

TAXA DE CÂMBIO NO BRASIL: AJUSTE EM ANDAMENTO.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 foram calculados modelos econométricos contendo algumas das variáveis sugeridas pela literatura econômica como determinantes de longo prazo da taxa de câmbio.

Existe um debate na literatura sobre quais variáveis determinam a taxa de câmbio real no longo prazo. As estimativas desta Carta são feitas a partir da análise baseada em fundamentos. Esta abordagem utiliza fundamentos econômicos obtidos a partir de um modelo econômico que leva em conta o papel dos estoques 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 relativos (TOT) 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 a taxa de câmbio observada são os desalinhamentos cambiais.⁴

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.

O QUE ACONTECEU COM A TAXA DE CÂMBIO REAL BRASILEIRA NO PRIMEIRO TRIMESTRE DE 2014?

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

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

²Abordagens 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].

³Os 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, Austrália e Grécia.

⁴MacDonald (2000) realiza uma revisão das principais abordagens para estimar 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

As estimativas de desalinhamento cambial sugerem, por todos os modelos, que a moeda brasileira permaneceu sobrevalorizada de 2009 até 2013 na média anual. O desalinhamento médio é estimado entre 7,7% a 22,8% em 2013 a depender do conjunto de variáveis utilizadas. A diferença de resultados entre as metodologias pode ser explicada por conta da inclusão ou não da variável termos de troca. Nos modelos em que esta variável não está presente, a estimativa de desalinhamento tende a ser maior. Já nos modelos em que esta variável está presente, a estimativa tende a ser menor, sugerindo que os ganhos recentes de termos de troca verificados ao longo dos anos 2000 explicam parte da apreciação do câmbio brasileiro no período.

O resultado obtido para o desalinhamento de 2013 é muito similar ao que prevaleceu em 2012, apesar da depreciação da moeda brasileira ocorrida ao longo de 2013. Já a análise dos dados mensais sugere que o nível de desalinhamento cambial a partir do segundo semestre de 2013 era bem menor que o prevalecente no início do mesmo ano. A Figura 1 apresenta a evolução da taxa de câmbio real, fundamentos e desalinhamento cambial na frequência mensal. Os resultados obtidos pelos diversos modelos sugerem que, ao longo do primeiro trimestre de 2014, a taxa de câmbio real brasileira estava sobrevalorizada frente a uma cesta de moedas entre 2,8% a 15,6%. A média das metodologias estaria em 9,0%.

Tabela 1: Nível de Desalinhamento cambial

Ano	Desalinhamento Estimado por diversas metodologias				
	I	II	III	IV	Média
1999	-5.5%	-8.4%	-9.8%	-9.7%	-8.4%
2000	-0.8%	-2.6%	-1.5%	-1.3%	-1.6%
2001	-8.0%	-9.2%	-8.6%	-8.6%	-8.6%
2002	-10.6%	-13.2%	-13.4%	-13.4%	-12.7%
2003	-9.5%	-15.2%	-16.1%	-15.9%	-14.2%
2004	-10.8%	-17.6%	-17.7%	-17.3%	-15.9%
2005	0.4%	-6.7%	-5.6%	-5.2%	-4.3%
2006	-0.2%	-5.3%	-1.9%	-1.4%	-2.2%
2007	8.8%	4.3%	8.9%	9.5%	7.6%
2008	3.4%	-1.5%	5.1%	5.9%	3.2%
2009	8.0%	1.0%	5.4%	6.2%	5.1%
2010	13.3%	11.9%	23.0%	23.9%	17.9%
2011	15.9%	20.9%	38.2%	38.9%	28.1%
2012	7.0%	9.7%	23.6%	24.3%	15.9%
2013	7.7%	9.4%	22.1%	22.8%	15.3%
2014	2.8%	3.4%	15.0%	15.6%	9.0%

Lista de Fundamentos considerados no modelo.

I - Posição Internacional de Investimento, Termos de Troca e Preço Relativo

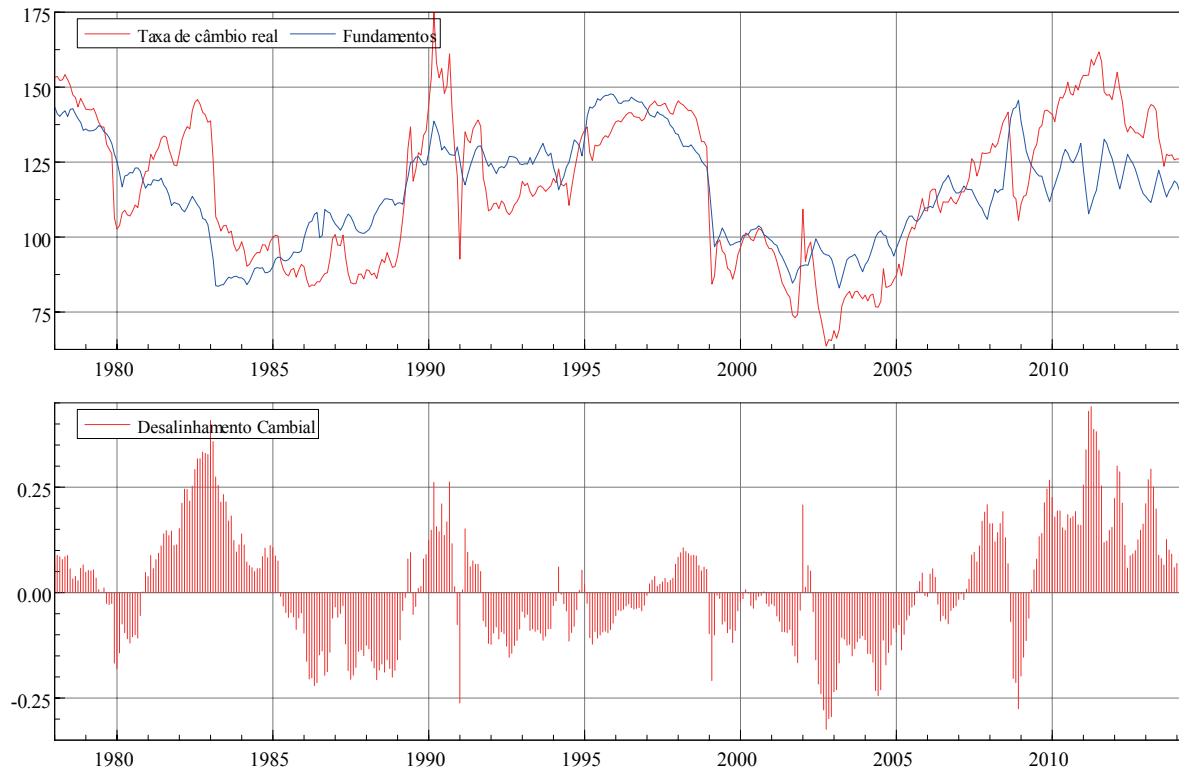
II - Posição Internacional de Investimento, Termos de Troca.

III - Posição Internacional de Investimento, Preço Relativo.

IV - Posição Internacional de Investimento.

Elaboração: Observatório de Câmbio-EESP-FGV.

Figura 1: Taxa de câmbio Real, Fundamentos e Desalinhamento cambial.



Elaboração: Observatório de Câmbio-EESP-FGV.

TENDÊNCIA DE PIORA NOS FUNDAMENTOS COMEÇA A SER DELINEADA:

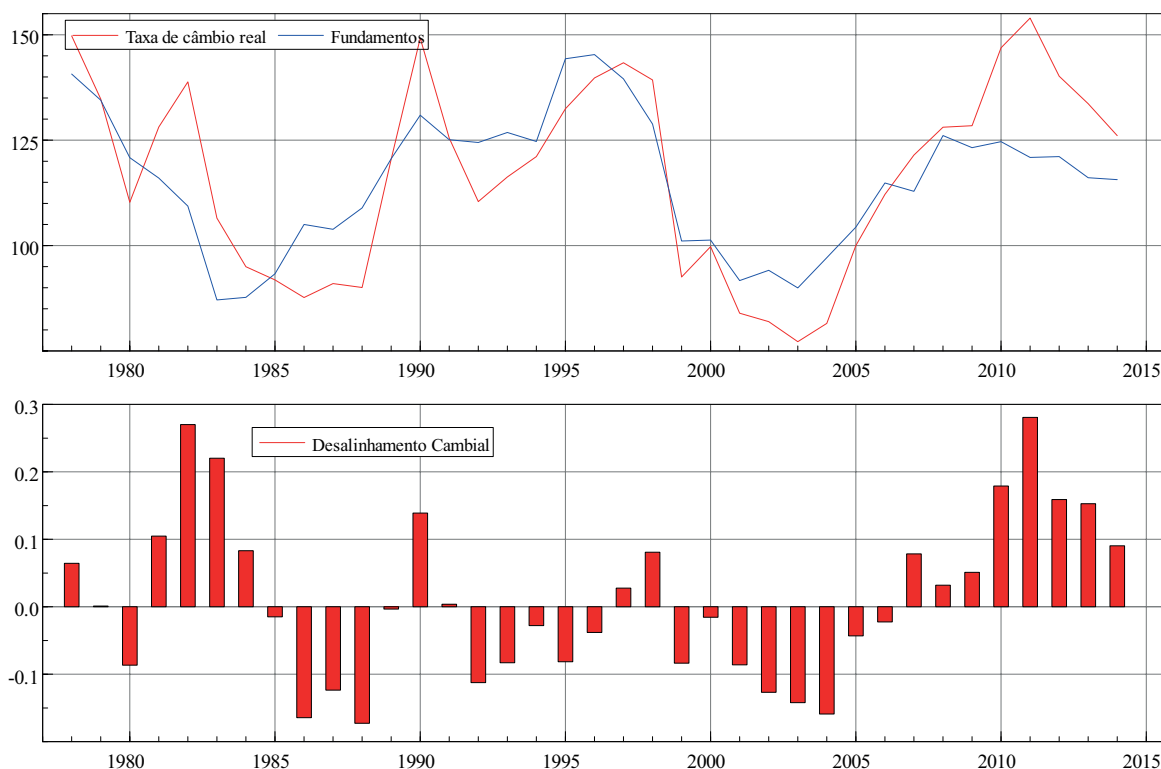
Como pode ser observado na Figura 2, a tendência da taxa de câmbio real brasileira é de depreciação desde 2011. Entretanto a redução do desalinhamento não vem acompanhando completamente este movimento. A razão está no fato de que há uma piora gradual dos fundamentos desde 2011. Há duas razões para isto. A primeira deve-se a evolução dos termos de troca do país - razão entre os preços dos bens exportados e importados pelo país em relação aos parceiros comerciais - que tem caído frente aos parceiros comerciais nos últimos anos. (Figura 3, gráfico 2) Este fato, tudo mais constante, provoca uma piora do saldo comercial brasileiro e, logo, do resultado em transações correntes.

O resultado de transações também vem apresentando uma tendência de piora ao longo dos últimos anos. Com um número na casa de -3% a -4% ao ano como proporção do produto interno bruto é difícil evitar uma deterioração mais forte da posição internacional de investimentos, outro importante determinante do câmbio de equilíbrio de longo prazo no Brasil.

Carta CEMAP

A piora nestes dois indicadores impede que a depreciação da taxa de real brasileira ocorrida em 2013 tenha sido convertida em redução do desalinhamento cambial integralmente.

Figura 2: Desalinhamento Cambial Brasileiro - Média Anual



Elaboração: Observatório de Câmbio-EESP-FGV.

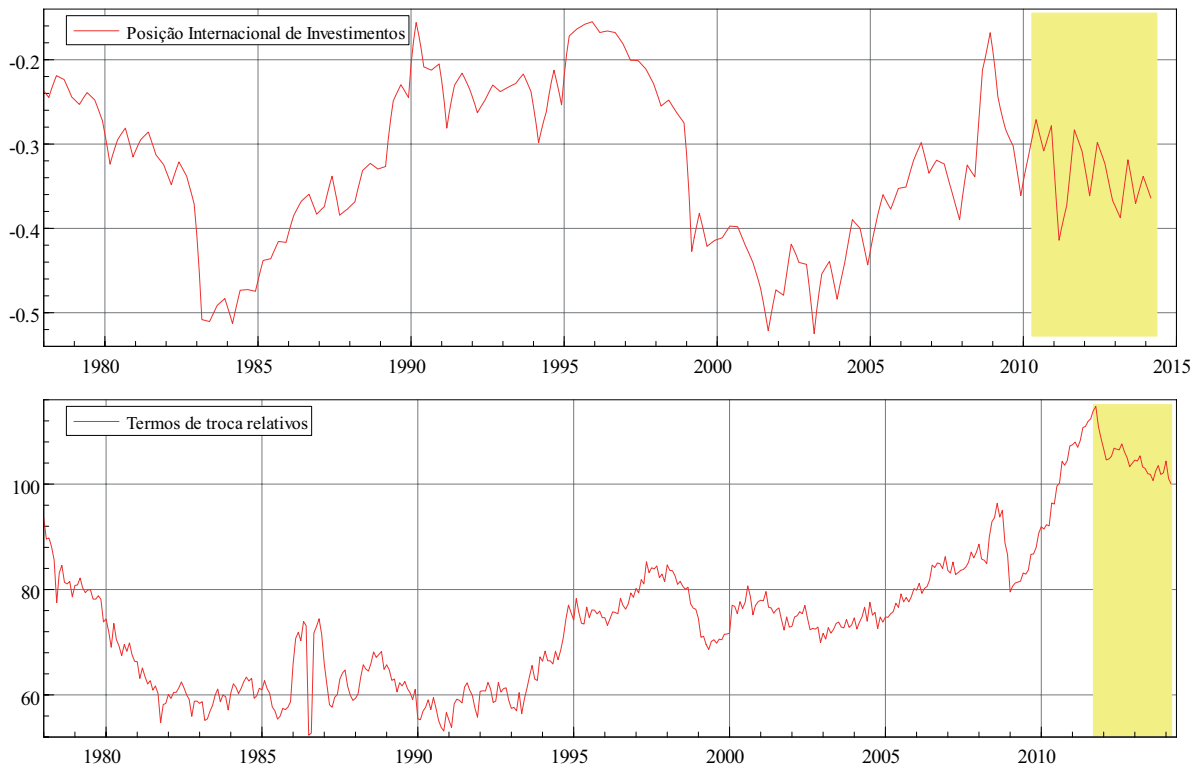
O QUE ESPERAR PARA O FUTURO PRÓXIMO:

Com base nas informações disponíveis até o momento, não é possível antever uma melhora expressiva do resultado em conta corrente em 2014. A melhora dos termos de troca, embora possível, não é provável na medida em que este indicador está próximo de picos históricos alcançados nas últimas décadas. (Figura 3, gráfico 2) Desta forma, é mais provável que os fundamentos que norteiam a taxa de câmbio continuem a piorar.

Ao longo do segundo semestre de 2013, a taxa de câmbio real movimentou-se de forma mais intensa na direção de alcançar um nível mais próximo do equilíbrio. A consolidação deste nível mais depreciado da taxa de câmbio real já está representando uma restrição adicional à política doméstica no que tange inflação. A inflação dos bens transacionáveis mudou para um patamar mais alto por conta da depreciação cambial.

Carta CEMAP

Figura 3: Evolução das variáveis que compõem os fundamentos da taxa de câmbio.



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

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 não 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 alterações de termos de troca, na posição externa de investimentos, por exemplo, podem fazer com que a taxa de equilíbrio se altere.