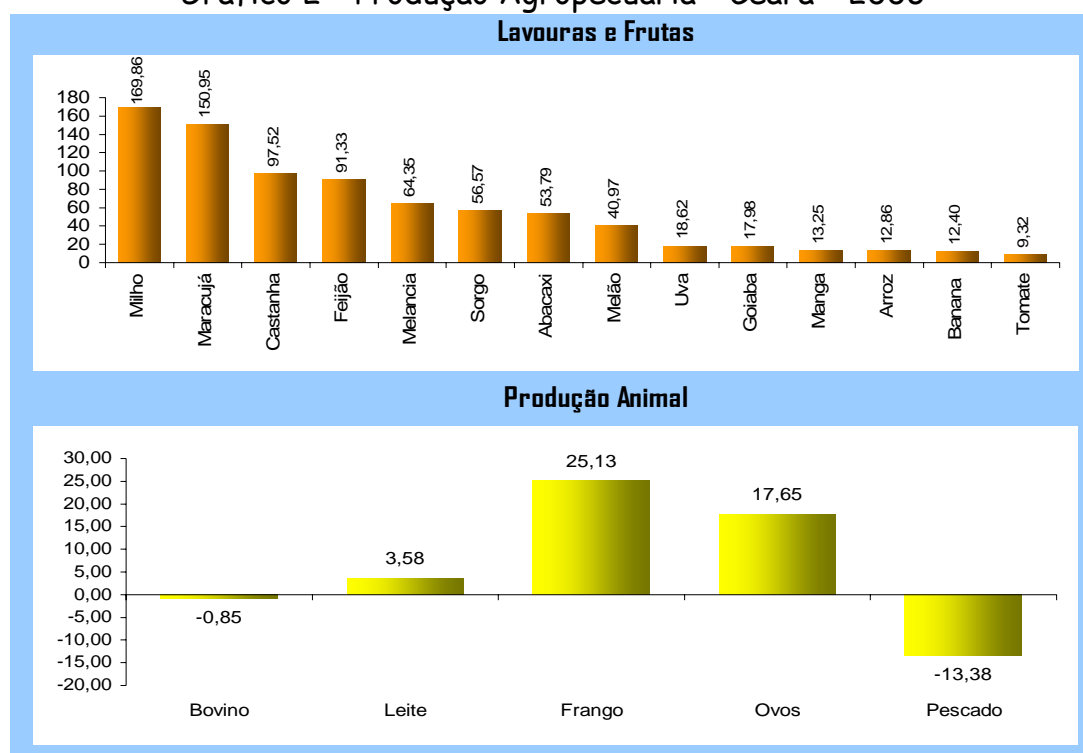
A agropecuária do Ceará tem experimentado resultados satisfatórios, nos últimos anos e nos anos 2000, já foram registradas duas safras recordes de grãos, em 2003 e em 2006, apesar dos efeitos cíclicos de irregularidade climática, afetando, sobremaneira, a produção das tradicionais culturas de sequeiro, incluindo-se o milho, feijão, arroz e a mandioca. Estes resultados estão amparados em novas tecnologias adaptadas à realidade do semi-árido cearense, o

Boletim de Conjuntura Econômica do Ceará - 2006

Março de 2007

que tem proporcionado uma redução nas perdas agrícolas, além de sementes selecionadas, distribuídas aos agricultores cearenses. Vale lembrar também a implantação de agropólos que tem dinamizado as economias das regiões beneficiadas, por meio do agronegócio (Gráfico 2).

Gráfico 2 - Produção Agropecuária - Ceará - 2006



Fonte: IBGE.

2.2 Indústria

A Indústria, composta da Transformação, Construção Civil, Extrativa Mineral e Eletricidade, Gás e Água, tem sido o segundo setor de sustentação da economia do Estado, nos últimos anos.

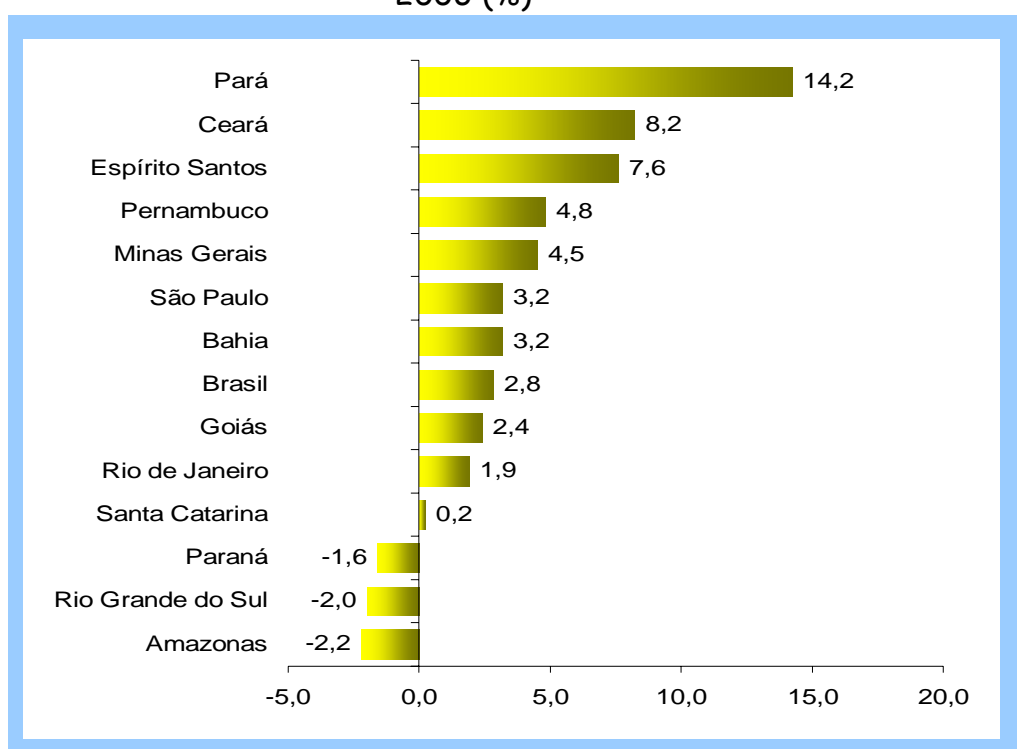
O desempenho da Indústria de Transformação é confirmado pelos resultados da produção industrial, que fechou o ano de 2006 com uma taxa de 8,2%, colocando o Estado na segunda posição dentre as regiões pesquisadas pelo IBGE, por meio da Pesquisa Industrial Mensal (PIM-PF), ficando atrás somente do Pará (14,2%) (Gráfico 3). O resultado foi influenciado pelo aumento da produção de têxtil (11,5%), de produtos químicos (31,8%), e de máquinas, aparelhos/materiais

Boletim de Conjuntura Econômica do Ceará - 2006

Março de 2007

elétricos (71,9%). No entanto, a taxa só não foi maior, em virtude de quedas verificadas nas produções de vestuário (-16,4%) e minerais não-metálicos (-3,6%).

Gráfico 3 - Ranking da produção industrial - Brasil e Estados Seleccionados
2006 (%)



Fonte: IBGE.

Outro ramo importante para a Indústria cearense é o da Construção Civil, que, após anos de oscilações entre quedas e aumentos, a partir de 2004 inicia um processo de recuperação. Esse segmento fechou o ano de 2006 com uma taxa positiva de 10,15%. O resultado é explicado, em parte, pelo aumento de obras privadas, associado à redução da taxa de juros Selic, maior disponibilidade de recursos para financiar a aquisição de imóveis à população, além da recuperação na renda pessoal que influenciam positivamente as pequenas construções e reformas em residências, que têm peso no segmento.

Boletim de Conjuntura Econômica do Ceará - 2006

Março de 2007

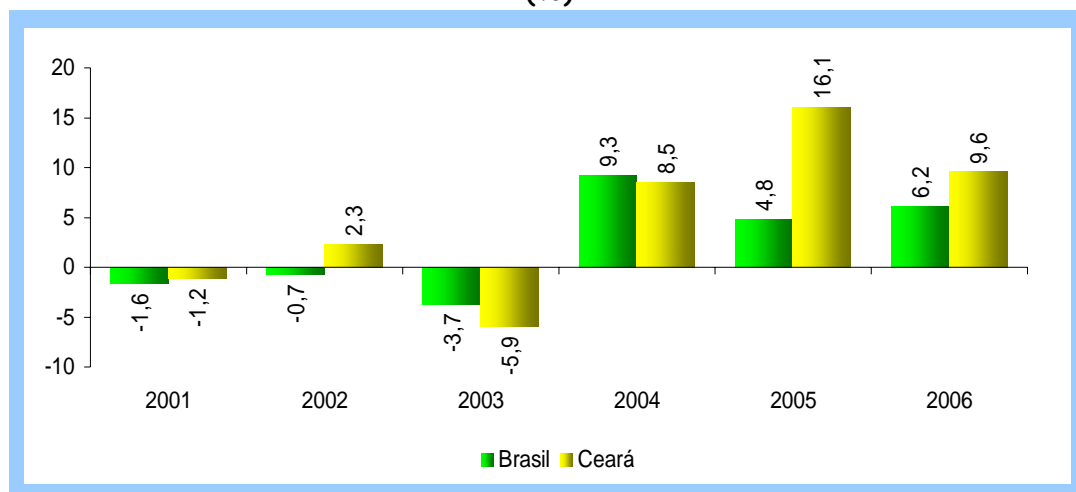
2.3 Serviços

Os Serviços têm incrementado a economia cearense com uma participação de 58,65%. Em 2006, os Serviços cresceram 3,6% sobre 2005. Os resultados dos Serviços originam-se do Comércio, varejista e externo, e nas atividades ligadas ao Turismo. Embora, ainda seja significativa a participação do Setor Público na economia cearense.

2.3.1 Comércio Varejista

O Comércio Varejista, pesquisado pelo IBGE, mostrou-se, nesses anos, grande responsável pelo desempenho do Comércio geral no Ceará. O volume de vendas varejistas cearenses tem evidenciado melhores resultados do que em nível nacional, como pode ser percebido no Gráfico 4, a partir do anos com dados disponíveis.

Gráfico 4 - Evolução do volume de vendas varejista - Brasil e Ceará - 2001-2006 (%)



Fonte: IBGE.

O Comércio Varejista refletiu o comportamento das atividades descritas na Tabela 2. Ressalte-se que vários fatores contribuíram para o desempenho do comércio varejista, destacando-se: a retomada do crescimento do mercado interno, a partir de 2004, a melhora do consumo interno, a recuperação da renda do trabalhador e uma maior facilidade de crédito foram os principais fatores

Boletim de Conjuntura Econômica do Ceará - 2006

Março de 2007

responsáveis pelo resultado positivo do comércio, apesar da taxa básica de juros, referencial para o crédito a varejo, que se encontra, ainda, em patamar alto.

Tabela 2 - Comércio varejista por atividades - Ceará - 2001-2006 (%)

Atividades	2001	2005	2006
Combustíveis e lubrificantes	-8,95	7,91	-17,96
Hipermercados/supermercados, prod. Alim./bebidas	1,64	15,06	7,32
Tecidos, vestuário e calçados	-1,78	12,1	8,57
Móveis e eletrodomésticos	-7,4	30,58	27,78
Artigos farmacêuticos, médicos, de perfum./cosméticos	-	5,09	12,12
Livros, jornais, revistas e papelaria	-	15,03	-1,35
Equip. e materiais/escritório, informática e comunicação	-	186,54	66,5
Outros artigos de uso pessoal e doméstico	-	16,16	14,87
Comércio Varejista	-1,15	16,06	9,57

Fonte: IBGE.

2.3.2 Comércio Exterior

O Comércio externo tem mostrado-se um elemento importante dentro do PIB estadual. Em análise mais recente, sobre as exportações cearenses, foram percebidas mudanças na estrutura da pauta de produtos, e a partir de 1998, as exportações dos produtos industrializados superaram a participação dos básicos. Em 2006, as exportações dos industrializados participaram com 68,47% contra 29,84% dos produtos básicos (Tabela 3). Esse resultado sugere que houve uma influência dos investimentos industriais ocorridos no Ceará em meados da década de 90, com uma presença forte das indústrias de calçados oriundas do sul e sudeste do país.

Tabela 3 - Evolução das exportações por fator agregado - Ceará
1996-2006

Anos	Básicos	Part. %	Industrializados	Part. %	Total (*)
1996	198.729	52,24	175.217	46,06	380.434
1997	182.422	51,68	165.785	46,96	353.002
1998	160.906	45,29	191.690	53,96	355.246
1999	156.045	42,04	208.323	56,12	371.206
2000	199.049	40,20	285.199	57,60	495.098
2001	169.372	32,14	345.804	65,61	527.051
2002	197.214	36,26	335.624	61,71	543.902
2003	254.336	33,42	498.655	65,53	760.927
2004	286.030	33,28	569.210	66,24	859.369
2005	295.329	31,74	628.274	67,52	930.451
2006	285.599	29,84	655.274	68,47	957.045

Fonte: SECEX/MDIC.

(*) US\$ 1.000/FOB. A soma dos percentuais dos básicos e dos industrializados não fecha 100%, tendo em vista a existência de produtos não especificados.

Boletim de Conjuntura Econômica do Ceará - 2006

Março de 2007

Em termos de produtos, as exportações de calçados lideram a pauta das exportações totais do Ceará. Em nível de país, as exportações de calçados vêm ganhando participação e, em 2006, o Estado passou de uma participação irrisória de 0,32%, em 1996, para uma participação 12,15% nas exportações brasileiras de calçados, como mostra a Tabela 4

Tabela 4 - Evolução das exportações de calçados - Brasil, Ceará, São Paulo e Rio Grande do Sul - 1996-2006 (*)

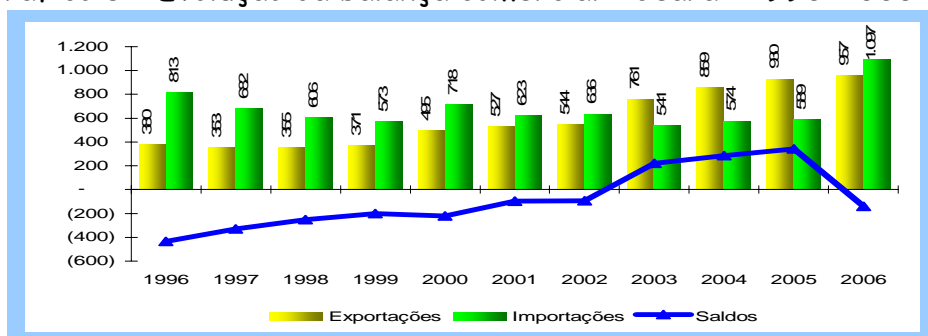
Discriminação	1996	Part. %	2000	Part. %	2006	Part. %
Ceará	10.269.054	0,3	81.252.002	5,0	237.714.309	12,2
São Paulo	186.189.728	5,7	158.783.769	9,8	236.463.675	12,1
Rio G. do Sul	1.418.176.033	43,7	1.322.259.013	81,8	1.313.189.908	67,1
Brasil	3.244.589.190	100,0	1.617.195.054	100,0	1.957.276.332	100,0

Fonte SECEX/MDIC.

(*) Valores em US\$/FOB.

Com os resultados, que as exportações vêm alcançando, nos últimos anos, a balança comercial que era deficitária até 2002, a partir de 2003 tornou-se superavitária. No entanto, em 2006, a balança voltou a apresentar déficit. Em 2006, o saldo foi negativo da ordem de US\$ 139,67 milhões, tendo em vista que as exportações terem somado US\$ 957 milhões e as importações US\$ 1.097 milhões (Gráfico 5). Vale lembrar a que as importações fecharam o ano de 2006 com um crescimento de 86,23% comparado com as do ano de 2005. Esse crescimento foi ocasionado pelas importações de combustíveis que se expandiram, merecendo uma análise mais apurada. Pelo lado das exportações, os anos de 2005 e 2006, afetaram seus resultados a valorização do real frente ao dólar, que vem afetando alguns segmentos exportadores, como: calçados, têxtil, que têm, também, enfrentado concorrência externa a seus produtos.

Gráfico 5 - Evolução da balança comercial - Ceará - 1996-2006 (*)



Fonte: SECEX/MDIC. (*) Valores em US\$ Milhão/FOB.

Boletim de Conjuntura Econômica do Ceará - 2006

Março de 2007

O Fluxo do Comércio Internacional, que sintetiza o somatório de todas as transações com as exportações e importações, alcançou o valor de US\$ 2,054 bilhões, graças à diversidade de sua pauta de produtos exportados e de conquista de novos mercados. Merecem destaques, como novos produtos: as flores e frutas, segmentos em que o Estado tem se posicionado entre os principais exportadores brasileiros. Ressalte-se que, em 2006, foram exportados 637 produtos para 140 países. Esses resultados colocaram o Estado na 15ª posição no ranking brasileiro e na 3ª colocação dentre os estados nordestinos.

Os maiores parceiros comerciais do Ceará, em termos de exportações, continuam sendo os Estados Unidos, mas de 1996 a 2006 a participação do país recuou de 46,18%, em 1996, para 29,61%, em 2006, o que evidencia a ampliação de dos mercados já parceiros e a conquista de novos mercados.

2.3.3 Turismo

Apesar da concentração de turistas em Fortaleza, de 1998/2005, 51% dos turistas visitaram outras localidades do Estado, com preferências para o litoral (87,2%), sertão (9,3%) e serras (3,5%). Neste contexto, é esperado que, em 2006, visitem o Ceará, via Fortaleza, pouco mais de 2 milhões de pessoas, segundo estimativa da SETUR.

Tabela 5 - Indicadores de Turismo - Ceará - Janeiro-Novembro/2006

Indicadores Selecionados	Jan. - Nov. /2006 (%)
Demanda Turística	5,8
Demanda Hoteleira	4,4
Oferta Hoteleira	3
Média de Hóspede p/estabelecimento	5,4
Taxa de Ocupação	57,5
Passageiros desembarcados	23
Internacional	6,5
Nacional	24,8

Fonte: SETUR-CE.

2.3.4 Mercado de Trabalho

Conjunturalmente, o ritmo de crescimento da economia cearense tem determinado uma expansão no mercado de trabalho formal. Saliente-se que

Boletim de Conjuntura Econômica do Ceará - 2006

Março de 2007

desde 1999 a 2006, a economia cearense acumulou um saldo líquido (admitidos menos desligados), de empregos formais, de 185.834 postos de trabalho (Tabela 6). Os empregos formais, no Ceará, em 2006, foram gerados pelos Serviços (11.516 postos de trabalho); Comércio (9.192 postos de trabalho); Indústria de Transformação (6.597 postos de trabalho); e Construção Civil (4.752 postos de trabalho). A menor contribuição veio da Agropecuária, com um saldo de 1.170 postos de trabalho formais.

Tabela 6 - Indicadores de empregos formais (nº) - Ceará - 1999-2006

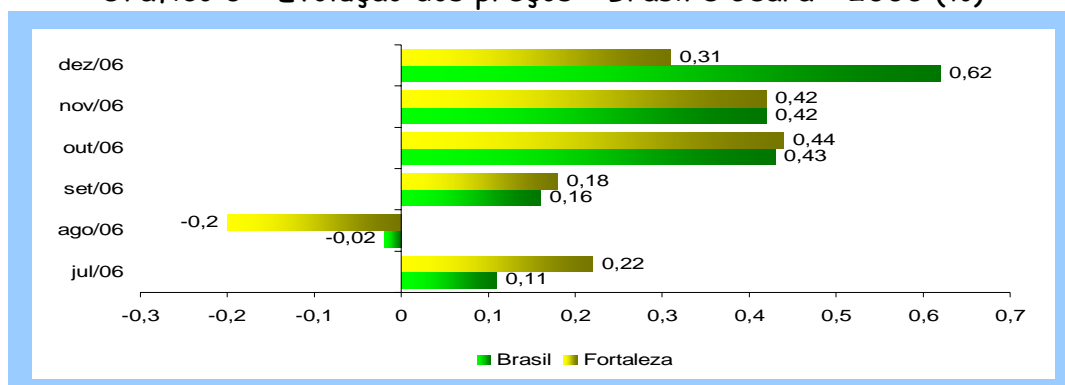
Anos	Admitidos	Desligados	Saldo Líquido
1999	179.590	173.767	5.823
2000	212.751	194.972	17.779
2001	223.517	206.436	17.081
2002	215.582	184.751	30.831
2003	210.583	191.938	18.645
2004	227.205	195.965	31.240
2005	240.637	209.762	30.875
2006	267.041	233.481	33.560
1999-2006	1.776.906	1.591.072	185.834

Fonte: CAGED/MTE.

3 Inflação

O Índice Nacional de Preços ao Consumidor (INPC), medido pelo IBGE para a Região Metropolitana de Fortaleza (RMF) registrou, em 2006, uma taxa positiva de 1,9%. Contribuíram para o Índice fechar o ano com uma taxa inferior a brasileira (2,8%) as taxas negativas verificadas nos preços dos grupos dos artigos de residência (-1,7%) e em comunicação (-1,4%). O desempenho dos preços ao longo do ano de 2006, pode ser observado no Gráfico 6.

Gráfico 6 - Evolução dos preços - Brasil e Ceará - 2006 (%)



Fonte: IBGE.

Boletim de Conjuntura Econômica do Ceará - 2006

Março de 2007

Tabela 7 - Evolução do INPC por regiões metropolitanas pesquisadas

Discriminação	Variação Acumulada (%)
Brasil	2,8
Belém	2,7
Fortaleza	1,9
Recife	2,4
Salvador	2,6
Belo Horizonte	4,6
Rio de Janeiro	3,7
São Paulo	2,7
Curitiba	1,8
Porto Alegre	2,3

Fonte: IBGE.

O índice de 2006, em termos de grupos, foi influenciado pelas variações evidenciadas na Tabela 9.

Tabela 9 - Evolução do INPC por grupos - Região Metropolitana de Fortaleza
2006

Grupos	Variação Acumulada (%)
Índice geral	1,90
Alimentação e bebidas	0,69
Habituação	3,81
Artigos de residência	-1,73
Vestuário	2,97
Roupas	3,03
Transportes	0,69
Saúde e cuidados pessoais	3,46
Despesas pessoais	6,65
Educação	7,94
Comunicação	-1,37

Fonte: IBGE.

4 Juros e Câmbio

Na última reunião do ano, dezembro/2006/janeiro/2007, o Copom, reduziu a taxa de juros nominais de 13,75% para 13,25%, significando o menor nível desde a introdução do Real em 1994.

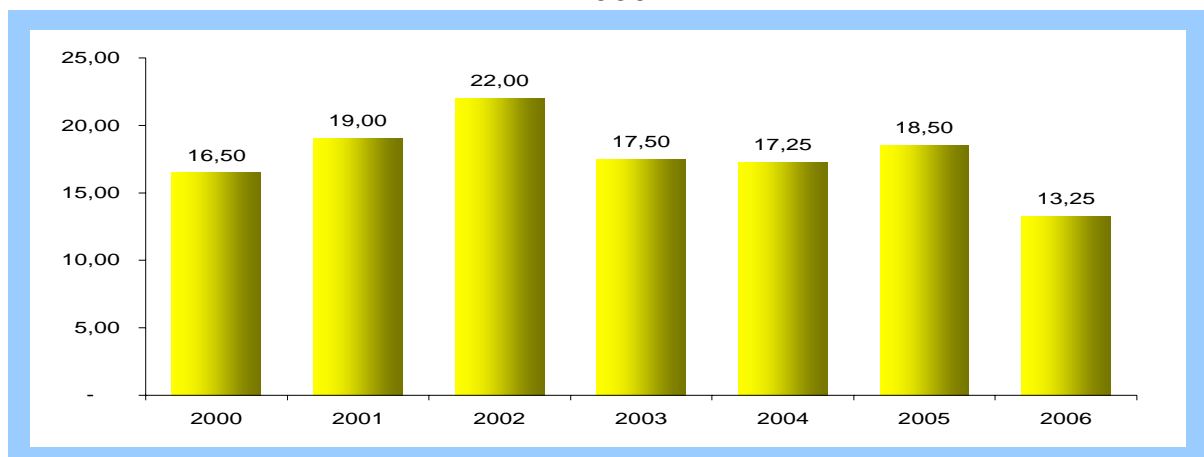
Descontada a inflação prevista para 2007 pelo mercado (de 4,1%, medida pelo IPCA) tem-se, um início de ano, com uma taxa real de juros de 8,78% ao ano. Ainda é a maior entre os principais países emergentes, mas é o menor nível conseguido pelo Banco Central em tempos recentes. Espera-se que o Copom

Boletim de Conjuntura Econômica do Ceará - 2006

Março de 2007

continue reduzindo os juros, será possível fechar-se o ano de 2007 com uma taxa próxima a 8%.

Gráfico 7 - Evolução da taxa de Juros Selic - Dezembro/2000-2006

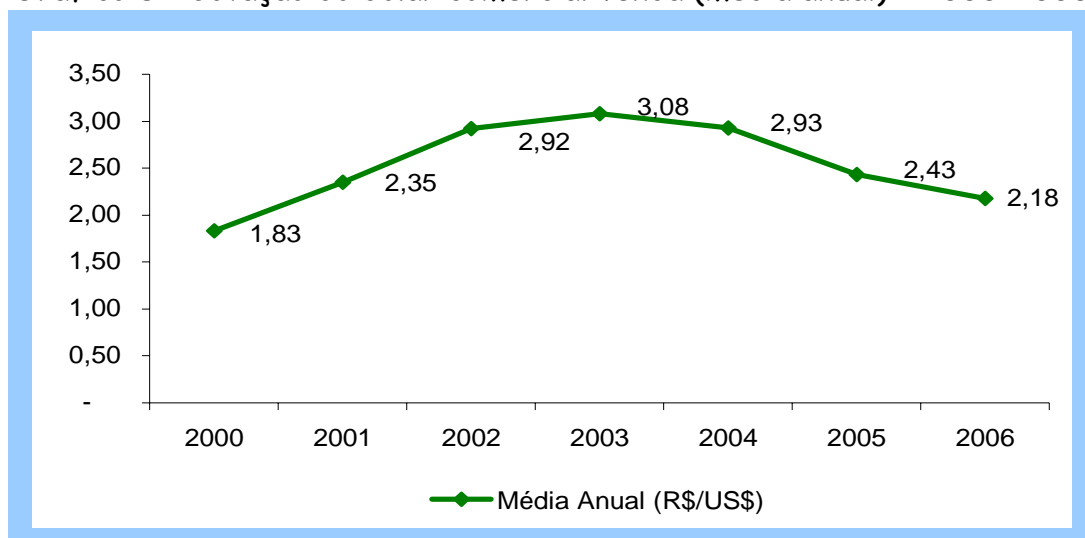


Fonte: Banco Central do Brasil.

(*) Valor referente ao período de 30/11/2006-24/01/2007.

No que se refere ao comportamento do câmbio, desde 2003, o real vem se valorizado frente ao dólar, em função, sobretudo, da entrada de moeda americana na economia nacional através da balança comercial, entrada de capital e empréstimos (captação). O que pode ser visto no Gráfico 8.

Gráfico 8 - Cotação do dólar comercial venda (média anual) - 2000-2006



Fonte: Banco Central do Brasil (BCB).

Boletim de Conjuntura Econômica do Ceará - 2006

Março de 2007

5 Perspectivas

A previsão do IPECE, em 2007, para a economia cearense é de crescimento próximo de 3,6%, inferior a taxa prevista, pelo Banco Central, para a economia brasileira, 4,1%.

Em 2007, setorialmente, há expectativa de continuar crescendo o comércio varejista, que desde 2004 responde por boa parte do crescimento do PIB estadual. Para a indústria, o setor tem passado por grandes oscilações nos últimos anos. A forte concorrência externa aos produtos cearenses, sobretudo, têxtil e confecções, tem reduzido à capacidade destes segmentos de ampliar suas produções. A perspectiva para estas indústrias parece melhorar, dado que o Governo Estadual adotou medidas fiscais objetivando desonerá-las, em parte, para que se tornem mais competitivas. No início de novembro/2006, foi adotada uma nova sistemática de tributação do setor têxtil e de confecções do estado do Ceará. "A medida, que beneficiará indústrias têxteis e de confecções, além do comércio atacadista e varejista e os fabricantes de insumos, mudará a forma de pagamento de imposto, zerando o atual sistema de apuração do Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços (ICMS), à base de débito e crédito, para o modelo de pagamento de ICMS antecipado". O mais positivo desse decreto é que estimula as indústrias a comprarem produtos elaborados no próprio Estado, com menor taxa de ICMS, 3%, ao passo que as compras realizadas em outros estados serão taxadas em 8%.

Quanto à construção civil, este segmento cresceu em 2005 e 2006. Para 2007, espera-se que continue sua trajetória crescente, pois o governo federal já sinaliza, dentro de suas medidas emergenciais para o crescimento do país, algumas ações direcionadas ao segmento, que responde por grande parte do emprego formal gerado no país e no Ceará, nos últimos dois anos.

Como potencial a ser explorado, no Estado, conta-se, ainda, com o complexo industrial do Porto do Pecém, que promete dar um novo impulso a economia cearense, com as instalações de projetos estruturantes, a exemplo da Siderúrgica. No campo do turismo a instalação de risorts, em várias regiões turísticas, sugere a importância cada vez mais dessa atividade na economia cearense.

Boletim de Conjuntura Econômica do Ceará - 2006

Março de 2007

OPINIÃO IPECE

Regimes Cambiais e o Balanço das Firms

Daniel A. F. Lopes (1)

1. Introdução

Vários economistas têm concordado que regimes de taxa de câmbio flexível são preferíveis aos regimes de taxa de câmbio fixo porque permitem amortecer a economia nacional de choques externos adversos. Por exemplo, quando a demanda por exportações declina, a depreciação torna os bens produzidos internamente mais competitivos no mercado externo, estimulando uma expansão da demanda externa por seus bens, e desta forma acabar com a contração da atividade econômica interna.

Na realidade, contudo, depreciações na taxa de câmbio na maioria das economias emergentes, na última década, têm sido tipicamente associadas com sinais de crise financeira e contrações do produto. Na seção 2 abordam-se os efeitos das depreciações cambiais em relação ao balanço das firmas. Pesquisas recentes têm reconsiderado as propriedades estabilizadoras do regime de câmbio flexível quando os movimentos da taxa de câmbio afetam as condições financeiras, e estas, por sua vez, influenciam a atividade econômica. Na seção 3 avaliam-se alguns fatos estilizados sobre a adoção dos regimes cambiais em economias emergentes (Brasil, Tailândia, Turquia etc..)

Este trabalho tem por objetivo resumir alguns resultados desses estudos e então estabelecer uma prescrição, apresentadas na Seção 4, sobre qual regime cambial deve ser escolhido pelos executores da política econômica. Alguns estudos, mesmo com os impactos adversos de alterar as taxas de câmbio sobre as condições financeiras e no agregado da economia, mostram que o regime cambial flexível é ainda preferível. Embora, seja difícil de reconciliar com o fato de que muitas economias emergentes preferem evitar ajustes na taxa de câmbio. Outros estudos procuram explicar este comportamento mostrando como mudanças na taxa de câmbio podem gerar graves desequilíbrios financeiros que, por seu turno, levam a uma perda de bem-estar. Este mecanismo explica porque economias emergentes podem preferir manter a taxa de câmbio fixo, pelo menos

(1) Economista (UFC) e exerce o cargo de Analista de Políticas Públicas do IPECE.

Boletim de Conjuntura Econômica do Ceará - 2006

Março de 2007

no curto prazo, para assim atenuar os custos crescentes dos ajustes na taxa de câmbio.

2. Efeitos sobre o Balanço das Firms

Episódios de grandes ajustes nas taxas de câmbio em economias emergentes durante os anos 90 foram caracterizados por um não comprimento de obrigações generalizado por parte das firmas "domésticas" e por contrações no Produto. Isto levou muitos pesquisadores a avaliar como as condições financeiras afetam o impacto dos ajustamentos das taxas de câmbio no agregado da atividade econômica.

As condições financeiras podem influenciar a Demanda Agregada através dos efeitos sobre os balanços das firmas sobre os empréstimos e os gastos com investimento. Estes efeitos ocorrem quando a taxa de juros com as quais as firmas tomaram emprestado dos intermediários financeiros para financiar o investimento depende do nível do valor patrimonial, o que é essencialmente o valor bruto dos ativos menos as obrigações. Firms com baixo patrimônio líquido tendem a financiar grande parcela de seus investimentos através de endividamento. Uma vez que estas firmas estarão mais alavancadas via endividamento, elas estarão menos suscetíveis a honrar suas obrigações no caso de algum choque negativo nas suas atividades. Conseqüentemente, para compensar uma maior expectativa de calote, os intermediários financeiros irão atribuir à estas firmas um risco-prêmio maior. Daí em diante, uma baixa situação patrimonial, através de um aumento no risco-prêmio, leva a um custo mais elevado do dinheiro, desta feita, reduz o investimento.

Quando estas obrigações externas são contraídas em moeda estrangeira, como no caso de quase todas as economias emergentes, depreciações na taxa de câmbio devem produzir efeitos negativos sobre o balanço das firmas. Uma vez que, as firmas nacionais tipicamente recebem seus lucros em moeda doméstica, uma depreciação torna estes lucros, em termos de moeda estrangeira, menos valiosos, contribuindo para reduzir a sua capacidade de pagamento dos débitos em moeda estrangeira. A redução associada no patrimônio líquido gera um aumento no risco-prêmio no setor de empréstimos que deprime as despesas com investimentos e a Demanda Agregada. Assim, a relação entre o balanço das firmas e as obrigações em moeda estrangeira pode tornar, com as depreciações

Boletim de Conjuntura Econômica do Ceará - 2006

Março de 2007

da taxa de câmbio, tornar o regime cambial flexível e seus efeitos contracionistas sobre as economias menos atraentes.

A questão será: Os efeitos sobre o balanço das firmas são o suficiente para fazer com que os tomadores de decisão preferiram um regime de câmbio fixo? De acordo com Céspedes, Chang, e Velasco (2004) e Gertler, Gilchrist, e Natalucci (2003) a resposta para esta questão pode ser obtida analisando a reação de um modelo de uma economia emergente a um choque externo adverso, por exemplo, através de um aumento na taxa de juros externa. Estes estudos nos levam a crer, que mesmo na presença de efeitos sobre o balanço das firmas, o regime de câmbio flexível ainda é o mais eficiente na estabilização do Produto em resposta a um choque externo negativo.

Por exemplo, considerando o efeito de um aumento na taxa de juros externa acima da taxa de juros interna. Sob o regime de câmbio flexível, ocorre saída do fluxo financeiro e a depreciação da moeda doméstica. Com obrigações contraídas em moeda estrangeira, este canal produz uma perda no patrimônio líquido das firmas. No entanto, também existem aspectos positivos do lado dos ativos do Balanço das Firmas. Porque uma depreciação torna produtos fabricados internamente relativamente mais baratos, a receita de exportações cresce, criando um impacto positivo no patrimônio líquido. Se o efeito positivo tem dominância sobre balanço das firmas, o efeito global da depreciação não precisa ser restritivo.

Alternativamente, sob regime cambial fixo, a autoridade monetária deve elevar a taxa de juros doméstica para equiparar-se ao aumento na taxa de juros externa para assim poder livrar a moeda doméstica da depreciação. Este aumento da taxa de juros interna leva a uma redução no patrimônio das firmas porque as receitas futuras valem menos em termos de valores correntes. Como a situação líquida da firma se reduz, o risco-prêmio se eleva, induzindo uma contração nos gastos com investimento e no Produto. Logo, sob regime cambial fixo, o efeito no balanço das firmas amplifica o efeito contracionista advindo de uma elevação na taxa de juros externa no investimento, Demanda Agregada e Renda.

Boletim de Conjuntura Econômica do Ceará - 2006

Março de 2007

3. Alguns fatos estilizados

Apesar desses argumentos teóricos a favor da política de taxa de câmbio flutuante, muitas economias emergentes têm-se mostrado avessas aos ajustamentos provocados pelo regime flexível de câmbio. Calvo e Reinhart (2002) nos trazem evidências de uma propagação do medo de um grande ajustamento na taxa de câmbio em economias emergentes. E ainda como Hausmann, Panizza, e Stein (2001) demonstram que isso particularmente acontece nos países que tomaram emprestado grandes somas de dinheiro em moeda estrangeira, e é por isso que estes países estão potencialmente expostos a uma deterioração do balanço das firmas. De fato, como Cavallo et al. (2004) conclui, o balanço das firmas está na raiz da contração do Produto que acontece após um ajustamento na taxa de câmbio. Eles encontraram uma relação positiva entre o grau de severidade da contração do Produto e o Índice de intensidade do Efeito sobre o Balanço Patrimonial, onde posteriormente é calculado pelo produto da depreciação da Taxa de Câmbio Real Total (TCRT) e a razão das Obrigações Líquidas contraídas em Moeda Estrangeira (OLME) pela Renda. Não obstante, ainda foi observado que muitos dos recentes episódios de ajustamento na taxa de câmbio em economias emergentes têm sido caracterizados por um overshooting na taxa de câmbio; qual seja, o grau de depreciação na taxa de câmbio no curto prazo foi muito maior do que no longo prazo. Também foi percebido que o overshooting é mais severo quanto maior for a razão entre a Dívida em moeda estrangeira e o PIB.

4. Qual política cambial adotar?

Cavallo et al. (2004) formula um modelo que leva em conta estes fatos estilizados através da adição de mais um parâmetro que vem acompanhando os casos mais recentes de ajustamentos na taxa de câmbio em economias emergentes; especificamente, estes países têm experimentado uma queda no nível de confiança dos investidores estrangeiros que e aos poucos vão reduzindo a sua capacidade de tomar dinheiro emprestado. Neste modelo uma depreciação na taxa de câmbio produz um balanço patrimonial negativo que em conjunto com a redução da capacidade de se endividar externamente, reduz ainda mais as chances de não ocorrer um calote nas obrigações. Isto pode ser demonstrado através de dois canais: redução de importações e venda de ativos de firmas domésticas aos investidores estrangeiros. Cada canal de ajustamento tem

Boletim de Conjuntura Econômica do Ceará - 2006

Março de 2007

efeitos posteriores. A queda nas importações induz a uma maior depreciação da taxa de câmbio que resulta em um overshooting, enquanto a venda de ativos aos investidores estrangeiros prontamente gera um declínio nos preços destes ativos. Ambos os efeitos são mais fortes quando a exposição das obrigações em moeda estrangeira são maiores. Ainda, eles ampliam os custos da depreciação: overshooting da taxa de câmbio interage com a dívida contraída em moeda estrangeira e ultrapassa os efeitos adversos da depreciação do Balanço das Firms no Produto enquanto a venda de ativos domésticos (privatização) com desconto implica a geração de um peso morto no bem-estar que afeta permanentemente o consumo doméstico.

A prevenção de depreciações na taxa de câmbio evita o efeito negativo no Balanço das Firms e diminuem a necessidade de se desfazer de ativos domésticos, mas ao preço de tornar os produtos produzidos internamente menos competitivos. Isto prejudica a demanda agregada e deprime o PIB. É por esta razão, assim como outros estudos concluíram, o regime de câmbio flexível deve de fato predominar no longo prazo. No curto prazo, entretanto, as coisas devem ser um pouco diferentes: em face da dificuldade de tomar emprestado dinheiro externamente, manter o câmbio flexível atenua o transtorno que seria causado pela necessidade de vender ativos domésticos e o peso morto, por isso, neste caso, regime cambial fixo predomina.

5. Conclusões

Para responder a questão de qual seria o melhor regime cambial, as evidências e os modelos discutidos neste trabalho apontam a relevância da dívida em moeda estrangeira no processo de escolha de qual seria o regime cambial mais apropriado para responder a choques externos adversos. Especificamente, pesquisas recentes têm mostrado, que mesmo quando as condições financeiras influenciam o agregado da atividade econômica, o regime de câmbio flexível tem-se mostrado mais desejável do que o regime de câmbio fixo como ferramenta para lidar com choques externos adversos. Entretanto, em economias emergentes estes choques também envolvem uma perda de capacidade de tomar dinheiro emprestado no mercado financeiro internacional. Sob este cenário, uma política cambial com taxa flexível pode gerar custos substanciais. Com uma política cambial com uma taxa fixa estes custos são deprimidos, e, pelo menos no curto prazo, pode ser preferível a um ajustamento na taxa de câmbio.

Boletim de Conjuntura Econômica do Ceará - 2006

Março de 2007

6. Bibliografia

- Calvo, Guillermo A., e Carmen M. Reinhart. 2002.
"Fear of Floating." *Quarterly Journal of Economics* 117 (Maio) pp. 379-408.
- Cavallo, Michele, Kate Kisselev, Fabrizio Perri,
e Nouriel Roubini. 2004. "Exchange Rate Overshooting and the Costs of
Floating." Mimeo. New York University.
- Céspedes, Luis Felipe, Roberto Chang, e Andrés Velasco. 2004. "Balance Sheets
and Exchange Rate Policy." *American Economic Review* 94 (Setembro)
pp. 1183-1193.
- Gertler, Mark, Simon Gilchrist, e Fabio M. Natalucci.
2003. "External Constraints on Monetary Policy and the Financial Accelerator."
NBER Working Paper no. 10128. <http://papers.nber.org/papers/w10128.pdf>
- Hausmann, Ricardo, Ugo Panizza, e Ernesto Stein.
2001. "Why Do Countries Float the Way They Float?" *Journal of Development
Economics* 66 (Dezembro) pp. 387-414.
-

Governo do Estado do Ceará
Governador: Cid Ferreira Gomes

Secretaria do Planejamento e Gestão
Secretária: Silvana Parente

Instituto de Pesquisa e Estratégia Econômica do Ceará (IPECE)
Diretor-Geral: Marcos Costa Holanda

Elaboração
Daniel A. F. Lopes
Maria Eloísa Bezerra da Rocha (Coordenação)
Cristina Lima
Rogério Barbosa

Colaboração
Maria Margarida Araújo

IPECE: www.ipece.ce.gov.br; ipece@ipece.ce.gov.br; Fone: (085) 3101-3496