

Depreciação cambial tem efeito expansionista a curto prazo

Por **Thiago Curado e Alessandra Ribeiro**

Valor Econômico, 10.2.2015

Os efeitos expansionistas do consumo são suficientes para compensar a redução do investimento

Para avaliar os impactos da depreciação cambial sobre a dinâmica macroeconômica, utilizamos nosso sistema SET, baseado no modelo Samba, do Banco Central, com algumas modificações para dar conta do atual estado da economia brasileira.

A economia brasileira tem registrado importante desvalorização cambial. Ao longo do segundo semestre do ano passado, o real perdeu 20,6% de seu valor em termos nominais e 12,2% em termos reais. Em artigo recentemente publicado no **Valor**¹, Ricardo Barboza e Daniel Brum utilizam o Samba, do Banco Central, para avaliar os impactos de tal movimento sobre a atividade econômica. A conclusão apresentada pelos autores é de que o processo de desvalorização teria um impacto contracionista sobre o produto real.

O mecanismo apresentado pelo modelo empregado pelos autores é o seguinte. Por um lado, o impacto sobre preços relativos resulta em ampliação das exportações e redução das importações, implicando expansão das exportações líquidas. Portanto, por este canal temos um efeito expansionista sobre o produto.

Por outro lado, a depreciação implica ampliação do custo dos bens de capital, o que tem o efeito direto de desincentivo sobre o investimento. Além disso, o aumento de custos é repassado ao consumidor final, o que se traduz numa elevação da inflação de preços livres. Como tal aumento não consegue ser compensado imediatamente por incrementos da renda nominal², observam-se sucessivas contrações da renda real. Isso, por sua vez, leva a uma redução no consumo. Finalmente, a autoridade monetária reage ao aumento da inflação elevando juros, o que promove reduções adicionais no consumo e no investimento³.

Em termos líquidos, o impacto final sobre o produto é contracionista, com a queda do investimento e da renda real sendo mais que suficiente para compensar os efeitos expansionistas via exportações líquidas.

No entanto, o modelo teórico original não nos parece adequado à conjuntura atual, uma vez que pressupõe uma economia em estado estacionário. Avaliamos que o enfraquecimento da demanda tem limitado o "pass-through" cambial, o que afeta de forma decisiva os mecanismos de propagação de um choque cambial. Além disso, temos observado concomitante à desvalorização cambial, uma redução dos preços em dólares de bens intermediários e de bens de consumo não-duráveis. Da mesma forma como a redução do "pass-through", tal cenário reduz os impactos da depreciação sobre a inflação.

Para contornarmos essa questão, utilizamos nosso sistema SET⁴, baseado no modelo Samba do Banco Central, modificando sua estrutura original de forma a

manter os impactos do câmbio sobre o preço de insumos importados, mas limitando a capacidade de repasse desse aumento de custos ao consumidor final. Como veremos, essa alteração terá consequências significativas sobre as variáveis reais do modelo.

Agora, temos que o aumento de preços não é suficiente para compensar os ganhos de renda decorrentes da ampliação das exportações líquidas. Assim, temos progressivos ganhos de renda real, com correspondente expansão do consumo das famílias. Além disso, a autoridade monetária não precisa elevar substancialmente a taxa de juros. O investimento, no entanto, continua a apontar contração. De toda forma, os efeitos expansionistas da elevação das exportações líquidas e do consumo são mais do que suficientes para compensar a redução do investimento, implicando ampliação do produto real.

Em termos quantitativos, induzimos uma depreciação do câmbio real de 12%. No período do choque, o produto aponta crescimento de 0,25%. Os impactos expansionistas ampliam-se progressivamente, acompanhando o movimento das exportações líquidas, atingindo o pico de 4 a 5 trimestres após o choque. Nesse período, o produto fica 0,85% acima de seu valor inicial. Na sequência, os impactos reduzem-se progressivamente, na medida em que a contração do investimento passa a compensar a expansão das exportações líquidas e do consumo. Ao final de três anos, os impactos cambiais sobre o produto praticamente exaurem-se e o PIB volta ao seu patamar pré-choque.

Em suma, o modelo nos indica que, para o caso da economia brasileira em um momento de redução do "pass-through", os impactos de uma depreciação cambial tornam-se expansionistas, ao menos no curto prazo. Por fim, é importante destacar que a simulação descrita não leva em conta os impactos que uma redução nos investimentos tem sobre a produtividade da economia. Assim, embora entendamos que a atipicidade da conjuntura econômica atual faça com que o efeito marginal da depreciação cambial seja expansionista no curto prazo, acreditamos que os mecanismos pelo qual isso está ocorrendo apresentam efeitos deletérios sobre a dinâmica da produtividade total dos fatores, devendo reduzir a capacidade de crescimento do Brasil no médio prazo.

¹ Artigo "Desvalorizações cambiais são contracionistas no Brasil?", de 18/12/2014.

² Isso ocorre porque o modelo incorpora diversos mecanismos de rigidez de preços e salários.

³ Logicamente, por se tratar de um modelo dinâmico com diversas interconexões entre suas variáveis, os efeitos finais são mais complexos do que o sugerido por esta descrição. Em particular, tais efeitos tendem a se reforçar mutuamente. De toda forma, optamos por essa abordagem mais simplificada para fins de exposição.

⁴ Sistema Econômico Tendências (SET)