

DESALINHAMENTO CAMBIAL NO BRASIL

O que é desalinhamento cambial?

O desalinhamento cambial pode ser definido como sendo a diferença entre a taxa de câmbio real e o nível de taxa de câmbio compatível com um equilíbrio econômico mais amplo. Este nível pode ser calculado a partir de uma série de fundamentos que determinam tal taxa de equilíbrio

Existe um debate na literatura econômica sobre quais são os fundamentos macroeconômicos mais apropriados. O modelo utiliza as seguintes variáveis: a posição externa líquida de investimentos, os termos de troca, o indicador de produtividade entre os setores produtores de bens transacionáveis (tradables) e não transacionáveis (nontradables), o diferencial entre a taxa de juros real no Brasil e dos principais parceiros comerciais. Com tais variáveis, estima-se a taxa de câmbio de equilíbrio de longo prazo. O desvio desta taxa com relação a taxa de câmbio observada é o desalinhamento cambial.

Como estimar o desalinhamento cambial?

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. Uma discussão mais detalhada do modelo pode ser encontrada na Nota Técnica 001/2009 associada a essa Carta.

Evolução histórica do desalinhamento

Na tabela 1 apresenta-se um resumo do nível de desalinhamento observado na economia brasileira em períodos selecionados.

Tabela 1: Desalinhamento Cambial (1993.I-2009.II)

Períodos	Breve Descrição	Nível de Desalinhamento Médio*	Índice Médio do câmbio de equilíbrio *
1993:I	Período	15.0%	92.86
1994:II	Pré-Real		
1994:III	Lançamento	0.3%	85.91
1994:IV	da Nova moeda (Real)		
1995:I	Início do		
1996:IV	Governo FHC	5.4%	78.21
1997:I	Crises		
1998:IV	Financeiras	-10.2%	86.88
1999:I	Adoção do	-7.2%	130.09
2001:IV	câmbio flexível e metas de inflação		
2002:I	Turbulência	11.5%	141.97
2002:IV	Eleitoral de 2002		
2003:I	Primeiro	4.4%	129.69
2006:IV	Governo Lula		
2006:I	Segundo	-7.6%	114.39
2008:II	governo Lula até crise internacional		
2008:IV	Período pós	14.0%	97.38
2009:II	crise internacional		
2009-II	Dado mais recente	-6.9%	107.39

* Nível médio de desalinhamento cambial da moeda brasileira frente a uma cesta de moedas. Valores positivos indicam que a moeda brasileira está desvalorizada. Valores negativos indicam uma valorização.

** Índice de câmbio real médio de equilíbrio prevalecente no período. O índice de câmbio real foi calculado a partir de uma cesta de moedas contendo os principais parceiros comerciais brasileiros. Utilizou-se a taxa de câmbio nominal frente a moeda de cada parceiro e como deflatores, o índice de preços ao consumidor amplo (IPCA-IBGE) para o Brasil e os índices de preços coletados ao consumidor coletado pelo FMI (IFS - International Financial Statistics) para os parceiros comerciais

Carta CEMAP

A análise dos dados da Tabela 1 sugere que os fundamentos que determinam a taxa de câmbio no Brasil tiveram uma melhoria entre 1993 e 1996. A partir de então começou uma contínua piora dos fundamentos que perdurou até 2002. Deste momento em diante há uma tendência de melhoria dos fundamentos. Isto explica grande parte dos movimentos da taxa de câmbio real brasileira desde 2002. Contudo, no período de 2006 a 2008, a taxa de câmbio real se valorizou além do esperado pelo modelo estimado.

O Real Brasileiro está desalinhado?

Após forte desvalorização cambial observada pelo efeito da crise financeira internacional, em setembro de 2008, a moeda brasileira voltou a se valorizar perante o Dólar Norte-Americano, entre outras moedas. De acordo com nossas estimações, a moeda brasileira está atualmente desalinhada em cerca de 7% frente uma cesta de moeda relevantes para o comércio exterior brasileiro.

As estimativas feitas a partir do modelo econométrico sugerem que os desalinhamentos devem ser corrigidos, na ausência de novos choques, quase que integralmente num período de um ano seja pela alteração dos fundamentos, seja por movimentos na taxa de câmbio real ou ambos.

No caso dos fundamentos se deteriorarem no futuro próximo, movimentos de depreciação da moeda serão esperados. A atenção deve ser dada a dois fundamentos principais: a) posição externa líquida de investimentos e; b) termos de troca.

A variação da posição externa líquida está, no curto prazo, associada a presença de déficit em transações correntes maiores. Maiores déficits tendem a obrigar os residentes a assumirem maiores obrigações em termos líquidos frente a não residentes. A evolução do resultado em transações correntes é importante principalmente por conta de uma recuperação mais forte da atividade econômica que, tudo mais constante, deve provocar uma piora neste item das contas externas brasileira.

O segundo item diz respeito aos termos de troca, ou seja, razão entre os preços das exportações e os preços das importações. No passado recente este indicador apresentou forte melhoria por conta do ganho expressivo de preços de muitas das mercadorias exportadas pelo país.

No caso de uma deterioração mais forte de transações correntes acompanhados de uma piora dos termos de troca, será muito provável uma depreciação mais forte da moeda brasileira.

Como utilizar esta medida de desalinhamento cambial?

A medida de desalinhamento cambial não deve ser utilizada como uma previsão da taxa de câmbio real. O desalinhamento da moeda brasileira não implica necessariamente que haverá correções imediatas, mas sim em algum momento no futuro, sendo muito difícil precisar o momento em que tal ajustamento ocorrerá e a intensidade do mesmo.

A medida deve ser entendida como um indicador de algum tipo de desequilíbrio presente. Os valores recentes – no final da amostra - devem ser tomados com a cautela de praxe, pois parte da informação relevante para avaliar a taxa de câmbio real de equilíbrio ainda não está totalmente disponível.

Vale notar que uma taxa de câmbio em determinado momento pode implicar num desalinhamento positivo e num outro momento implica num desalinhamento negativo a depender da situação dos fundamentos. Para exemplificar, enquanto a taxa de 2,50 Reais por dólar que prevaleceu em alguns momentos após a crise financeira internacional de 2008 implicava num nível de câmbio depreciado, ou seja, num desalinhamento positivo, esta mesma taxa de câmbio ao longo de 2002, implicou num câmbio abaixo do equilíbrio naquele momento. O motivo era que os fundamentos que regem a taxa de câmbio real estavam num patamar bem pior do que os atuais. A posição externa líquida brasileira era bem mais frágil e o índice de termos de troca estava em nível mais baixo.

Carta CEMAP

Gráfico 1: Desalinhamento Estimado (1993-2009) - % acima do equilíbrio – dados trimestrais.

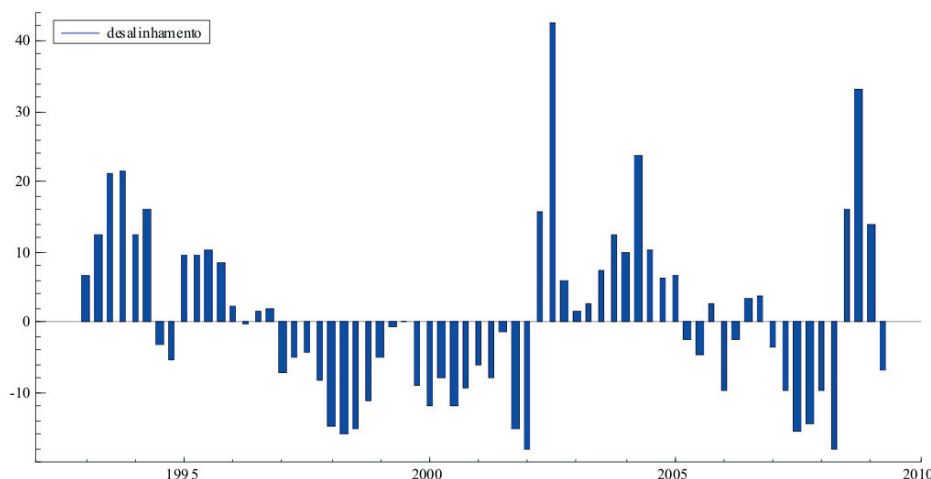
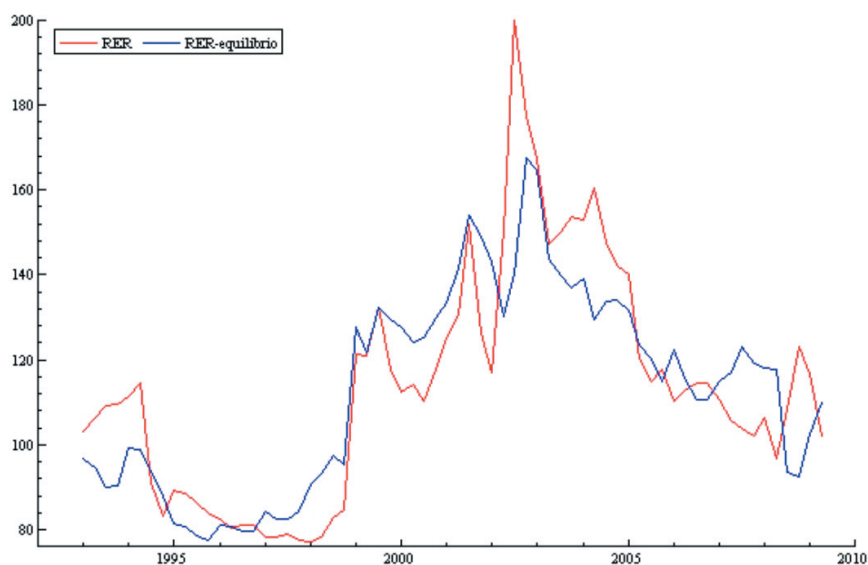


Gráfico 2: Taxa de câmbio Efetiva (RER) e de Equilíbrio (RER-equilíbrio) – base 1994=100



Diretor da FGV-EESP:

Prof. Yoshiaki Nakano

Membros do CEMAP:

Emerson Fernandes Marçal, Márcio Holland, Paulo Gala e Rogério Mori.

Estagiários: Daniel Couri, Daniel Martins, Felipe Mazin, Felipe Pelaio, João Henrique Netto, Igor Martins.

CEMAP – Centro de Macroeconomia Aplicada - Fundação Getúlio Vargas (FGV) - Escola de Economia de São Paulo (EESP)

Rua Itapeva 474 – 12º. Andar - CEP 01332-000 - São Paulo-SP - Fone: 55-11-3799-3244 Fax: 55-11-3799.3357. <http://www.eesp.fgv.br>.

E-mail: carta_cemap@fgv.br

As opiniões contidas neste documento são de inteira responsabilidade dos envolvidos nesta publicação e não exprimem, necessariamente, as da Fundação Getúlio Vargas, nem da Escola de Economia de São Paulo da FGV.

Os autores não se responsabilizam por qualquer uso que seja feito das informações aqui contidas. As opiniões aqui contidas não devem ser interpretadas como recomendação de qualquer natureza.