

Moeda brasileira estava sobrevalorizada no primeiro trimestre de 2015 e os fundamentos continuaram a se deteriorar¹

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

As estimativas de desalinhamento cambial brasileiro foram atualizadas até o primeiro trimestre de 2015. A evolução dos fundamentos e da taxa de câmbio real pode ser vista nas Figuras 1 e 2 desta Carta. A moeda brasileira continua apresentando uma valorização acima do nível de fundamentos para a maioria das metodologias utilizadas. Apenas em uma metodologia o câmbio estaria próximo aos fundamentos.

O desalinhamento médio prevalecente no primeiro trimestre de 2015 foi de 11,0% pontos percentuais, enquanto que em 2014 era de 15,1 pontos percentuais. A redução do desalinhamento ocorreu essencialmente por conta da depreciação da taxa de câmbio real brasileira que mais do que compensou a piora dos fundamentos. A depreciação da taxa de câmbio real deve-se à desvalorização da taxa de câmbio nominal, mesmo com o aumento da inflação doméstica que tende a apreciar o Real em termos reais. Os fundamentos da taxa de câmbio vêm piorando desde 2011.

Dois razões explicam a piora dos fundamentos brasileiros: i) piora no resultado da balança comercial e de serviços e; ii) queda dos termos de troca. A evolução destas variáveis será muito importante para definir a trajetória da taxa de câmbio de equilíbrio ao longo dos próximos anos. Não é provável observar melhoras significativas dos fundamentos da economia brasileira já em 2015, apesar da balança comercial de bens e serviços ter se tornado superavitária. Já a taxa de câmbio real efetiva também deve flutuar respondendo às incertezas do cenário econômico para os próximos anos.

Existe uma defasagem entre os estímulos dados por uma desvalorização da taxa de câmbio real voltada para o reequilíbrio das contas externas e a obtenção de resultados concretos na melhoria dos fundamentos da economia brasileira. É necessário que haja uma alteração da rentabilidade do setor de bens transacionáveis em relação ao setor doméstico vista como duradoura pelos agentes econômicos para que decisões de longo prazo possam ser tomadas.

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.

Taxa de Câmbio no Brasil no início de 2015: sobrevalorização está se reduzindo e piora dos fundamentos continua

A tabela 1 apresenta um resumo dos resultados obtidos pelos diversos modelos de desalinhamento cambial estimado para o período recente e o desalinhamento médio anual. Os valores do desalinhamento diferem entre os diversos modelos por conta da utilização de fundamentos diferentes, 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 2014 na média anual. O desalinhamento médio estimado em 2014 foi de 15,1 pontos percentuais na média das diversas metodologias. A menor estimativa é de 6,0 pontos percentuais e a maior é de 31,2 pontos percentuais.

A maior estimativa é obtida a partir do modelo no qual a informação sobre o balanço de bens e serviços é levado em conta. Este último modelo é importante caso o foco do analista seja o ajuste das contas externas.

O balanço de bens e serviços apresenta uma deterioração contínua desde 2005 como pode ser observado no gráfico superior direito da Figura 3. Esta deterioração ocorreu apesar da economia brasileira ter operado com picos históricos de termos de troca até 2012. Este fato pode ser visto no gráfico inferior direito da Figura 3.

A deterioração mais intensa dos termos de troca que vem ocorrendo desde o final do ano passado só não ocasionou uma piora ainda mais acentuada do saldo comercial de bens e serviços por conta do baixo nível de atividade econômica brasileiro. A balança comercial de bens e serviços se tornou superavitária em meados de 2015 com o encolhimento das importações superando o das exportações. Esse movimento é derivado do baixo nível da atividade econômica no Brasil.

Não é provável observar melhoras importantes dos fundamentos da taxa de câmbio real da economia brasileira em 2015. Uma desvalorização da taxa de câmbio real na direção de corrigir o desalinhamento cambial existente deve gerar, num prazo mais longo, um ajuste das contas externas. A taxa de câmbio real vem se depreciando ao longo de 2015. Não está claro ainda se este movimento é capaz de conter a tendência de piora de fundamentos em andamento e se o desalinhamento cambial mudou de sinal.

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.

Dado - Ano	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
	Índice														
Taxa de câmbio real efetiva	69.34	58.64	55.25	53.72	56.11	69.29	77.45	83.67	87.73	87.57	100.00	104.61	94.62	90.41	89.45
Fundamentos-PII	68.24	62.80	63.62	62.53	66.37	70.24	77.16	76.93	79.63	86.98	77.54	69.81	76.00	76.58	75.19
Fundamentos-PII, BS	72.34	66.57	68.23	68.25	72.88	77.35	84.86	84.68	88.85	97.86	85.93	76.80	84.23	85.24	84.50
Fundamentos-PII, BS, TOT	71.80	67.14	63.22	57.17	60.70	64.59	75.56	77.41	81.14	78.72	86.51	93.37	95.01	90.44	82.75
Fundamentos-TB,PII,BS,TOT	57.89	48.83	57.48	65.07	75.69	89.94	98.44	92.91	87.22	83.80	89.70	98.28	86.82	73.36	68.36
Fundamentos - Médio	67.57	61.33	63.14	63.26	68.91	75.53	84.00	82.98	84.21	86.84	84.92	84.56	85.52	81.41	77.70
	% sobre o equilíbrio														
Desalinhamento-PII	-1.4	-6.2	-9.3	-18.5	-17.0	-7.4	-1.0	5.2	13.2	-2.3	27.9	51.6	27.7	17.3	19.2
Desalinhamento-PII, BS	-7.0	-11.5	-15.3	-25.3	-24.4	-15.9	-10.0	-4.4	1.7	-12.9	15.4	37.9	15.2	5.4	6.0
Desalinhamento-PII, BS, TOT	-6.3	-12.2	-9.2	-11.0	-9.4	0.7	1.2	4.4	10.8	6.8	14.7	13.3	2.0	-0.7	8.4
Desalinhamento-TB,PII,BS,TOT	17.6	16.9	-3.1	-18.9	-26.4	-24.2	-22.3	-10.9	0.1	4.3	11.6	6.9	9.9	21.3	31.2
Desalinhamento - Médio	2.6	-4.4	-12.5	-15.1	-18.6	-8.3	-7.8	0.8	4.2	0.8	17.8	23.7	10.6	11.1	15.1
Menor Estimativa	-7.0	-12.2	-15.3	-25.3	-26.4	-24.2	-22.3	-10.9	0.1	-12.9	11.6	6.9	2.0	-0.7	6.0
Maior Estimativa	17.6	16.9	-3.1	-11.0	-9.4	0.7	1.2	5.2	13.2	6.8	27.9	51.6	27.7	21.3	31.2
Apreciação-Depreciação										+	+	+	+		+

Dado - Ano	jan-14	fev-14	mar-14	abr-14	mai-14	jun-14	jul-14	ago-14	set-14	out-14	nov-14	dez-14	jan-15	fev-15	mar-15	1T-2015
	Índice															
Taxa de câmbio real efetiva	85.19	86.39	88.57	92.38	93.03	92.79	93.22	92.22	90.96	87.88	85.90	84.81	87.98	83.57	76.72	82.76
Fundamentos-PII	77.93	79.25	77.22	75.15	73.05	73.11	73.17	73.22	73.98	74.75	75.52	75.97	76.43	76.91	77.02	76.79
Fundamentos-PII, BS	87.10	88.69	87.26	84.78	82.34	82.37	82.26	82.13	82.97	83.90	84.79	85.43	86.15	86.77	86.88	86.60
Fundamentos-PII, BS, TOT	88.35	89.21	86.10	81.95	79.19	79.03	81.32	81.74	81.32	81.83	82.44	80.53	78.59	77.98	74.71	77.09
Fundamentos-TB,PII,BS,TOT	69.31	64.94	61.79	66.91	71.68	75.38	74.45	73.12	71.69	67.10	63.31	60.64	60.47	57.65	54.27	57.46
Fundamentos - Médio	80.67	80.52	78.09	77.20	76.56	77.47	77.80	77.55	77.49	76.90	76.52	75.64	75.41	74.83	73.22	74.49
	% sobre o equilíbrio															
Desalinhamento-PII	10.5	7.3	10.3	15.0	21.3	26.4	27.1	26.7	26.0	23.4	20.4	15.7	12.4	10.3	14.2	12.3
Desalinhamento-PII, BS	-1.1	-4.1	-2.4	1.9	7.6	12.2	13.1	13.0	12.4	9.9	7.3	2.9	-0.3	-2.3	1.3	-0.4
Desalinhamento-PII, BS, TOT	-2.5	-4.7	-1.1	5.4	11.9	16.9	14.4	13.5	14.6	12.7	10.3	9.1	9.3	8.8	17.8	11.9
Desalinhamento-TB,PII,BS,TOT	22.9	33.0	43.4	38.1	29.8	23.1	25.2	26.1	26.9	31.0	35.7	39.8	45.5	45.0	41.4	43.9
Desalinhamento - Médio	5.6	7.3	13.4	19.7	21.5	19.8	19.8	18.9	17.4	14.3	12.3	12.1	16.7	11.7	4.8	11.0
Menor Estimativa	-2.5	-4.7	-2.4	1.9	7.6	12.2	13.1	13.0	12.4	9.9	7.3	2.9	-0.3	-2.3	1.3	-0.4
Maior Estimativa	22.9	33.0	43.4	38.1	29.8	26.4	27.1	26.7	26.9	31.0	35.7	39.8	45.5	45.0	41.4	43.9
Apreciação-Depreciação				+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+

Tabela 1: Desalinhamento cambial no Brasil
Elaboração: Observatório de Câmbio FGV/EESP

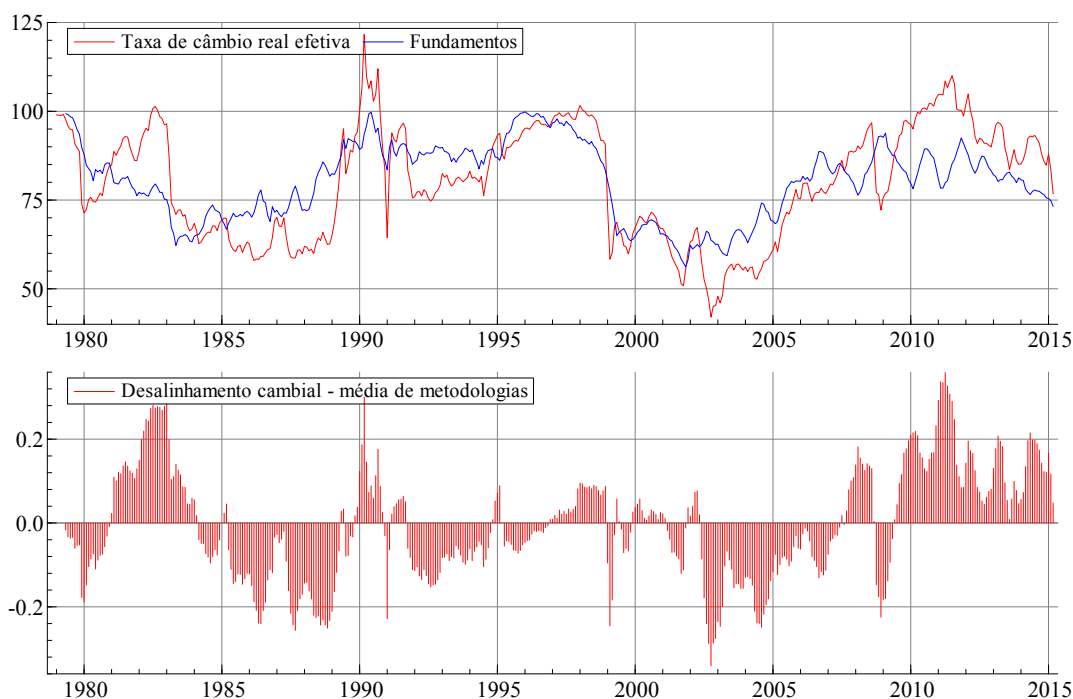


Figura 1: Taxa de câmbio real efetiva, fundamentos e desalinhamento cambial - evolução mensal.
Elaboração: Observatório de Câmbio FGV/EESP

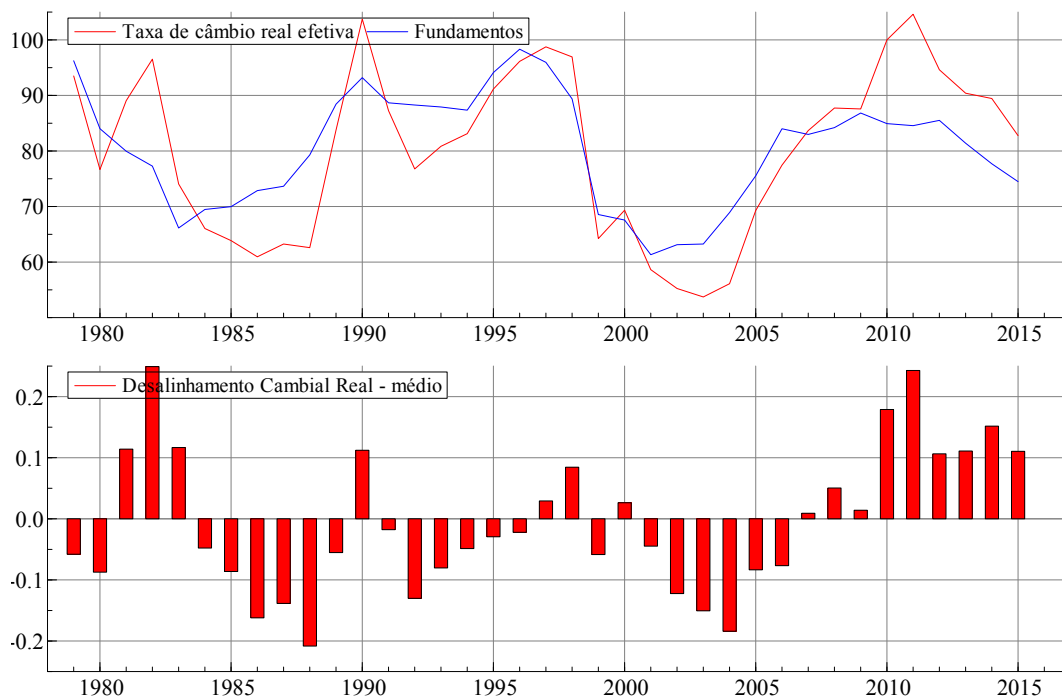


Figura 2: Desalinhamento Cambial Brasileiro - Média Anual
Elaboração: Observatório de Câmbio FGV/EESP

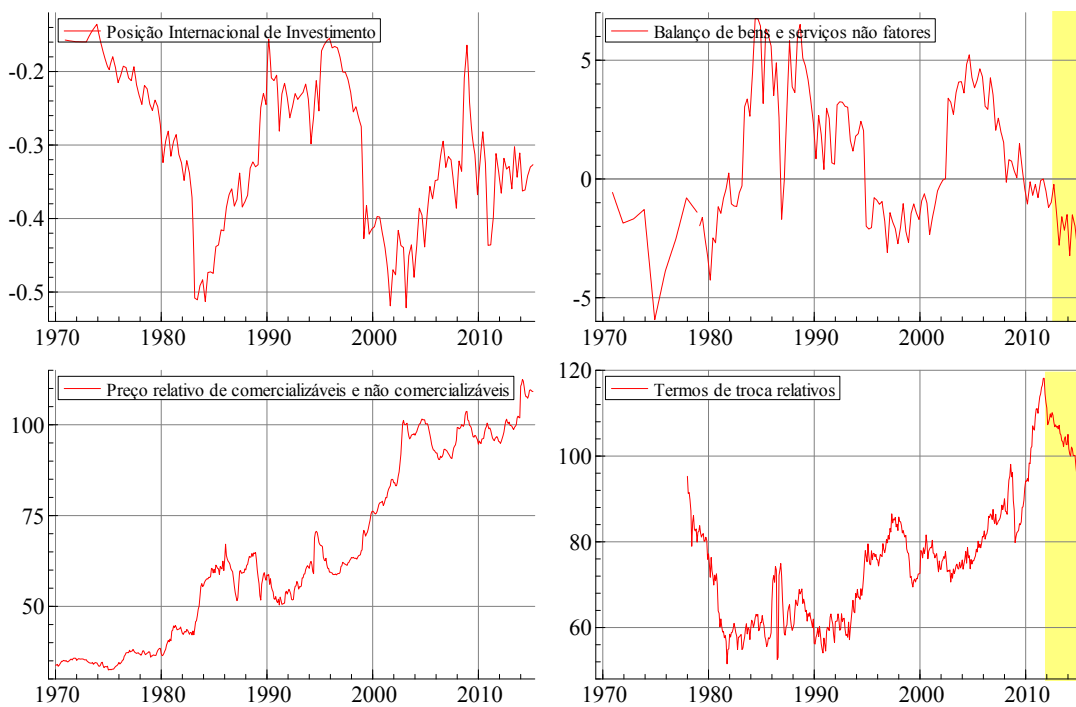


Figura 3: Evolução mensal das variáveis que compõe os fundamentos
Elaboração: Observatório de Câmbio FGV/EESP
Fonte de dados: IBGE, Banco Central do Brasil e Funcex

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.² 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).³ 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.

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 a análise de estacionariedade e de cointegração. O componente transitório está ligado ao desalinhamento e o componente permanente está ligado ao equilíbrio de longo prazo.⁴

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, Coreia 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.]