

TAXA DE CÂMBIO NO BRASIL: DESALINHAMENTO CAMBIAL PERMANECE EM PATAMAR ELEVADO EM 2014.¹

O objetivo desta Carta consiste em apresentar estimativas da taxa de câmbio real de equilíbrio brasileira frente a uma cesta de moedas. Para realizar esta tarefa modelos econométricos contendo variáveis sugeridas pela literatura econômica como determinantes de longo prazo da taxa de câmbio foram calculados.

As estimativas de desalinhamento cambial brasileiro foram atualizadas até o final do terceiro trimestre de 2014. A moeda brasileira continua a apresentar uma valorização acima do nível de fundamentos por todas as metodologias utilizadas. O desalinhamento médio prevale que no acumulado ao longo dos três primeiros trimestres de 2014 é de 17,9 pontos percentuais, enquanto no ano passado era de 13,7 pontos percentuais.

O desalinhamento cambial brasileiro é positivo na média das metodologias desde julho de 2009. A partir de 2011 a moeda brasileira segue uma trajetória de depreciação quase contínua. Os fundamentos que determinam a taxa de câmbio também apresentam deterioração. O câmbio real efetivo depreciou-se cerca de 14 pontos percentuais enquanto os fundamentos pioraram cerca de 9 pontos percentuais no período de 2011 até o terceiro trimestre de 2014. Duas razões explicam a piora dos fundamentos brasileiros: i) piora no resultado do balanço de comércio e serviços brasileiro e ii) queda dos termos de troca.

BREVE DESCRIÇÃO DOS MODELOS:

Existe um debate na literatura sobre quais variáveis determinam a taxa de câmbio real no longo prazo. As estimativas feitas nesta Carta são baseadas na abordagem de fundamentos. Esta abordagem utiliza fundamentos econômicos obtidos a partir de um modelo econômico que leva em conta o papel dos estoques de ativos na determinação da taxa de câmbio de equilíbrio. Os modelos econométricos contêm as seguintes variáveis: a posição internacional de investimentos líquida como proporção do Produto Interno Bruto (PII), termos de troca relativo (TOT), balança de bens e serviços (TB) e indicador de preços relativos entre os setores produtores de bens transacionáveis - tradables - e não transacionáveis - nontradables - (BS). Com tais variáveis, estima-se a taxa de câmbio de equilíbrio de longo prazo. Os desvios desta em relação à taxa de câmbio observada são os desalinhamentos cambiais.

¹ Esta Carta foi elaborada por Emerson Fernandes Marçal e contou com a assistência de pesquisa de Diogo de Prince, Beatrice Zimmerman e Giovanni Merlin.

² Abordagens similares foram implementadas em Kubota (2009) [Kubota (2009), M. Real Exchange rate misalignments. (tese de doutorado). Departamento de Economia, Universidade de York, York, 2009. 201 páginas], Alberola et alii (1999), [Alberola, E., S. Cervero, et al. Global Equilibrium exchange rate: Euro, Dolar, 'Ins', 'Outs' and other major currencies in a Panel Cointegration Framework. IMF Working Paper. Washington: IMF. 99-175 1999.].

³ Os parceiros comerciais utilizados para o cálculo da cesta de moedas foram Estados Unidos, Argentina, Holanda, Alemanha, Japão, Bélgica, Itália, França, México, Reino Unido, Chile, Espanha, Paraguai, Uruguai, Coréia do Sul, Canadá, Colômbia, Rússia, China, Irlanda, Finlândia, Portugal, Luxemburgo, Áustria e Grécia.

⁴ MacDonald (2000) realiza uma revisão das principais abordagens para estimar a taxa de câmbio real de equilíbrio. [MacDonald, R. Concepts to Calculate Equilibrium Exchange Rate: An Overview; Discussion Paper 3/00; Economic Research Group of the Deutsche Bundesbank, 2000.]

Carta CEMAP

A taxa de câmbio real de equilíbrio de longo prazo pode ser estimada a partir de um modelo econométrico de séries de tempo. A estimação é feita pela decomposição das séries em componentes transitórios e permanentes, após análise de estacionariedade e de cointegração. O componente transitório está ligado ao desalinhamento e o componente permanente está ligado ao equilíbrio de longo prazo.

DESALINHAMENTO CAMBIAL EM 2014 CONTINUA POSITIVO:

Na tabela 1 apresenta-se um resumo dos resultados obtidos pelos diversos modelos de desalinhamento cambial estimados para o período recente e o desalinhamento médio anual obtido pelos diversos modelos. Os valores do desalinhamento diferem entre os diversos modelos, contudo o sinal do desalinhamento tende a ser o mesmo.

As estimativas de desalinhamento cambial sugerem que a moeda brasileira permaneceu sobrevalorizada por todas as metodologias de 2010 até 2013 na média anual. O desalinhamento médio estimado em 2014 com dados acumulados até o terceiro trimestre é de 17,9 pontos percentuais na média das diversas metodologias. A menor estimativa é de 7 pontos percentuais e a maior é de trinta pontos percentuais. As diferenças surgem por conta de diferentes conjuntos de variáveis utilizadas. O modelo que leva em conta a informação sobre o balanço de bens e serviços não fatores, que apresenta contínua deterioração, sugere um nível de desalinhamento cambial maior. Este último modelo é importante caso o foco do analista seja o ajuste das contas externas.

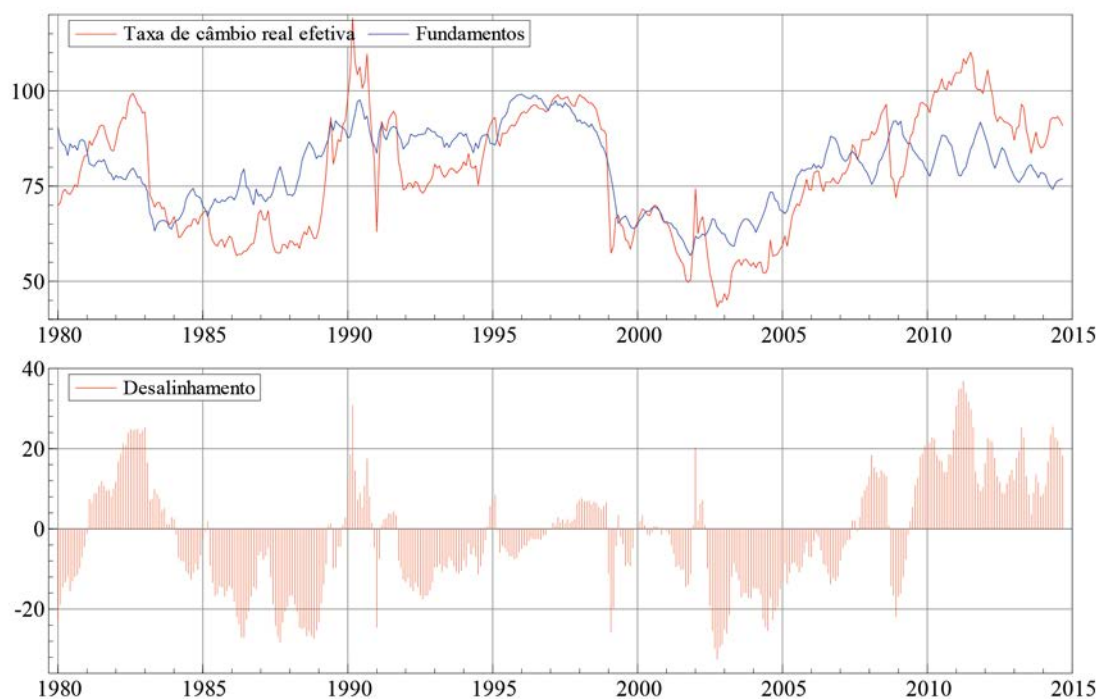
Tabela 1: Nível de Desalinhamento cambial:

Dado - Ano	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
	Índice											
Taxa de câmbio real efetiva	67.89	57.16	55.80	52.55	55.51	68.07	76.34	82.69	87.19	87.43	100.00	104.80
Fundamentos-Pii	68.39	62.99	63.81	62.73	66.54	70.38	77.23	77.01	79.68	86.95	77.61	69.93
Fundamentos-Pii, BS	72.50	67.08	68.50	68.31	72.56	76.67	83.64	83.47	86.74	94.77	84.25	75.96
Fundamentos-Pii, BS, TOT	71.69	67.19	63.00	56.52	59.76	63.43	73.97	75.65	80.35	77.67	85.40	92.14
Fundamentos-TB,Pii,BS,TOT	58.23	49.43	57.84	64.75	75.61	88.70	98.17	91.41	87.28	82.41	88.63	98.20
Fundamentos - Médio	67.70	61.67	63.29	63.08	68.62	74.79	83.25	81.89	83.51	85.45	83.97	84.06
	% sobre o equilíbrio											
Desalinhamento-Pii	-1.6	-6.5	-9.6	-18.8	-17.2	-7.6	-1.1	5.1	13.2	-2.3	27.7	51.3
Desalinhamento-Pii, BS	-7.2	-12.2	-15.7	-25.4	-24.1	-15.2	-8.7	-3.1	4.0	-10.3	17.7	39.3
Desalinhamento-Pii, BS, TOT	-6.1	-12.3	-8.9	-10.0	-7.9	2.5	3.3	6.9	11.8	8.1	16.1	14.8
Desalinhamento-TB,Pii,BS,TOT	17.0	15.4	-3.5	-18.5	-26.3	-23.1	-22.0	-9.4	0.2	6.1	13.0	7.1
Desalinhamento - Médio	0.3	-7.3	-11.8	-16.7	-19.1	-9.0	-8.3	1.0	4.4	2.3	19.1	24.7
Menor Estimativa	-7.2	-12.3	-15.7	-25.4	-26.3	-23.1	-22.0	-9.4	0.2	-10.3	13.0	7.1
Maior Estimativa	17.0	15.4	-3.5	-10.0	-7.9	2.5	3.3	6.9	13.2	8.1	27.7	51.3
Apreciação-Depreciação			-	-	-				+		+	+
Dado - Ano	2012	2013	2014-AC	jan-14	fev-14	mar-14	abr-14	mai-14	jun-14	jul-14	ago-14	set-14
	Índice											
Taxa de câmbio real efetiva	95.42	88.92	89.73	85.19	86.39	88.58	92.38	93.03	92.79	93.22	92.22	90.96
Fundamentos-Pii	73.63	73.29	72.68	74.98	76.28	74.01	71.65	69.22	69.95	70.63	71.27	72.35
Fundamentos-Pii, BS	80.02	79.86	79.39	81.91	83.33	80.79	78.24	75.64	76.42	77.04	77.61	78.73
Fundamentos-Pii, BS, TOT	91.87	86.94	83.83	85.63	86.52	87.45	83.09	80.13	80.18	82.94	83.81	83.80
Fundamentos-TB,Pii,BS,TOT	85.92	72.82	68.63	70.98	65.47	61.43	66.27	71.71	75.89	75.07	73.99	72.92
Fundamentos - Médio	82.86	78.23	76.13	78.37	77.90	75.92	74.81	74.18	75.61	76.42	76.67	76.95
	% sobre o equilíbrio											
Desalinhamento-Pii	31.8	22.7	23.5	14.9	11.5	15.1	20.6	28.0	32.1	31.7	30.2	28.9
Desalinhamento-Pii, BS	21.3	12.6	13.0	5.1	2.0	5.4	10.4	17.1	20.9	20.8	19.6	18.4
Desalinhamento-Pii, BS, TOT	5.6	3.3	7.0	0.6	-1.7	-2.6	4.0	10.5	15.2	12.2	10.7	11.2
Desalinhamento-TB,Pii,BS,TOT	11.1	22.2	30.7	20.0	31.9	44.2	39.4	29.7	22.3	24.2	24.6	24.7
Desalinhamento - Médio	15.2	13.7	17.9	8.7	10.9	16.7	23.5	25.4	22.7	22.0	20.3	18.2
Menor Estimativa	5.6	3.3	7.0	0.6	-1.7	-2.6	4.0	10.5	15.2	12.2	10.7	11.2
Maior Estimativa	31.8	22.7	30.7	20.0	31.9	44.2	39.4	29.7	32.1	31.7	30.2	28.9
Apreciação-Depreciação	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+

AC - Acumulado até o terceiro trimestre de 2014

Elaboração: Observatório de Câmbio-FGV/EESP.

Figura 1: Taxa de câmbio real efetiva, fundamentos e desalinhamento cambial – evolução mensal.



Elaboração: Observatório de Câmbio-FGV/EESP.

TENDÊNCIA DE PIORA NOS FUNDAMENTOS EXPLICA BOA PARTE DA EVOLUÇÃO DO CÂMBIO RECENTEMENTE: Como pode ser observado nas Figura 1 e 2, a taxa de câmbio real brasileira vem se depreciando de forma quase contínua desde 2011. Há também uma piora gradual dos fundamentos.

As principais razões que explicam a deterioração dos fundamentos são:

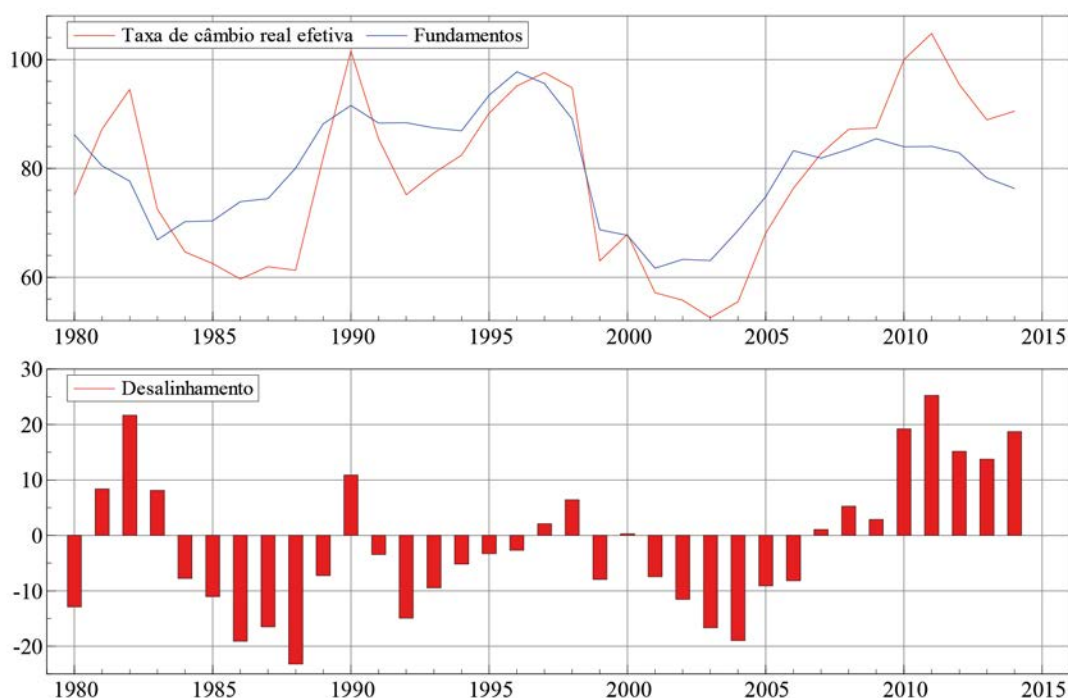
- A evolução dos termos de troca do país - razão entre os preços dos bens exportados e importados pelo país em relação aos parceiros comerciais - vem caindo nos últimos anos (Figura 3). Este fato, tudo mais constante, provoca uma piora do saldo comercial brasileiro e logo do resultado em transações correntes.
- O resultado das contas externas também vem apresentando uma piora constante ao longo dos últimos anos. O resultado da balança de bens e serviços não fatores está negativo e próximo ao patamar verificado entre os anos de 1995 a 2001 (Figura 3). A evolução desta conta do balanço de pagamentos é importante dado que o Brasil possui uma posição internacional de investimentos negativa. Isto implica que as demais contas de serviços que compõe o resultado de transações correntes incluindo royalties, juros, remunerações entre outros itens terão resultado negativo com alta probabilidade. Desta maneira, a única forma do país reverter o resultado de transações correntes negativo é apresentando melhorias na conta de bens e serviços não fatores.

Carta CEMAP

Salvo alguma alteração importante, seja de política econômica na direção de permitir um ajustamento externo mais expressivo, seja de cenário internacional que implique em termos de troca mais favoráveis ao país, os fundamentos da taxa de câmbio real devem continuar em trajetória de deterioração. Uma depreciação mais forte da taxa de câmbio real brasileira, embora necessária para interromper a piora dos fundamentos, deve colocar um ponto adicional em termos de pressão inflacionária a ser administrado pelos formuladores de política econômica.

Vale ressaltar por fim que a medida de desalinhamento cambial aqui apresentada não deve ser utilizada como uma previsão da taxa de câmbio real. A existência de desalinhamento da moeda brasileira não implica necessariamente que haverá correções abruptas da taxa de câmbio num futuro próximo em qualquer direção. A medida deve ser entendida como um equilíbrio que tende a prevalecer em períodos mais longos. Alterações não previstas dos fundamentos, como, por exemplo, alterações de termos de troca, na posição externa de investimentos, podem fazer com que a taxa de equilíbrio se altere.

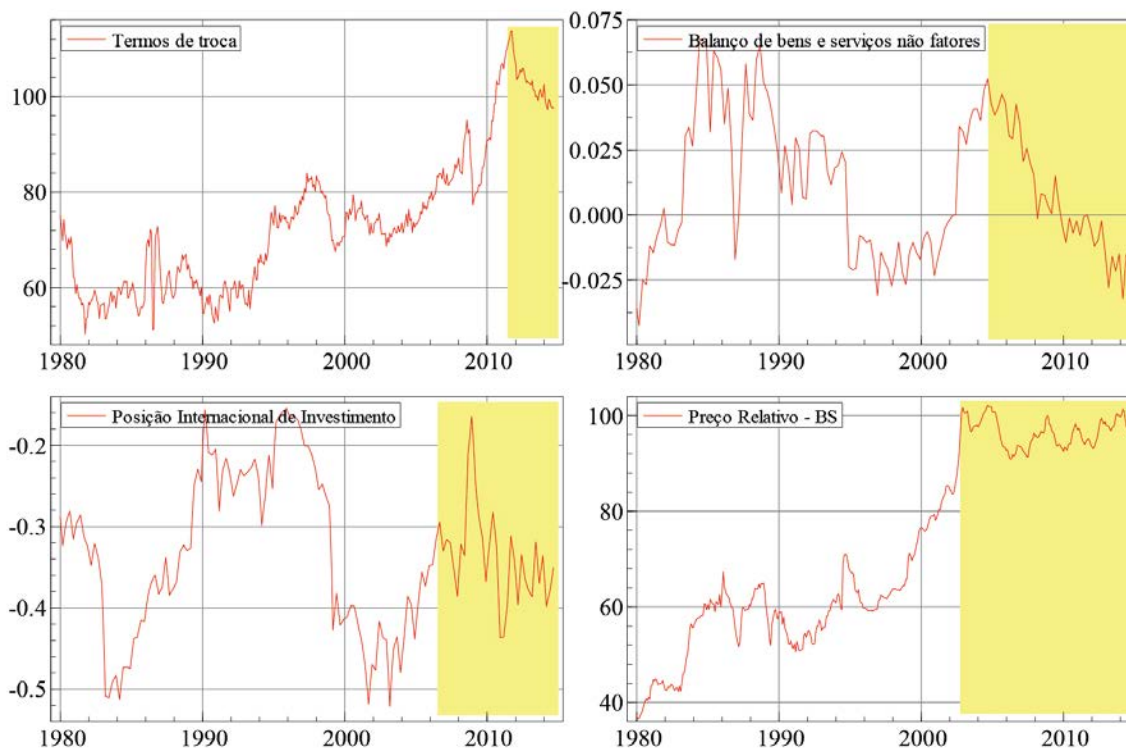
Figura 2: Desalinhamento Cambial Brasileiro - Média Anual



Elaboração: Observatório de Câmbio-FGV/EESP.

Carta CEMAP

Figura 3: Evolução mensal das variáveis que compõe os fundamentos



Elaboração: Observatório de Câmbio - FGV/EESP.
Fonte de dados: IBGE, Banco Central do Brasil e Funcex.